

BANCA D'ITALIA

Bollettino Economico



Numero 11 Ottobre 1988

BANCA D'ITALIA

Bollettino Economico

del Servizio Studi

Numero 11 Ottobre 1988

SOMMARIO

La congiuntura e le politiche economiche

<i>L'economia internazionale</i>	5
<i>La congiuntura e la bilancia dei pagamenti in Italia</i>	17
<i>La finanza pubblica</i>	29
<i>I mercati monetari e finanziari</i>	37
<i>Le prospettive a breve termine</i>	50

Note

<i>Il processo di revisione dell'ordinamento valutario</i>	1*
--	----

Documenti

<i>Sistema telematico di negoziazione dei titoli pubblici (Decreto istitutivo e convenzione tra gli operatori aderenti al sistema)</i> ...	7*
<i>Accordo internazionale sulla valutazione del patrimonio e sui coefficienti patrimoniali minimi</i>	15*

Interventi

<i>Cooperazione e conflitto nelle politiche monetarie e commerciali, Lamberto Dini, febbraio 1988</i>	35*
<i>Sistema finanziario e regolamentazione, Tommaso Padoa-Schioppa, marzo 1988</i>	41*
<i>Politica economica e disoccupazione in Europa, Lamberto Dini, agosto 1988</i>	55*
<i>Progetti di legge in tema di trasparenza bancaria, Carlo A. Ciampi, settembre 1988</i>	67*
<i>Intervento del Governatore della Banca d'Italia al XXXI Congresso na- zionale del Forex Club Italiano, Carlo A. Ciampi, ottobre 1988</i>	71*

Appendice

<i>Serie statistiche</i>	81*
<i>Principali provvedimenti di politica economica</i>	125*
<i>Elenco delle pubblicazioni della Banca d'Italia</i>	132*

INDICE DEI RIQUADRI

La congiuntura e le politiche economiche

<i>L'andamento dei prezzi nei paesi industriali</i>	8
<i>I mercati azionari a un anno dalla crisi</i>	14
<i>Recenti tendenze dei flussi turistici e nuovi indicatori di competitività</i>	24
<i>La nuova normativa valutaria</i>	26
<i>Le principali misure fiscali prese nel corso del 1988 . .</i>	30
<i>Le nuove norme in materia di procedure del bilancio dello Stato</i>	34
<i>Gli interventi della Banca d'Italia sul mercato monetario</i>	40
<i>Il mercato telematico dei titoli di Stato: i primi 5 mesi di attività</i>	46
<i>Le principali misure previste dal disegno di legge finanziaria per il 1989 e dai provvedimenti di accompagnamento</i>	56

La congiuntura e le politiche economiche

L'economia internazionale

La congiuntura e le politiche economiche dei paesi industriali

Nella prima metà del 1988 l'attività economica nei sette maggiori paesi industriali è cresciuta a un ritmo superiore al previsto: in media il prodotto lordo è aumentato di circa il 5 per cento in ragione d'anno. I principali organismi internazionali hanno riveduto al rialzo, di oltre 1 punto percentuale rispetto alla primavera scorsa, le previsioni di crescita per l'intero anno (4,1 per cento; tav. 1). L'espansione in atto dal 1983 ha così mostrato nuovo vigore, invece di indebolirsi come si era temuto dopo il crollo dei corsi azionari nell'ottobre dello scorso anno.

Le previsioni effettuate allora non avevano tenuto pienamente conto degli elementi tendenziali di forza che sostenevano le economie dei paesi industriali: segnatamente, la buona situazione patrimoniale delle imprese e l'effetto ritardato del miglioramento delle ragioni di scambio connesso con il calo del prezzo del petrolio. Inoltre, le autorità monetarie, assicurando la propria disponibilità a fornire liquidità al mercato, hanno contribuito a ridurre i tassi d'interesse, dagli alti livelli toccati in ottobre, e a ripristinare un clima di fiducia, contrastando le ripercussioni del ridimensionamento della ricchezza azionaria.

Grazie a questo insieme di fattori non vi è stato alcun rallentamento della domanda aggregata. Al contrario, l'attuale fase ciclica è caratterizzata dall'incremento sia degli investimenti, aumentati nei primi sei mesi a un ritmo medio annuo di circa il 10 per cento, sia dei consumi privati. La dinamica della domanda interna nei paesi industriali ha determinato una considerevole ri-

presa del commercio internazionale che, secondo le stime del Fondo monetario internazionale, dovrebbe essere pari al 7 per cento nel 1988, interessando sia le esportazioni dei paesi industriali (6,8 per cento) sia quelle dei paesi in via di sviluppo (7,3 per cento).

Nel primo semestre il prodotto lordo degli Stati Uniti è aumentato del 4,5 per cento su base annua (tav. 1). Hanno registrato un forte incremento le esportazioni (21 per cento) e gli investimenti non residenziali (16,3 per cento); i consumi privati hanno continuato ad aumentare, ma a un ritmo meno sostenuto (2,5 per cento). In Giappone, la crescita del prodotto nello stesso periodo è stata del 6,4 per cento, confermando l'accelerazione in atto dalla fine del 1986. Il ciclo dell'economia giapponese ha continuato a essere stimolato dall'impulso fiscale impresso lo scorso anno. Anche i paesi europei hanno realizzato una crescita rapida, che dovrebbe proseguire, a un ritmo lievemente più contenuto, nella seconda metà dell'anno (tav. 1). Il Regno Unito ha registrato l'incremento maggiore (4 per cento), in seguito al forte aumento della domanda interna (6,9 per cento). Nella Germania federale e in Francia il prodotto lordo è aumentato del 3,9 e del 3,7 per cento, rispettivamente; per l'intero anno la crescita in questi due paesi dovrebbe essere notevolmente più elevata rispetto al 1987, anche per effetto del miglioramento delle esportazioni nette. In Italia la crescita del prodotto è stata del 3,3 per cento nel primo semestre, e dovrebbe risultare pari al 3,6 per l'intero 1988.

Nonostante il proseguimento della fase di espansione produttiva, i miglioramenti dell'occupazione sembrano essersi esauriti. Ciò avviene sia nei paesi, quali gli Stati Uniti e il Giappone, ove il

tasso di disoccupazione ha raggiunto, nel corso dell'estate, livelli assai prossimi ai minimi degli anni settanta (5,4 e 2,6 per cento, rispettivamente), sia nei paesi dell'Europa continentale, ove, in seguito alle rigidità esistenti sui mercati del lavoro e ai margini di capacità produttiva tuttora inutilizzati, essa rimane su livelli ancora elevati (10,4 e 11,7 per cento in Francia e in Italia, rispettivamente, 8,1 per cento nella Germania federale). Solo nel Regno Unito è proseguita la riduzione della disoccupazione, scesa all'8 per cento nel mese di luglio dal 9,8 dello stesso periodo dell'anno precedente.

Tav. 1

Prodotto lordo, domanda interna ed esportazioni nette dei principali paesi industriali
(prezzi costanti: variazioni percentuali rispetto all'anno precedente)

PAESI	1986	1987	1988	1988 I sem.
Stati Uniti				
PNL	2,8	3,4	4,0	4,5
Domanda interna	3,7	3,0	3,0	3,6
Esportazioni nette (1) ..	-0,9	0,2	0,9	0,9
Giappone				
PNL	2,4	4,2	5,8	6,4
Domanda interna	4,0	5,1	7,4	8,6
Esportazioni nette (1) ..	-1,4	-0,7	-1,4	-2,2
Germania federale				
PNL	2,5	1,7	2,9	3,9
Domanda interna	3,8	2,9	3,2	4,6
Esportazioni nette (1) ..	-1,1	-1,1	-0,2	-0,7
Francia				
PIL	2,2	2,4	2,9	3,7
Domanda interna	4,4	3,7	3,0	3,6
Esportazioni nette (1) ..	-2,2	-1,2	-0,1	0,1
Italia				
PIL	2,9	3,1	3,6	3,3
Domanda interna	3,2	4,7	4,2	2,3
Esportazioni nette (1) ..	-0,4	-1,6	-0,8	1,0
Regno Unito				
PIL	2,9	4,2	4,0	4,0
Domanda interna	3,8	4,6	6,1	6,9
Esportazioni nette (1) ..	-0,8	-0,6	-2,1	-2,9
Canada				
PIL	3,2	4,0	4,2	5,1
Domanda interna	3,9	4,7	5,3	6,4
Esportazioni nette (1) ..	-0,7	-0,6	-1,0	-1,3

Fonti: FMI e Bollettini nazionali; per l'Italia: Relazione previsionale e programmatica.

(1) Variazioni in percento del PNL/PIL dell'anno precedente.

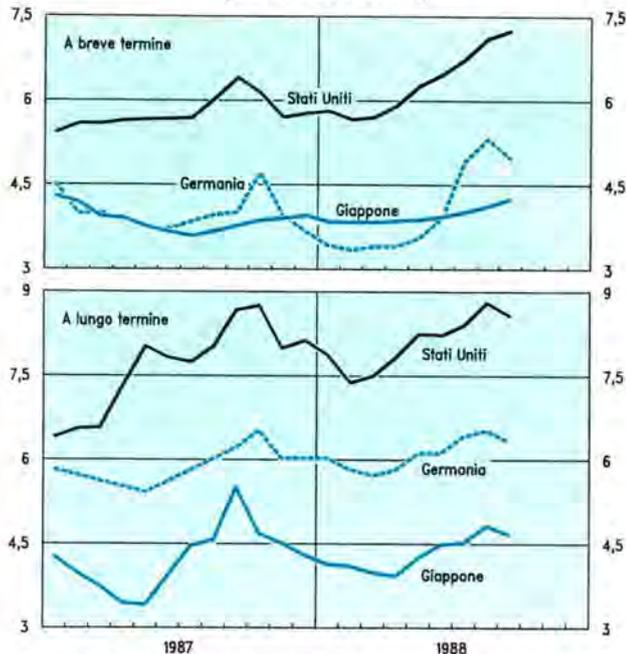
Nella prima parte dell'anno si sono avuti in alcuni paesi segni di tensioni inflazionistiche, causate sia dal rialzo delle quotazioni internazionali dei prodotti primari, sia dalla crescita della domanda interna (si veda il riquadro). Nel corso dell'estate il ritmo di incremento dei prezzi al consumo è rapidamente aumentato: rispetto ai sei mesi precedenti, ad agosto esso è risultato pari al 5 per cento su base annua negli Stati Uniti e all'8 nel Regno Unito, contro il 4 per cento registrato, in entrambi i paesi, all'inizio dell'anno. In Francia l'inflazione è salita dal 2,4 di gennaio al 3,3 per cento di agosto. In Giappone e nella Germania federale l'incremento dei prezzi al consumo è rimasto contenuto entro l'1 per cento annuo, mostrando segni di rallentamento nel corso dell'estate.

I sintomi di ripresa dell'inflazione hanno indotto le autorità dei principali paesi industriali a rendere più rigorosa la condotta della politica monetaria, mantenendo la crescita della liquidità entro gli obiettivi prefissati e contrastando le aspettative d'inflazione.

La fase di rialzo dei tassi d'interesse è iniziata negli Stati Uniti, dove, dal mese di maggio, gli aggregati monetari hanno progressivamente rallentato la loro crescita, dopo l'allentamento delle condizioni monetarie registrato alla fine del 1987 e nei primi mesi del 1988. I rendimenti a breve termine di mercato monetario sono saliti rapidamente, superando nel corso dell'estate i livelli raggiunti prima del crollo delle borse dell'ottobre dello scorso anno (fig. 1). Nei primi giorni di agosto il tasso di sconto, rimasto sul 6 per cento dal settembre 1987, è stato aumentato di mezzo punto percentuale. Nella Germania federale i tassi di mercato monetario sono saliti soprattutto nel corso dell'estate, accompagnati dall'aumento in tre riprese del tasso sulle operazioni pronti contro termine della Bundesbank e del tasso di sconto alla fine di agosto. L'ascesa dei tassi d'interesse in Germania è stata accompagnata da analoghi incrementi negli altri paesi europei. Ha fatto eccezione la Francia, dove la buona tenuta del franco ha indotto inizialmente le autorità a favorire una diminuzione dei tassi di mercato monetario; alla fine di agosto anche i tassi francesi sono risaliti. In Giappone i tassi a breve non hanno registrato movimenti bruschi, ma è proseguita la tendenza a un moderato rialzo iniziata lo scorso anno.

Fig. 1

Tassi di interesse a breve e a lungo termine (1)
(dati medi mensili)



(1) Per fonti e definizioni si vedano, in Appendice, le tavv. a5-a6.

Nel comparto a lunga i tassi sono aumentati in misura minore restando su livelli inferiori a quelli raggiunti nell'autunno scorso. Le curve dei rendimenti si sono notevolmente appiattite: lo *spread* fra tassi a lungo e a breve termine è sceso nei tre principali paesi intorno al punto percentuale, quasi la metà rispetto all'ottobre 1987. Questo andamento conferma che la manovra di politica economica, incentrata su misure di natura monetaria, ha agito in modo immediato sulle aspettative d'inflazione. Essa appare tuttavia incompleta in assenza di un'azione più incisiva in campo fiscale, che consenta il controllo della domanda aggregata senza penalizzare gli investimenti e che agevoli il superamento degli squilibri dei pagamenti internazionali. Inoltre, su un orizzonte temporale più lungo, è necessario promuovere interventi di natura strutturale, tesi a migliorare la flessibilità dei mercati e a eliminare le distorsioni esistenti.

Nell'anno in corso le politiche fiscali hanno mantenuto una impostazione sostanzialmente neutrale rispetto al ciclo economico. Negli Stati Uniti, dopo la netta riduzione del disavanzo pub-

blico registrata nel 1987, non si sono conseguiti ulteriori progressi; per l'anno fiscale appena concluso si stima che il disavanzo rimanga immutato sui 150 miliardi di dollari. Nella Germania federale esso dovrebbe risultare pari al 3,4 per cento del PIL, contro il 2,7 del 1987, con effetti moderatamente espansivi. In Giappone l'impulso positivo derivante dal bilancio appare inferiore rispetto a quello dell'anno precedente.

Nelle economie in via di sviluppo permangono notevoli differenze di evoluzione congiunturale. Nei quindici paesi fortemente indebitati la situazione economica e finanziaria dovrebbe ulteriormente peggiorare nell'anno in corso, nonostante l'aumento della domanda mondiale e l'incremento dei prezzi dei prodotti primari diversi dal petrolio; la crescita economica è in forte rallentamento, mentre si è avuta una brusca ripresa dell'inflazione; il saldo delle partite correnti non registra miglioramenti significativi rispetto al 1987. Al contrario, nei paesi principalmente esportatori di manufatti il prodotto continua a svilupparsi a ritmi elevati, sospinto non solo dalle esportazioni, ma anche dall'accelerazione della domanda interna.

Gli squilibri nei pagamenti internazionali e i tassi di cambio delle principali valute

Nella prima metà del 1988 si sono ottenuti alcuni progressi verso la riduzione degli squilibri nei pagamenti internazionali. Il processo in atto non è stato tuttavia ancora di intensità tale da indicare un deciso superamento degli attuali sbilanci, che contribuirebbe ad accrescere la stabilità dei rapporti di cambio fra le principali valute.

Negli Stati Uniti il disavanzo commerciale si è ridotto di circa 32 miliardi di dollari su base annua, rispetto al secondo semestre del 1987 (tav. 2). Le esportazioni sono aumentate in valore del 31 per cento in ragione d'anno, rispetto al semestre precedente, contro un incremento delle importazioni dell'11 per cento. La riduzione del disavanzo è avvenuta soprattutto nei confronti dei paesi in via di sviluppo e della CEE (tav. 2): escludendo la Germania federale, verso la quale il disavanzo, pur ridottosi, è ancora molto ampio (circa 12 miliardi di dollari), l'interscambio con gli altri paesi della Comunità risulta in pareggio.

L'andamento dei prezzi nei paesi industriali

L'attuale fase di espansione delle economie industriali si distingue sia per la lunga durata, sia per il moderato aumento dei prezzi. Nella precedente fase di espansione, tra il 1976 e il 1979, l'indice dei prezzi al consumo era aumentato in media di circa l'8 per cento all'anno nei sette principali paesi industriali, accompagnato da un tasso di sviluppo del 4,2 per cento. Dal 1983 al 1987 prezzi al consumo e reddito sono entrambi cresciuti al tasso del 3,5 per cento. Al raggiungimento di questo risultato hanno concorso l'efficace impiego delle politiche monetarie e l'accresciuta flessibilità dei mercati dei fattori e dei beni. La dinamica salariale è stata particolarmente moderata sia in termini nominali, sia in termini reali (4,6 e 1 per cento all'anno rispettivamente); il costo del lavoro per unità di prodotto del settore manifatturiero ha fatto registrare ritmi di aumento vicini all'1,2 per cento, contro il 5 per cento della ripresa precedente. Al contenimento delle pressioni inflazionistiche ha contribuito la flessione dei corsi delle materie prime.

La moderazione salariale è proseguita, in quasi tutti i paesi. Nei mesi più recenti, tuttavia, è riemerso il timore di un riaccendersi di pressioni inflazionistiche. Sebbene l'inflazione tendenziale, misurata su dodici mesi, si sia accentuata solo in maniera trascurabile, variazioni di più breve periodo hanno cominciato a mostrare tendenze all'accelerazione (fig. 1). Ad alimentare le aspettative di un possibile aumento dell'inflazione hanno contribuito due fattori di rischio: i livelli elevati di utilizzazione della capacità produttiva e il forte aumento dei costi di approvvigionamento delle materie prime non energetiche.

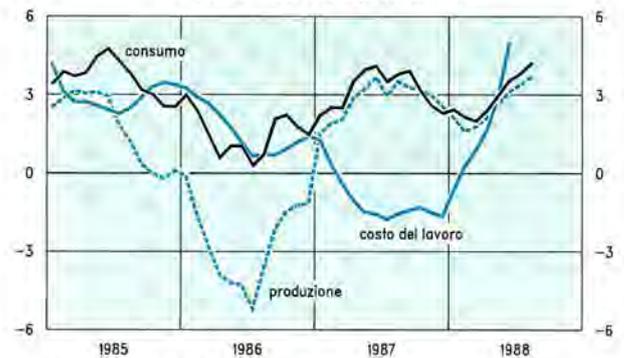
Secondo il FMI e l'OCSE, in alcuni tra i principali paesi industriali la capacità occupata sarebbe prossima al livello critico che, in presenza di una ulteriore accelerazione della domanda, stimolerebbe un aumento dell'inflazione. Tuttavia, considerando l'evoluzione relativa

L'attivo commerciale del Giappone è diminuito di circa 9 miliardi di dollari, quasi interamente per effetto del ridimensionamento in atto nei confronti degli Stati Uniti. Nella Germania federale, al contrario, l'attivo commerciale è cresciuto di circa 6 miliardi di dollari: quello con gli Stati Uniti si è ridotto di circa 3 miliardi; quello nei confronti dell'insieme degli altri paesi della CEE è ulteriormente aumentato.

Fig. 1

Prezzi al consumo, alla produzione e costo del lavoro per unità di prodotto nei principali paesi industriali

(variazioni percentuali su base annua rispetto ai sei mesi precedenti)



Fonti: OCSE e Bollettini nazionali

del reddito effettivo e di quello potenziale dal 1979, assunto come anno di picco, si osserva che lo scarto fra le due grandezze è ancora piuttosto ampio (fig. 2): nel periodo considerato il tasso percentuale annuo di crescita del reddito potenziale è stato del 2,8 negli Stati Uniti e del 2,4 nei quattro maggiori paesi europei, mentre il reddito effettivo è cresciuto a tassi medi annui del 2,5 e del 2,1 per cento rispettivamente. A mitigare il vincolo della capacità produttiva concorre il recente, forte impulso degli investimenti. I previsti ritmi di crescita nei paesi industriali non dovrebbero quindi necessariamente pregiudicare l'obiettivo di un'inflazione contenuta.

Il secondo fattore di rischio è rappresentato dall'ascesa dei prezzi in dollari delle materie prime, iniziata alla fine del 1986, proseguita fino al secondo trimestre

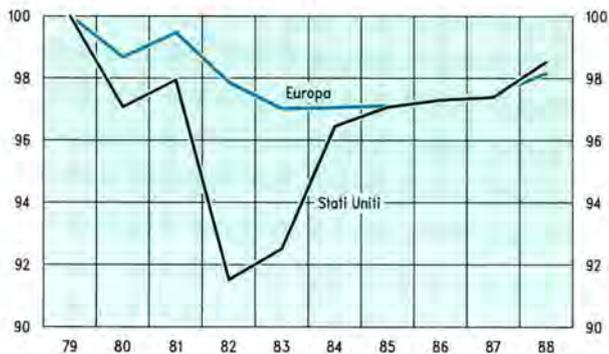
I dati più recenti indicano, per i mesi di luglio e agosto, il proseguimento, a ritmo più lento, della riduzione del disavanzo americano (21,7 miliardi di dollari nei due mesi estivi, contro 29 dell'anno precedente), e un nuovo incremento dell'attivo commerciale del Giappone (15,1 miliardi contro 14,7) e della Germania federale (10,9 contro 8,9).

I saldi delle partite correnti dei primi due trimestri del 1988 mostrano segni di parziale riequi-

Fig. 2

Scarti del reddito effettivo da quello potenziale negli Stati Uniti e nei 4 principali paesi della Comunità Europea (*)

(indici 1979 = 100)



Fonti: Elaborazioni su dati FMI e OCSE

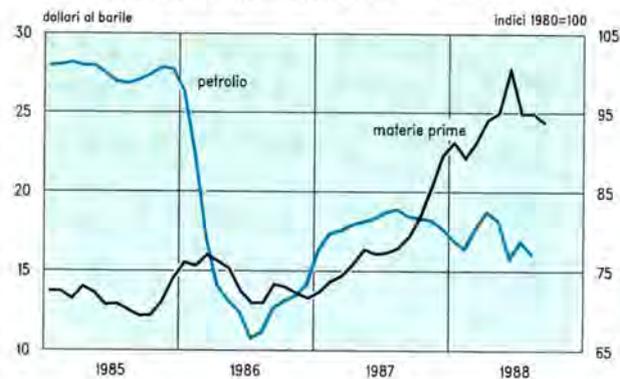
(*) L'indicatore rappresenta il livello del reddito effettivo in percento di quello potenziale. Si assume che nel 1979 vi sia pieno impiego della capacità.

di quest'anno (fig. 3) e unitasi, dal mese di maggio, all'apprezzamento del dollaro. La rilevanza di questi effetti è difficilmente prevedibile a causa dei mutamenti strutturali intervenuti, negli anni più recenti, nelle relazioni tra i prezzi dei beni finali e quelli delle materie prime. Inoltre, tali effetti potrebbero essere, almeno in parte, compensati dall'indebolimento dei corsi di queste ultime dal mese di luglio, a cui hanno contribuito la riduzione dei prezzi dei metalli e, in seguito al normalizzarsi della situazione meteorologica nel Nordamerica, dei cereali. Nonostante i trascorsi aumenti, i prezzi delle materie prime non energetiche, deflazionati con i prezzi all'esportazione dei manufatti dei paesi industriali, restano sostanzialmente al di sotto, circa il venti per cento,

di quelli prevalenti all'inizio degli anni ottanta. Nell'attuale fase di espansione, pertanto, il deterioramento delle ragioni di scambio dei paesi industriali è stato minore che non in quella precedente.

Fig. 3

Prezzi delle materie prime non energetiche e del petrolio nei principali paesi industriali



Fonti: HWWA, OCSE e Bollettini nazionali

L'evoluzione del prezzo del greggio, che si è differenziata da quella delle altre materie prime, non implica spinte inflazionistiche. Dopo la caduta iniziata alla fine del 1985 e terminata col minimo di luglio 1986 (10,7 dollari al barile, sulla base dell'indice OCSE del prezzo all'importazione), il prezzo ha preso ad aumentare, per raggiungere a metà del 1987 valori prossimi ai 18 dollari. Nei mesi successivi il prezzo del greggio ha oscillato solo lievemente, mentre dalle ultime settimane ha cominciato nuovamente a indebolirsi, raggiungendo una quotazione inferiore ai 12 dollari.

librio. Negli Stati Uniti la riduzione del disavanzo è stata di entità più modesta rispetto a quella registrata nel comparto commerciale, a causa del forte deterioramento nel saldo delle transazioni invisibili, determinato in parte dalla crescente posizione debitoria netta accumulatasi negli ultimi anni (oltre 400 miliardi di dollari): il saldo delle partite correnti del primo semestre è stato pari a 140 miliardi di dollari in ragione d'anno, inferiore

di solo 10 miliardi rispetto ai sei mesi precedenti. In Giappone l'attivo è sceso a 76 miliardi, 11 miliardi in meno rispetto al secondo semestre dello scorso anno. Nella Germania federale, invece, è salito a un livello prossimo ai 48 miliardi di dollari.

L'evoluzione mensile del saldo commerciale americano ha influito in misura rilevante sull'atteggiamento degli operatori nei confronti del dol-

Tav. 2

Saldi commerciali e partite correnti
(miliardi di dollari su base annua)

PAESI	Saldi correnti			Saldi commerciali					
				Totali			di cui: nei confronti degli Stati Uniti (3)		
	1987		1988	1987		1988	1987		1988
	I	II	I	I	II	I	I	II	I
Paesi industriali	-40,0	-67,3	-52,0	-83,6	-89,2	-105,2	97,2	102,8	78,0
<i>di cui:</i> Stati Uniti	-157,0	-151,0	-140,6	-168,8	-171,7	-139,9	—	—	—
Giappone	87,6	86,6	75,6	96,8	95,9	87,0	59,5	60,2	51,9
CEE	39,6	38,4	37,0	-10,0	6,6	-16,8 (1)	21,6	27,0	12,1
<i>di cui:</i> Germania federale	46,8	42,4	48,3	64,0	66,7	72,3	16,4	16,2	12,8
Francia	-1,9	-6,4	2,3	-9,7	-8,9	-7,5	2,8	3,7	2,8
Italia	-2,3	0,2	-7,8	-7,2	-9,2	-8,7	5,4	6,9	5,2
Regno Unito	2,3	-7,8	-20,4	-11,3	-20,8	-30,3	3,2	4,6	0,1
Paesi in via di sviluppo	-6,2	19,5	n.d.	49,9	63,3	n.d.	63,2	72,8	55,9
<i>di cui:</i> Nics (2)	32,0	28,9	n.d.	10,6	24,1	n.d.	35,5	39,9	27,8

Fonti: OCSE, e Bollettini nazionali. I dati sui saldi commerciali nei confronti degli Stati Uniti sono di fonte *US Department of Commerce*.

(1) I trimestre. — (2) Paesi di recente industrializzazione dell'Estremo Oriente: Corea del Sud, Hong Kong, Singapore e Taiwan. — (3) Dati non destagionalizzati.

laro. Dopo una fase di lieve deprezzamento fra marzo e aprile, dal mese di maggio i segnali positivi provenienti dall'interscambio commerciale e l'aumento dei tassi d'interesse hanno rafforzato la valuta statunitense, che si è apprezzata nei confronti del marco e, più moderatamente, dello yen (10 e 7 per cento, rispettivamente, fra aprile e luglio; fig. 2). Nei mesi di agosto e settembre il dollaro ha oscillato intorno a valori compresi tra 1,84-1,92 marchi e 133-139 yen. In quest'arco di tempo sono stati effettuati interventi, soprattutto da parte delle banche centrali europee e della Riserva federale, volti a evitare un apprezzamento del dollaro eccessivo che potesse compromettere il processo di riequilibrio. Nonostante ciò, nei primi otto mesi dell'anno, il dollaro si è apprezzato di circa il 5 per cento in termini effettivi. Dato il più elevato tasso d'inflazione dei prezzi all'ingrosso dei manufatti americani rispetto a quello dei principali concorrenti, l'apprezzamento reale è stato superiore al 6 per cento. Nello stesso arco di tempo i tassi di cambio effettivi reali dello yen e del marco si sono deprezzati dell'1,7 e 2,9 per cento, rispettivamente; si

è così temporaneamente arrestata la tendenza all'apprezzamento iniziata nel 1985.

Dalla seconda settimana di ottobre, in seguito alla pubblicazione dei dati sull'interscambio americano, il dollaro è scivolato al di sotto di 1,80 marchi e 127 yen.

Fig. 2

Tassi di cambio bilaterali del dollaro (1)
(indici gennaio 1987 = 100)



(1) I cambi bilaterali sono espressi in unità di valuta per dollaro.

Fig. 3

**Scarti delle quotazioni di mercato
rispetto alle parità dello SME**
(valori percentuali, dati di fine settimana)



Nello SME, i tassi di cambio si sono mossi in linea con l'andamento delle variabili fondamentali, senza scostamenti di rilievo dall'andamento dei prezzi relativi. In linea con l'accordo di Basilea-Nyborg, è stata consentita maggiore flessibilità di movimento all'interno della banda di fluttuazione, in modo da tener conto dell'evoluzione del mercato e meglio contrastare eventuali pressioni speculative. Nel mese di marzo, in occasione delle scadenze elettorali in Francia, le pressioni al ribasso sul franco sono state assecondate da un temporaneo scivolamento della valuta francese nella parte inferiore della banda ristretta; la lira è scesa su un livello inferiore di circa 3 punti percentuali rispetto al centro della banda (fig. 3). Successivamente, con il modificarsi delle condizioni di mercato, a cui ha contribuito il rafforzamento del dollaro, il franco francese e la lira sono risaliti verso il centro della banda.

Dai primi di luglio il movimento in senso opposto dei tassi d'interesse nella Germania federale e in Francia ha prodotto una riduzione del

loro differenziale nominale di circa 2,5 punti percentuali. Sebbene la riduzione del divario sia stata inferiore in termini reali, ciò ha innescato un movimento al ribasso sul franco francese nella seconda metà di agosto. L'aumento del tasso ufficiale tedesco di mezzo punto il 25 agosto, anche se accompagnato da un contemporaneo incremento negli altri paesi aderenti agli Accordi di cambio, determinava un ulteriore apprezzamento del marco. L'atteggiamento flessibile delle autorità consentiva tuttavia di riassorbire rapidamente la speculazione: dopo aver sfiorato la quota di 3,41 franchi e 748 lire per marco nella prima settimana di settembre, la valuta francese e quella italiana si sono successivamente rafforzate, grazie anche agli interventi effettuati dalle banche centrali. Dalla seconda settimana di settembre la lira si è progressivamente rafforzata, tornando a metà ottobre su un livello del 2,5 per cento inferiore al centro della banda di fluttuazione (fig. 3).

Nel mese di ottobre il franco francese subiva nuove pressioni al ribasso, dovute in parte alle in-

certezze sull'esito delle contrattazioni salariali nel settore pubblico. Le autorità monetarie di quel paese hanno rialzato il tasso d'intervento dal 7 al 7,25 per cento.

Il cambio della sterlina è stato caratterizzato da una forte variabilità. Dopo essersi fortemente apprezzata nei primi cinque mesi, nei confronti sia del dollaro sia del marco, la valuta inglese è scesa nei due mesi successivi, in seguito alla pubblicazione di dati che segnalavano un rapido deterioramento del saldo commerciale (il disavanzo è più che raddoppiato nel primo semestre del 1988, rispetto al semestre corrispondente del 1987, risultando pari a circa il 5 per cento del prodotto). Il forte aumento dei tassi d'interesse a breve, attuato per contrastare l'accelerazione della domanda interna e le pressioni inflazionistiche, riportava il valore della sterlina oltre i 3,22 marchi a metà agosto; a settembre essa riscendeva nuovamente verso i 3,10 marchi.

I mercati finanziari internazionali e il problema del debito

La crescita delle economie industriali e la ripresa del finanziamento degli squilibri correnti attraverso capitali privati hanno dato impulso ai mercati internazionali dei capitali. Nei primi sei mesi dell'anno i finanziamenti lordi sono stati pari a 194 miliardi di dollari, oltre il 20 per cento in più rispetto al primo semestre dello scorso anno (tav. 3). Le emissioni di obbligazioni sono aumentate, invertendo la tendenza al ridimensionamento che si era manifestata nell'ultimo biennio in seguito ai timori di insufficiente liquidità del mercato. L'attività internazionale delle banche ha continuato a svilupparsi a ritmi elevati e i crediti erogati sono aumentati di quasi il 40 per cento rispetto al primo semestre del 1987.

Tav. 3

Mercati internazionali dei capitali (miliardi di dollari)

VOCI	1986	1987	1987		1988
			I semestre	II semestre	I semestre
Emissioni lorde di obbligazioni (1)	228,1	180,8	102,2	78,6	119,3
di cui: a tasso variabile	51,1	11,2	3,9	7,3	7,4
equity-related	26,9	39,3	17,1	22,2	19,4
Crediti sindacati (2)	63,2	95,4	42,3	53,1	58,0
Back-up facilities (3)	30,0	31,2	11,8	19,4	16,5
Totale finanziamenti lordi	321,3	307,4	156,3	151,1	193,8

Composizione percentuale per paesi prenditori

Area OCSE	89,0	86,4	85,5	87,3	91,1
di cui: USA	15,2	14,9	15,2	14,6	15,3
Paesi OPEC	1,5	0,9	0,9	0,9	0,6
Altri PVS	4,6	7,5	9,0	6,0	4,8
Europa orientale	1,2	1,2	1,2	1,2	0,6
Altri	3,7	4,0	3,4	4,6	2,9

Fonti: OCSE.

(1) Emissioni sull'euromercato ed emissioni estere sui mercati nazionali. — (2) Eurocrediti e crediti esteri a medio e a lungo termine annunciati. — (3) Linee di credito concesse in appoggio all'emissione dei titoli.

Nel complesso, dopo il crollo delle borse, non si è concretizzata l'aspettativa di un ridimensionamento del processo di *securitization* dell'attività finanziaria internazionale. Si è tuttavia accentuata la tendenza che favorisce i prenditori di fondi più affidabili. La quota di fondi raccolti dai paesi industriali è aumentata rispetto al biennio precedente, superando il 90 per cento.

La ripartizione per valuta del mercato non ha subito mutamenti sensibili. Nel primo semestre le emissioni di obbligazioni denominate in dollari hanno rappresentato circa il 30 per cento del totale, come nel 1987; seguono il franco svizzero (13 per cento), la sterlina (12 per cento), lo yen (10 per cento) e il marco (9 per cento). La quota dell'ECU è rimasta intorno al 5 per cento. Un impulso al mercato dell'ECU dovrebbe provenire dalle emissioni programmate dal Tesoro britannico, la prima delle quali, per un ammontare di 500 milioni, ha avuto luogo in ottobre: i nuovi titoli, per la loro breve scadenza (da 1 a 6 mesi) e le loro caratteristiche di liquidità accresceranno lo spessore e l'efficienza del mercato dell'ECU, la cui maggiore quota è rappresentata dai titoli emessi dal Tesoro italiano.

I paesi in via di sviluppo maggiormente indebitati continuano a incontrare notevoli difficoltà nel reperire prestiti sui mercati internazionali. Secondo stime del FMI, nel 1988 il contributo netto fornito dalle banche commerciali dovrebbe risultare negativo, per il quarto anno consecutivo. L'esposizione delle banche dichiaranti alla BRI nei confronti dei 15 paesi altamente indebitati, calcolata a tassi di cambio costanti, si è ridotta di 4 miliardi di dollari nel primo trimestre di quest'anno, dopo una contrazione di 10 miliardi nel 1987. Questo andamento non è stato compensato da una crescita dei finanziamenti netti di fonte pubblica, che, pur mantenendosi positivi, dovrebbero ridursi, da 14,5 miliardi di dollari nel 1987 a 9 nell'anno in corso.

La strategia per affrontare la questione del debito si basa sull'attuazione di programmi di aggiustamento nei paesi debitori, sull'erogazione, secondo un approccio caso per caso, di nuovi finanziamenti di fonte pubblica e privata, su un favorevole sviluppo delle economie industriali. Essa è

riuscita a evitare crisi gravi, ma la situazione rimane nel complesso preoccupante. Sebbene la crescita nei paesi industriali sia stata negli ultimi tre anni superiore a quanto inizialmente ritenuto necessario al successo dell'operazione, la discontinuità nell'applicazione dei programmi di risanamento da parte dei paesi debitori e l'indisponibilità delle banche commerciali ad accordare nuovi finanziamenti non hanno consentito di avviare a superamento il problema del debito. Notevoli difficoltà continuano a ostacolare i negoziati fra i paesi debitori e gli organismi internazionali. Fa eccezione il Brasile, che ha di recente raggiunto un accordo con il FMI per un finanziamento *stand-by* per oltre 1,1 miliardi di DSP, e concordato un piano finanziario con le banche commerciali che prevede il riscadenzamento di crediti per 61 miliardi di dollari e la concessione di 5 miliardi di nuovi prestiti. Il piano comprende un'ampia varietà di opzioni per le banche, fra cui l'emissione di *exit bonds* (titoli a lungo termine ceduti in cambio di prestiti già in essere che consentono alle banche di essere escluse da futuri pacchetti di nuovi finanziamenti) e *new money bonds* (obbligazioni emesse dallo Stato e vendute alle banche a valere sui nuovi finanziamenti concessi nell'ambito del pacchetto finanziario). Questi strumenti erano già inclusi in passato in altri programmi di ristrutturazione del debito, ma avevano avuto portata limitata. Al Messico è stato concesso dal governo americano un prestito ponte, collegato a futuri programmi di finanziamento della Banca Mondiale e del FMI, che consentirà di agevolare il finanziamento del maggior disavanzo estero provocato dal calo del prezzo del petrolio.

Nel primo semestre dell'anno si è accentuata la tendenza, in atto dal 1987, a una rapida crescita degli scambi sul mercato secondario dei prestiti ai paesi debitori. Vi hanno contribuito in modo significativo lo sviluppo di programmi di *debt-equity swap*, da parte di paesi quali l'Argentina e il Brasile, e la partecipazione di un numero crescente di banche americane che, avendo rafforzato la loro posizione patrimoniale in seguito agli accantonamenti effettuati gli scorsi anni, hanno cominciato a operare attivamente sul mercato. I valori scambiati nella prima metà del 1988 sono stati pari a 2,8 miliardi di dollari, il 20 per cento

I mercati azionari a un anno dalla crisi

Dopo la crisi dell'ottobre dello scorso anno, le quotazioni azionarie sui principali mercati hanno registrato, nel corso del 1988, un recupero, pur rimanendo, fatta eccezione per il Giappone, su livelli notevolmente inferiori ai massimi raggiunti nell'estate del 1987 (fig. 1). La ripresa dei corsi ha ricevuto impulso dalla crescita superiore al previsto delle economie dei paesi industriali, che ha favorevolmente influito sulla redditività delle imprese. A New York e a Londra, l'indice di borsa, che sul finire del 1987 aveva subito perdite dell'ordine del 30 per cento, ha recuperato oltre un quarto del terreno perduto, riportandosi ad agosto sui livelli dell'inizio del 1987. La Borsa di Parigi, invece, nonostante il miglioramento nel corso di quest'anno, rimane ben al di sotto dei livelli raggiunti nei primi mesi dello scorso anno. Nel mercato azionario di Francoforte la ripresa è stata minima. In Italia, l'andamento della Borsa ha risentito negativamente della contrazione della raccolta dei fondi comuni di investimento; tuttavia, a partire dal giugno scorso, si è manifestata una tendenziale crescita dei corsi azionari. Solo la Borsa di Tokyo è stata caratterizzata da una impennata delle quotazioni. Esse hanno registrato, nell'agosto scorso, un nuovo massimo, grazie alla crescita dell'economia giapponese, alla elevata liquidità degli investitori e al sostegno ai corsi fornito dai grandi operatori in titoli.

contabili che inducono a sottostimare gli utili delle società, il volume limitato di titoli trattati sul mercato secondario, la prevalenza nelle strategie delle imprese di obiettivi di difesa di quote di mercato piuttosto che di redditività immediata, che rendono meno significativi gli indici basati sui profitti correnti.

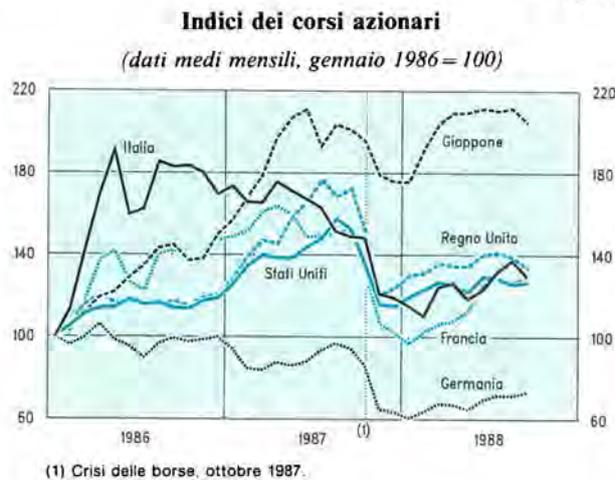
Tav. 1

Andamento del rapporto prezzo/utigli delle azioni nei principali mercati (1)
(dati di fine periodo)

PAESI	1987			1988		
	Set.	Ott.	Dic.	Mar.	Giu.	Ago.
USA	20,0	14,8	14,4	14,0	13,7	11,3
Giappone	64,0	57,1	52,7	61,3	57,5	50,8
Gran Bretagna	17,0	12,5	11,8	11,7	12,0	10,4
Germania fed.	15,8	12,7	10,7	11,7	13,5	13,8
Francia	16,1	12,1	10,0	9,8	10,9	10,8
Italia	17,6	14,9	12,7	13,4	13,1	13,0

Fonte: Morgan Stanley, International Perspective.
(1) Utili da bilanci consolidati. Indici basati sul campione Morgan Stanley.

Fig. 1



Gli alti livelli sul mercato giapponese del rapporto prezzo/utigli (price/earnings) delle azioni (tav.1) sono spiegati da fattori strutturali, come le pratiche fiscali e

Il differenziale tra il rendimento delle obbligazioni a medio e a lungo termine e il rapporto dividendo/prezzo (dividend yield) delle azioni, che aveva raggiunto livelli elevati prima della crisi, è decisamente diminuito su tutti i mercati sino all'inizio dell'anno in corso, data la significativa contrazione dei corsi azionari. Questa «forbice» ha ripreso ad aprirsi sul finire del primo trimestre, in seguito al rialzo dei tassi d'interesse, ritornati sui livelli precedenti il crollo delle borse valori. Gli attuali differenziali, tuttavia, rimangono pur sempre inferiori di circa un punto percentuale rispetto ai valori registrati nell'estate dello scorso anno.

Nel complesso, i mercati azionari hanno dato dimostrazione di elasticità e solidità. Ciò ha affievolito il dibattito sulla regolamentazione delle Borse che si era aperto, soprattutto negli Stati Uniti, con la costituzione di commissioni di studio sulle cause e sulla dinamica della crisi dell'ottobre scorso (cfr. Bollettino Economico, n.10, febbraio 1988, p.16). Il buon andamento delle Borse ha favorito l'affermarsi di un orientamento più propenso a lasciare maggiore spazio ai mercati nel tro-

vare forme adeguate di autoregolamentazione. Questo atteggiamento traspare chiaramente sia dalle conclusioni del Gruppo di lavoro sui mercati finanziari, insediato dal Presidente Reagan (a cui partecipavano il Tesoro, la Federal Reserve, la Security and Exchange Commission (SEC) e la Commodity Futures Trading Commission (CFTC)), sia dai provvedimenti presi nei principali mercati azionari.

Nei mesi successivi alla crisi di ottobre, la discussione sui possibili provvedimenti di riforma delle Borse si era incentrata, in particolare negli Stati Uniti, sulle seguenti tematiche:

- a) l'opportunità di istituire un'unica agenzia con il compito di coordinare l'attività di supervisione e controllo dei diversi mercati azionari (a pronti, dei futures e delle options);
- b) l'introduzione di limiti alle variazioni di prezzo e di sospensioni coordinate delle transazioni (circuit breakers);
- c) la coerenza dei margini di garanzia sui diversi mercati e il loro livello.

La proposta di un super regulator, avanzata dal Rapporto Brady, che rispondeva al problema, posto in evidenza dalla crisi di ottobre, della stretta interrelazione tra i mercati dei titoli azionari e quelli dei prodotti «derivati» (futures e options), non ha ricevuto favorevole accoglienza. Il gruppo di lavoro presidenziale sui mercati finanziari è giunto alla conclusione che una più stretta collaborazione tra le diverse istituzioni preposte al controllo dei mercati azionari, all'interno dell'attuale struttura normativa, rappresenta una soluzione più efficace dell'introduzione di nuovi meccanismi di regolamentazione. Pertanto, il Gruppo ha proposto di rimanere in attività come organismo di coordinamento e di consulenza per i problemi di interrelazione tra i diversi mercati.

Un analogo provvedimento è stato preso, il 21 aprile scorso, dal Governo francese, che ha istituito un Comité de liaison entre les autorités du marché (cui partecipano la Banca di Francia, il Tesoro, il Comitato degli operatori di Borsa, il Consiglio della Borsa valori e il Consiglio del mercato a termine), con lo scopo di facilitare lo scambio di informazioni tra i diversi organismi e di assicurare un adeguato coordinamento delle politiche, soprattutto in periodi di instabilità dei mercati.

Ha ricevuto ampia applicazione il progetto di inserire, nei diversi mercati, meccanismi di circuit breakers,

nonostante che fosse stato espresso il timore che essi favoriscano situazioni di tensione tra gli operatori qualora le quotazioni si fossero approssimate ai limiti di «intervento».

Regole di interruzione delle transazioni in seguito a eccessive variazioni giornaliere dei prezzi sono attualmente in vigore nei principali mercati americani dei futures (Chicago Board of Trade (CBT) e Chicago Mercantile Exchange (CME)) e nei mercati a pronti. Al New York Stock Exchange (NYSE) è stata prevista l'interruzione dell'esecuzione automatica dei contratti di arbitraggio sugli indici di borsa, qualora il Dow Jones si discosti di oltre 50 punti dal livello di chiusura del giorno precedente. Inoltre, il 7 luglio di quest'anno, il NYSE e il CME, nell'ambito di una serie di misure tendenti a restituire agli investitori la fiducia nei mercati azionari, hanno proposto per un periodo sperimentale di un anno la simultanea interruzione delle contrattazioni se gli indici Dow Jones e Standard & Poor dovessero subire perdite eccessive. Questi ultimi provvedimenti, tuttavia, non sono stati ancora approvati dalla SEC e dal CFTC.

Nel Regno Unito lo Stock Exchange ha previsto la possibilità di interrompere l'utilizzo del sistema di esecuzione automatica delle transazioni, che entrerà in vigore entro il prossimo dicembre, qualora vi sia un'eccessiva volatilità delle quotazioni e ogniqualvolta le attrezzature elettroniche siano in difficoltà ad aggiornare i prezzi con immediatezza.

I margini di garanzia sui futures, sono stati alzati nel CBT e nelle borse giapponesi (rispettivamente, da 12.000 a 15.000 dollari e dal 50 al 70 per cento del valore del contratto); la Chambre de Compensation des Instruments Financiers de Paris (CCIFP), invece, data la recente riduzione della volatilità del mercato azionario, ha ridotto, nel luglio scorso i margini di garanzia dei futures sui titoli del Tesoro dal 5 al 4 per cento del valore del contratto, come pure il limite di fluttuazione dal 3 al 2 per cento, ripristinando i livelli applicati prima della crisi di ottobre. Alla fine dello scorso settembre, il CME e la Options Clearing Corporation hanno concordato la determinazione di un unico margine di garanzia, applicabile a quelle operazioni di copertura che vengono effettuate attraverso l'assunzione di posizioni sia sul mercato dei futures sia su quello delle opzioni sugli indici azionari (cross margining). Questo provvedimento, che deve essere approvato dal CFTC, accoglie le raccomandazioni del Rapporto Brady e di altre commissioni per accrescere la liquidità dei mercati.

in piú rispetto alla media del 1987. Le quotazioni rimangono tuttavia depresse e soggette ad ampie oscillazioni, a causa delle incertezze sulle prospettive di risanamento finanziario nei vari paesi.

Nell'ambito del Club di Parigi sono state definite nel settembre scorso le forme con le quali i paesi industriali potranno contribuire ad alleggerire il debito dei paesi piú poveri, secondo quanto concordato al vertice di Toronto. I paesi creditori

potranno scegliere, a seconda delle circostanze e delle esigenze specifiche, fra tre soluzioni: (i) l'annullamento immediato di un terzo dei crediti in essere e il consolidamento del restante ammontare in 14 anni, di cui 8 di grazia, a tassi di mercato; (ii) la ristrutturazione su un periodo di 25 anni, di cui 14 di grazia, a tassi di mercato; (iii) il consolidamento in 14 anni, di cui 8 di grazia, a tassi agevolati.

La congiuntura e la bilancia dei pagamenti in Italia

Una crescita vivace dell'attività produttiva ha caratterizzato la prima metà dell'anno. La domanda interna ha continuato a espandersi a un ritmo sostenuto. Sospinte dall'accelerazione della domanda mondiale, anche le esportazioni hanno contribuito in modo significativo alla crescita del prodotto lordo. Il disavanzo di parte corrente della bilancia dei pagamenti si è peraltro ampliato di circa 3.400 miliardi di lire, rispetto al primo semestre del 1987, prevalentemente a causa dell'andamento sfavorevole delle partite invisibili.

Particolarmente elevato è stato l'incremento dei consumi durevoli e degli investimenti fissi lordi. Fra questi ultimi, è proseguita la forte crescita della componente dei macchinari e mezzi di trasporto e si è avviata una ripresa delle costruzioni. Grazie alla rilevante e impreveduta espansione della domanda interna negli altri paesi industrializzati, si è determinata una maggiore sintonia del profilo ciclico dell'economia internazionale con quella italiana.

L'inflazione al consumo è rimasta stazionaria: il tasso di incremento tendenziale si è mantenuto intorno al 5 per cento fra gennaio e giugno. Quello dei prezzi all'ingrosso è invece salito dal 3,9 al 5 per cento da gennaio ad agosto. I costi unitari di produzione nel settore industriale sono risultati in accelerazione rispetto al 1987; la dinamica dei costi è stata maggiore di quella dei prezzi dell'*output*, diversamente da quanto era accaduto negli anni scorsi.

L'evoluzione dell'attività produttiva ha avuto un effetto positivo sull'occupazione, cresciuta non solo nel comparto dei servizi, ma anche nell'industria in senso stretto, nella quale si è così avuta un'inversione di tendenza rispetto al continuo decremento registratosi dal 1980 in poi. Il tasso di disoccupazione, in aumento nel primo semestre rispetto al corrispondente periodo del 1987, è lievemente disceso, in termini stagionalizzati, rispetto al semestre finale dello scorso anno.

La domanda interna e l'offerta industriale

La domanda interna, al netto della variazione delle scorte, ha registrato nei primi sei mesi dell'anno un aumento del 3,9 per cento in termini tendenziali.

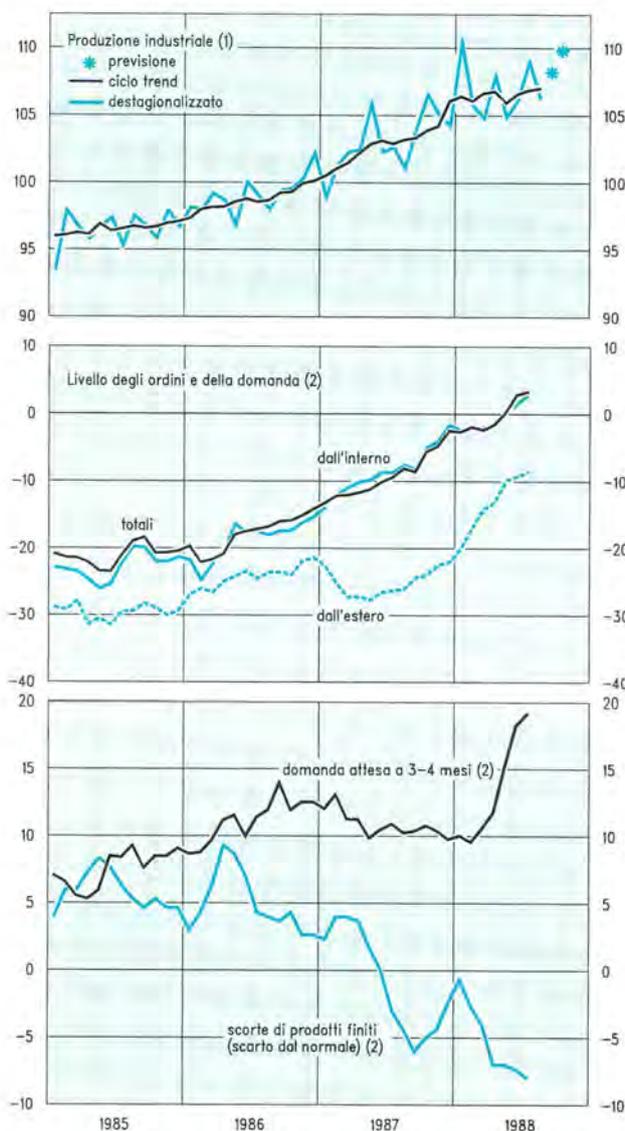
È proseguita nel primo semestre l'espansione dei consumi delle famiglie, con un tasso di incremento del 3,8 per cento rispetto al corrispondente periodo del 1987. L'impulso esercitato dal disavanzo pubblico e gli effetti, non ancora esauriti, del miglioramento delle ragioni di scambio ne hanno sostenuto l'andamento. Sulla base di stime preliminari, l'incremento del reddito disponibile sta superando quello registrato nel 1987. Come negli anni scorsi, la crescita maggiore si è avuta per i consumi di beni durevoli; le informazioni più aggiornate sulla domanda di autovetture segnalano nei primi nove mesi un incremento dell'8,2 per cento.

La dinamica degli investimenti fissi lordi si è mantenuta vivace; la crescita nel primo semestre è stata pari al 5,4 per cento in termini tendenziali. Essa è stata sostenuta dalle buone prospettive della domanda, dalle notevoli disponibilità finanziarie accumulate dalle imprese nel recente passato, dall'elevato livello di utilizzo della capacità produttiva. Dopo il forte sviluppo del 1987, il tasso di crescita degli investimenti in macchinari e mezzi di trasporto è rimasto ancora elevato. In espansione è risultata anche l'attività edilizia. L'indice delle «concessioni di edificare» relative ai fabbricati residenziali, che anticipa l'andamento degli investimenti in abitazioni, registrava un netto incremento già nel corso del 1987, dopo due anni di continue diminuzioni. I segnali di ripresa degli investimenti in costruzioni da parte delle imprese confermano l'accresciuta rilevanza degli investimenti per l'ampliamento della base produttiva.

La crescita della domanda, dall'interno e dall'estero, ha determinato un significativo incre-

Fig. 4

Produzione, domanda e scorte nell'industria



(1) Indice della produzione industriale, dati rettificati e destagionalizzati (1980 = 100); elaborazione su dati Istat. Il ciclo trend viene calcolato tramite media mobile a 5 termini centrata. Le previsioni sono basate sui consumi di elettricità. — (2) Medie mobili (di tre termini centrate) dei saldi mensili delle risposte degli operatori rilevate con l'indagine Isco-ME, dati destagionalizzati a eccezione delle scorte di prodotti finiti.

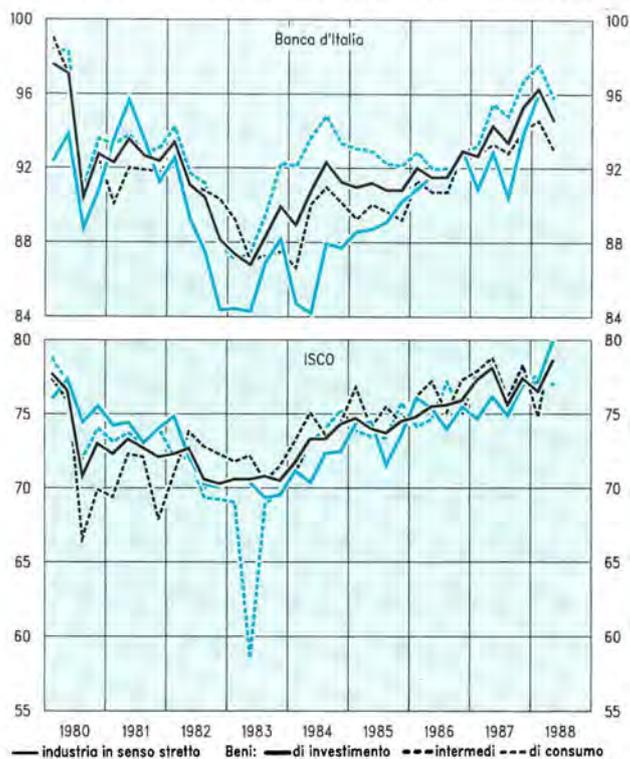
mento dell'attività industriale (fig. 4). Nei primi sei mesi dell'anno, l'indice della produzione industriale, rettificato e destagionalizzato, è aumentato del 2,6 per cento rispetto al semestre precedente e del 4,4 rispetto a quello corrispondente del 1987.

La dinamica è stata particolarmente accentuata nel primo trimestre, mentre nel secondo si è registrata una leggera flessione; dati preliminari e stime basate sui consumi elettrici segnalano peraltro una ripresa dell'attività produttiva nel terzo trimestre. Anche gli indicatori Isco-ME sugli ordinativi e la domanda attesa nell'industria confermano il permanere di un clima favorevole. Le scorte di prodotti finiti, decumulate nella prima parte dell'anno a fronte del vivace andamento della domanda, si mantengono su livelli inferiori a quelli considerati normali dagli operatori.

L'utilizzo della capacità produttiva è prossimo ai livelli massimi raggiunti all'inizio del 1980. Lo confermano sia l'indicatore elaborato dall'Isco sia quello della Banca d'Italia, pur entrambi caratterizzati da una accentuata erraticità nei dati trimestrali (fig. 5). La più ampia flessibilità dell'apparato industriale attenua tuttavia il rischio di strozzature dal lato dell'offerta.

Fig. 5

Grado di utilizzo della capacità produttiva (*)



(*) Metodo Wharton per l'indice Banca d'Italia.

Gli incrementi produttivi non hanno interessato uniformemente i vari settori industriali. La produzione nel comparto del tessile, dell'abbigliamento e delle calzature è risultata addirittura in diminuzione. I maggiori aumenti si sono avuti per le macchine per ufficio e per l'elaborazione dei dati, per gli strumenti di precisione, per l'estrazione e lavorazione dei minerali non metalliferi, per i mezzi di trasporto, per la carta, stampa ed editoria. Sul piano della destinazione economica, le produzioni più dinamiche sono risultate quelle dei beni finali d'investimento, degli intermedi destinati alla stessa industria e dei beni di consumo durevole.

L'occupazione, i costi di produzione e i prezzi

La fase di espansione produttiva ha portato a una crescita dell'occupazione; l'impiego complessivo di lavoro, nella media delle rilevazioni di gennaio, aprile e luglio sulle forze di lavoro, ha superato dell'1,5 per cento quello del periodo corrispondente del 1987. Il maggiore incremento si è avuto nel comparto dei servizi, a conferma del trend da tempo in atto, mentre è proseguita la flessione dell'occupazione agricola. Nell'industria in senso stretto, la crescita della produzione — che negli anni precedenti aveva già portato all'incremento delle ore lavorate pro-capite, con una espansione, in particolare, del ricorso allo straordinario, ma non aveva arrestato il declino dei livelli occupazionali — ha ora determinato un incremento anche di questi ultimi (1,9 per cento sul corrispondente periodo del 1987). Più ampio risulta il contributo positivo del settore se si considera la riduzione del ricorso alla Cassa integrazione guadagni (–17 per cento circa nei mesi da gennaio a maggio rispetto al periodo corrispondente). In sensibile decremento è stato anche il numero di ore integrate in edilizia (–31 per cento circa nei primi cinque mesi dell'anno), per effetto della ripresa dell'attività produttiva nel settore.

La crescita della domanda di lavoro ha determinato una lieve discesa del tasso di disoccupazione che, in termini destagionalizzati, si è portato al 12 per cento nel primo semestre. Considerando anche gli addetti equivalenti alle ore concesse di Cassa integrazione, il tasso di disoccupazione è stato pari al 13,1 per cento nel primo trimestre dell'anno, in flessione rispetto al livello massimo del 13,5 del terzo trimestre 1987 (tav. a14). Tale

evoluzione è tanto più significativa in quanto non è legata a un arresto della crescita dell'offerta di lavoro. Questa si è infatti incrementata di quasi 400 mila unità, nella media delle rilevazioni di gennaio ed aprile, rispetto al corrispondente periodo dell'anno precedente, con un tasso di crescita (1,6 per cento), più elevato di quello registrato nel 1987. Sottostanti questo andamento vi sono gli aumenti sia della popolazione in età attiva (1 per cento per quella tra 14 e 64 anni) sia del tasso di partecipazione femminile (da 34,5 a 34,9 per cento con riferimento alla popolazione con più di 14 anni). Con la prima metà degli anni novanta, la componente demografica dovrebbe progressivamente ridursi, con un'inversione dell'andamento della popolazione nelle classi centrali di età.

Sempre più differenziata è però la situazione tra le varie aree geografiche; la disoccupazione è concentrata nelle regioni meridionali, dove continua ad accrescersi in maniera rilevante, per la più ampia dinamica demografica e per il meno soddisfacente andamento della domanda di lavoro. Nelle regioni settentrionali, al contrario, il tasso di disoccupazione risulta in lento declino già da diverso tempo, nonostante la prosecuzione della crescita del tasso di partecipazione (tav. 4).

Tav. 4

Tasso di disoccupazione e tasso di attività per aree geografiche

ANNI	Nord	Centro	Sud	Italia
Tasso di disoccupazione				
1984	8,1	9,1	13,6	10,1
1985	8,0	9,2	14,2	10,3
1986	8,0	9,7	16,5	11,1
1987	7,8	9,7	19,2	12,0
1987 (*)	7,8	9,7	19,0	11,8
1988 (*)	6,9	10,0	20,5	12,0
Tasso di attività				
1984	43,6	41,8	36,5	40,7
1985	43,5	42,3	37,0	40,9
1986	44,1	42,6	37,7	41,5
1987	44,5	42,5	38,0	41,8
1987 (*)	44,5	42,5	38,1	41,7
1988 (*)	44,9	43,2	38,6	42,3

Fonte: Elaborazioni su dati Istat. Rilevazione campionaria delle forze di lavoro.
(*) Media del periodo gennaio-luglio.

Nel primo semestre l'incremento delle retribuzioni minime contrattuali è stato prossimo, per la generalità dei rami dell'industria in senso stretto, al 6 per cento rispetto al corrispondente periodo del 1987; per l'edilizia si sono avuti valori leggermente più elevati, per il fatto che in questo settore il contratto è stato rinnovato soltanto verso la fine dell'anno passato. Nell'Amministrazione Pubblica, gli aumenti contrattuali sono stati notevolmente maggiori (13 per cento circa nei primi sei mesi); nella seconda parte dell'anno, inoltre, dovrebbero cominciare a prodursi gli effetti dei rilevanti incrementi decisi in favore del personale della scuola. Va tuttavia rammentato che nel corso del 1987 erano state corrisposte ai dipendenti pubblici cospicue somme a titolo di arretrati, poiché gli adeguamenti economici previsti dai nuovi contratti decorrevano dall'inizio dell'anno precedente; pertanto, il tasso di crescita delle retribuzioni effettive fra il primo semestre del 1987 e il primo semestre di quest'anno è risultato più contenuto di quello delle retribuzioni contrattuali. Anche nel settore privato, e in particolare nell'industria in senso stretto, la contrattazione integrativa aziendale sta innalzando la dinamica salariale. La crescita delle retribuzioni pro-capite è inoltre determinata dal diffuso ricorso allo straordinario. Il costo del lavoro dovrebbe procedere a un ritmo leggermente più elevato delle retribuzioni, a causa sia di alcuni ritocchi alle aliquote dei contributi sociali a carico delle imprese, decisi dal Governo all'inizio dell'estate, sia del sistema di fiscalizzazione degli oneri sociali in cifra fissa pro-capite.

Per la trasformazione industriale, gli indicatori dei prezzi degli *inputs* di provenienza estera segnalano un'accentuazione delle spinte sui costi, con l'eccezione dei prezzi dei prodotti energetici, ridottisi del 10 per cento circa nel primo semestre dell'anno, rispetto al periodo corrispondente del 1987. In forte crescita, invece, sono risultati i prezzi delle materie prime non energetiche, incrementatisi nello stesso periodo del 17 per cento, a causa del forte rialzo delle quotazioni internazionali in dollari registrato dalla seconda metà del 1987. Nonostante che il rialzo si sia ormai arrestato, un effetto negativo deriverà dal recente deprezzamento della lira nei confronti del dollaro.

In crescita sono risultati anche i prezzi degli *inputs* di provenienza interna, in particolare per la componente dei servizi; sempre nel primo seme-

stre, rispetto al periodo corrispondente del 1987, l'aumento per gli *inputs* totali è stato così superiore al 5 per cento.

Tenuto conto dell'andamento del costo del lavoro e della produttività, il tasso tendenziale di incremento dei costi unitari variabili nell'industria si collocherebbe intorno al 5 per cento.

L'aumento dei prezzi dell'*output* è stato inferiore, con un'inversione di segno del divario registrato negli ultimi anni tra l'incremento dei prezzi e quello dei costi unitari. I margini conseguiti dal settore della trasformazione industriale all'indomani del contro *shock* petrolifero, allorché i prezzi sono decelerati più lentamente dei costi, hanno finora consentito alle imprese di assorbire una parte dei rialzi dei costi (tav. 5).

Tav. 5

Costi unitari variabili e prezzi finali nella trasformazione industriale

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

VOCI	1986	1987		1988 (1)
	Anno	Anno	II sem.	I sem.
Prezzi degli inputs:				
Interni	-1,4	4,0	6,3	4,0
di cui: servizi	3,7	6,2	7,1	5,8
Esteri	-7,5	-1,4	2,6	7,9
di cui: energia	-51,4	-5,9	24,7	-9,6
materie prime non energetiche	-5,9	-2,5	2,5	17,0
Totali	-3,7	2,0	5,0	5,3
Costo del lavoro				
per unità di prodotto ...	3,2	1,8	2,8	4,5
Costi unitari variabili	-0,2	1,9	3,8	4,9
Prezzo dell'output	2,9	2,3	2,8	3,8

(1) Dati provvisori e, per la componente estera, stimati.

Misurata sui prezzi al consumo, l'inflazione si è mantenuta nella prima metà dell'anno su un tasso tendenziale intorno al 5 per cento. I dati relativi ai mesi estivi sull'indice del costo della vita non segnalano accelerazioni, nonostante i provvedimenti governativi in tema di imposte indirette, a regime da agosto. Il ritmo di crescita dei prezzi dei beni e servizi amministrati è risultato inferiore a quello dei prodotti «liberi», grazie soprattutto ai moderati incrementi delle tariffe pubbliche che,

nei primi sette mesi dell'anno, sono cresciute del 4,1 per cento rispetto al periodo corrispondente del 1987. Fra i prodotti non sottoposti a regime di controllo o sorveglianza, gli aumenti maggiori si sono avuti per i beni non alimentari e, ancor più, per i servizi.

La bilancia dei pagamenti di parte corrente

Nel primo semestre del 1988 le partite correnti della bilancia dei pagamenti hanno registrato, secondo dati provvisori e non depurati dalla stagionalità, un disavanzo di 4.900 miliardi; rispetto ai primi sei mesi del 1987 il deficit si è ampliato di circa 3.400 miliardi (tav. 6).

Tav. 6

Partite correnti della bilancia dei pagamenti economica (saldi in miliardi di lire)

VOCI	1987		1988
	Anno	I sem.	I sem.
Per memoria:			
Merci (cif-fob)	- 11.142	- 7.089	- 8.279
Merci (fob-fob)	141	- 1.671	- 2.498
Servizi e Trasferimenti	- 1.427	155	- 2.415
Viaggi all'estero	9.902	4.411	3.454
Redditi da capitale	- 8.573	- 4.426	- 4.726
Trasferimenti pubblici	- 2.961	- 262	- 789
Altri	205	432	- 354
Totale	- 1.286	- 1.516	- 4.913

L'evoluzione dei flussi commerciali è stata determinata in misura largamente prevalente dall'espansione della domanda all'estero e in Italia, risultando invece modesti gli impulsi derivanti dal mutamento delle convenienze relative. Il disavanzo dell'interscambio mercantile è peggiorato di 800 miliardi rispetto alla prima metà del 1987. Il saldo *cif-fob*, secondo i dati doganali, è risultato negativo per 8.279 miliardi, con un peggioramento, rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, di circa 1.200 miliardi (1). A una riduzione del disavanzo energetico, dovuta al calo del prezzo del greggio e alla flessione delle quantità

importate, si è contrapposto un peggioramento del saldo degli altri settori.

Il contributo positivo del turismo si è contratto di 1.000 miliardi, mentre il disavanzo dei redditi da capitale si è ampliato di 300 miliardi rispetto al periodo corrispondente. Nel complesso, il saldo dei servizi e trasferimenti ha chiuso il semestre con un passivo di 2.400 miliardi, peggiorando di 2.550 miliardi rispetto ai primi sei mesi del 1987.

Secondo i dati doganali, nei primi cinque mesi dell'anno le esportazioni in quantità sono cresciute del 5,1 per cento, rispetto ai cinque mesi corrispondenti del 1987, a fronte di un incremento del 6,1 per cento delle importazioni. Nello stesso periodo, le ragioni di scambio sono rimaste pressoché invariate, a sintesi di uno sviluppo dei valori unitari pari al 3,5 e al 3,6 per cento, rispettivamente, per i flussi esportati e importati. In giugno le esportazioni in valore hanno registrato un aumento del 15 per cento sul mese corrispondente dello scorso anno, a fronte di un incremento dei flussi importati pari al 14 per cento. Nel primo semestre, sulla base di una stima dell'andamento dei valori medi unitari in giugno sostanzialmente in linea con la dinamica di maggio, si perviene ad una crescita tendenziale delle quantità esportate pari a oltre 6 punti percentuali, mentre i volumi importati sarebbero cresciuti a un tasso attorno al 7 per cento, stante l'invarianza delle ragioni di scambio (tav. 7).

L'accelerazione delle esportazioni riflette quella della domanda mondiale, in atto dalla seconda metà del 1987 a ritmi nettamente superiori alle previsioni.

Nella prima parte dell'anno l'aumento della domanda interna nei maggiori paesi industriali ha superato lo sviluppo della domanda interna in Italia, annullando il differenziale di crescita in favore dell'Italia. Il graduale modificarsi del ciclo relativo ha creato maggiori spazi per l'espansione delle esportazioni italiane, limitati dall'elevato grado di utilizzo raggiunto dalla capacità produttiva, consentendo contestualmente una crescita dei prezzi all'esportazione, incentivata dall'andamento non sfavorevole della competitività.

(1) I dati doganali aggregati sull'interscambio mercantile nel 1987, ai quali si fa qui riferimento, sono quelli, definitivi, usati nella Relazione generale sulla situazione economica del Paese.

Tav. 7

**Interscambio commerciale:
valori, prezzi, quantità**
(variazioni percentuali)

VOCI	I sem. 87 I sem. 86	I sem. 88 I sem. 87
Esportazioni		
Valore	-4,0	10,0
Valore medio unitario (1) ..	-0,5	3,7
Quantità (1)	-3,8	6,1
Importazioni		
Valore	-0,7	10,6
Valore medio unitario (1) ..	-7,9	3,7
Quantità (1)	7,8	6,7
Ragione di scambio (1)	8,0	—

(1) Dati in parte stimati.

Nei primi sei mesi dell'anno, la dinamica dei volumi scambiati è stata influenzata solo moderatamente dalla variazione della competitività, migliorata dello 0,3 per cento sul semestre corrispondente, sia rispetto ai 13 principali competitori, sia nei confronti dei paesi CEE. Facendo tuttavia riferimento al semestre terminante a marzo 1988, per meglio cogliere gli effetti ritardati del cambio reale sui flussi commerciali, il miglioramento risulta dello 0,5 per cento. Rispetto ai principali paesi comunitari, il guadagno è risultato più sensibile (1,2 per cento).

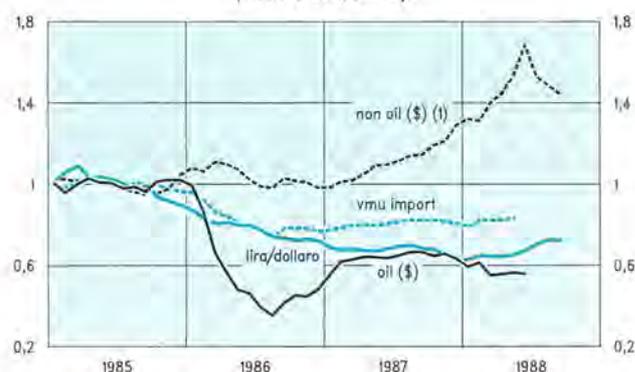
Alla stazionarietà della ragione di scambio ha contribuito l'evoluzione dei valori medi unitari all'esportazione, di poco inferiore al 4 per cento, sempre con riferimento al semestre corrispondente del 1987. È così proseguita la tendenza al rialzo in atto dalla fine del 1986, finalizzata al recupero, reso più agevole dall'espansione del commercio mondiale, dei margini di profitto, compresi nel biennio scorso dagli esportatori al fine di difendere le quote di mercato. Sulla evoluzione dei valori medi unitari all'importazione hanno pesato due fenomeni di segno opposto: l'incremento di oltre il 30 per cento sul semestre corrispon-

dente dei corsi internazionali in dollari delle materie prime non petrolifere e la flessione di circa il 10 per cento del prezzo unitario del petrolio in dollari. Fra il primo semestre 1988 e il semestre corrispondente dell'anno precedente i costi in lire hanno inoltre beneficiato di un deprezzamento del dollaro di circa il 4 per cento (fig. 6).

Fig. 6

**Valori medi unitari all'importazione
e principali determinanti**

(indici 1985 = 1)



Fonti: Economist, Istat, FMI.

(1) Indice Economist

Il peggioramento del saldo commerciale nei settori non energetici ha interessato sei settori su nove; nei restanti tre, i prodotti destinati all'alimentazione, gli «altri prodotti» e i minerali e prodotti metallici, si è avuto un miglioramento del saldo rispetto all'anno precedente (tav. 8). Nel primo settore, il deficit si è ridotto nel periodo gennaio-giugno di quasi 400 miliardi, non essendovi peraltro, allo stato attuale, evidenze di una tendenza stabile alla sua riduzione. All'andamento sfavorevole nel settore dei prodotti chimici, il cui disavanzo è peggiorato di 600 miliardi, si è accompagnato un ampliamento del disavanzo di circa 350 nei mezzi di trasporto. In questo comparto le importazioni sono cresciute del 15,1 per cento nei primi cinque mesi dell'anno (circa l'11 per cento in quantità) a fronte di un incremento delle esportazioni del 5,5 per cento. L'andamento delle importazioni si iscrive in una tendenza che segnala uno spostamento della domanda in favore delle autovetture con oltre 1.500 cc di cilindrata, fascia in cui la produzione nazionale è al momento scarsamente specializzata.

Tav. 8

Interscambio commerciale per gruppi merceologici
(miliardi di lire)

VOCI	ESPORTAZIONI (fob)		IMPORTAZIONI (cif)		SALDO	
	Gennaio-giugno		Gennaio-giugno		Gennaio-giugno	
	1987	1988	1987	1988	1987	1988
Prod. dell'agric., silvic. e pesca	1.773	2.148	6.734	6.879	-4.961	-4.731
Prodotti energetici	1.401	1.481	10.716	9.150	-9.315	-7.669
Minerali ferrosi e non ferrosi	3.055	3.756	6.863	7.923	-3.808	-4.167
Minerali e prodotti non metallici	2.832	3.573	1.375	1.703	1.457	1.870
Prodotti chimici	5.798	7.009	10.079	11.901	-4.281	-4.892
Prodotti metalmeccanici	23.058	26.147	16.373	20.070	6.685	6.077
Mezzi di trasporto	6.695	7.464	7.943	9.073	-1.248	-1.609
Prodotti alimentari, bevande, tabacco	2.717	3.209	6.821	7.163	-4.104	-3.954
Prodotti tessili, cuoio e abbigliamento	14.275	14.994	5.452	6.321	8.823	8.673
Altri prodotti	8.245	9.755	6.618	7.632	1.627	2.123
Totale (1)	69.849	79.536	78.974	87.815	-9.125	-8.279

Fonte: Istat.

(1) Per il 1987, il totale non coincide con quello ottenibile dai dati aggregati, definitivi, usato nella Relazione generale sulla situazione economica del paese.

Secondo dati preliminari, nei primi cinque mesi dell'anno le esportazioni italiane sono aumentate rispetto al periodo corrispondente del 1987 di circa il 14 per cento nei confronti dei paesi della CEE; sono rimasti, invece, stazionari i flussi esportati nei paesi dell'OPEC e negli Stati Uniti. Nell'ambito dei paesi europei, è risultata particolarmente dinamica la domanda proveniente dalla Spagna e dal Regno Unito. Per il primo paese ciò è da ricondursi agli effetti della apertura del mercato susseguente all'entrata nella Comunità europea, mentre per il Regno Unito la crescita delle nostre esportazioni appare legata alla forte crescita della domanda interna in quel paese.

Nel primo semestre il turismo attivo è rimasto sostanzialmente stazionario rispetto al periodo corrispondente del 1987; le uscite hanno subito per contro un incremento di quasi il 40 per cento; il peggioramento del saldo è stato pari a 1000 miliardi. Dal lato attivo, a una sostanziale stazionarietà delle presenze si è accompagnata una riduzione della spesa in termini reali. Tali risultati si iscrivono in una tendenza al deterioramento del

saldo turistico (si veda il riquadro). Oltre che nell'accresciuta concorrenza dei paesi dell'area mediterranea, anche in conseguenza delle note difficoltà connesse con la tutela dell'ambiente, la lenta erosione del *surplus* turistico è da ricondursi all'aumento della propensione dei residenti a recarsi all'estero, causato dall'acquisizione di più elevati livelli di reddito e reso possibile dall'assenza di restrizioni valutarie.

Nel primo semestre, il saldo dei trasferimenti pubblici a organismi internazionali è risultato negativo per circa 800 miliardi. Dal lato delle uscite, sono rimaste sostanzialmente stazionarie le contribuzioni versate alla CEE, nonostante una flessione delle poste relative all'IVA. In forte espansione, per contro, sono risultati i trasferimenti verso i paesi extra-comunitari, prevalentemente sotto la forma di aiuti allo sviluppo. Dal lato delle entrate, nel complesso in leggero decremento rispetto ai primi sei mesi del 1987, i trasferimenti effettuati dal FEOGA si sono contratti di circa trecento miliardi.

Recenti tendenze dei flussi turistici e nuovi indicatori di competitività

Nel primo semestre del 1988 la bilancia turistica ha registrato un peggioramento rispetto al corrispondente periodo dell'anno precedente, passando da un saldo attivo di 4.400 miliardi a uno di circa 3.500. L'aumento delle uscite ha sfiorato il 40 per cento (era stato del 35 per cento nella media del 1987), mentre le entrate sono leggermente diminuite (contro una crescita del sette per cento nella media dello scorso anno). Valutate in termini reali, le spese dei viaggiatori stranieri in Italia sono calate del sei per cento e quelle dei viaggiatori italiani all'estero hanno registrato un incremento del 33 per cento.

I primi dati disponibili per l'anno in corso confermano, quindi, le tendenze degli ultimi anni: da una parte una crescita molto forte degli esborsi, dall'altra un aumento sempre più contenuto degli incassi (fig. 1).

Fig. 1



Fonte: Elaborazioni su dati Banca d'Italia, Istat e Ocse.

A spiegare questi fenomeni concorre l'andamento della competitività di prezzo, definita come rapporto fra prezzi al consumo italiani e una media dei prezzi al con-

sumo esteri (espressi in lire), ove questi ultimi siano opportunamente pesati secondo l'importanza relativa che i singoli paesi hanno nella struttura del nostro turismo attivo e passivo.

Allo scopo di ottenere un indicatore quanto più possibile accurato si è proceduto a una revisione del sistema di ponderazione utilizzato finora. Quest'ultimo, infatti, si basava su informazioni relative alla composizione per nazionalità dei flussi turistici alla fine degli anni settanta e, per quanto riguarda il turismo attivo, non considerava la concorrenza di paesi quali Grecia, Spagna e Jugoslavia.

La metodologia che è stata seguita per il turismo attivo è del tutto simile a quella dell'analogo indicatore di competitività all'esportazione a doppia ponderazione per le merci. In questo caso i viaggiatori stranieri delle diverse nazionalità vengono trattati come potenziali «mercati» per i nostri servizi turistici, mentre i paesi «meta» dei viaggiatori (esclusa l'Italia e inclusa la nazione di origine) costituiscono i nostri principali «concorrenti internazionali» di servizi turistici. In primo luogo viene considerata la importanza relativa per l'Italia dei singoli «mercati» espressa dalla composizione per nazionalità delle presenze straniere nel totale delle strutture ricettive italiane. Nello stadio successivo si tiene conto dell'importanza, per ogni «mercato» rilevante, dei nostri principali concorrenti. In tal modo è possibile derivare una struttura di pesi che esprime la capacità di ciascuno di essi di competere con l'industria turistica italiana su tutti i «mercati». Le informazioni elementari sono state tratte da una recente pubblicazione dell'OCSE (National Tourist Markets) che raccoglie statistiche dettagliate sulla destinazione geografica dei flussi turistici provenienti da tutti i paesi dell'OCSE. La ponderazione è stata calcolata sulla base dei flussi medi relativi agli ultimi anni disponibili (1984 e 1985 per la maggior parte dei paesi); i paesi concorrenti considerati sono: Austria,

I movimenti di capitali e il tasso di cambio della lira

Nei primi sei mesi dell'anno in corso, il saldo complessivo dei movimenti di capitali, inclusi i capitali bancari e gli errori e omissioni, ha registrato un attivo di circa 6.800 miliardi. A questo risultato ha contribuito in misura determinante il massiccio afflusso di capitali esteri (oltre 11.000

miliardi), a cui ha corrisposto un deflusso assai più limitato di capitali italiani (6.300 miliardi). Stante un disavanzo delle partite correnti di 4.900 miliardi, l'aumento delle riserve ufficiali, al netto degli aggiustamenti di cambio e della rivalutazione aurea, è stato pari a circa 1.900 miliardi (tav. 9).

I movimenti di capitali non bancari, secondo dati provvisori e parzialmente stimati, hanno

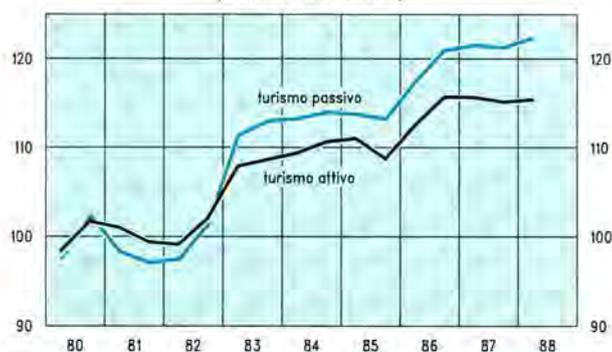
Belgio, Svizzera, Regno Unito, Francia, Germania federale, Paesi Bassi, Stati Uniti, Spagna, Grecia e Jugoslavia. Essi sono gli stessi anche dal lato del turismo passivo, soltanto che in questo caso la struttura dei pesi riflette le preferenze dei viaggiatori italiani per le diverse mete turistiche estere (ISTAT: «Indagine sulle vacanze, i viaggi e gli sports degli italiani», 1982 e 1985).

I nuovi indicatori (fig. 2) mostrano, in entrambi i casi, due fasi di deterioramento della competitività di prezzo: una, nel 1983, in seguito a un ampliamento del differenziale inflazionistico a sfavore dell'Italia, con una perdita dell'8 per cento circa per il turismo attivo e di oltre il 12 per cento per quello passivo; l'altra, di minore intensità, nel 1986 (4 e 5 per cento, rispettivamente). Dal 1987 la situazione competitiva risulta pressoché stazionaria.

Fig. 2

Indicatori di competitività di prezzo

(indici 1980 = 100)



Fonte: Elaborazioni su dati Istat e Ocse.

La forte crescita del turismo passivo negli anni ottanta risulta difficilmente spiegabile soltanto in base all'evoluzione negativa della competitività. Il fenomeno

trae piuttosto origine da un adeguamento della quota di reddito destinata a questo tipo di consumi, quota che risulta ancora molto bassa rispetto ad altri paesi dell'OCSE. L'avvio del processo ha coinciso, nel 1984, con la abolizione dei principali vincoli all'esportazione di valuta a fini turistici. Proprio quell'anno il flusso delle uscite aumentò quasi del 30 per cento. Lo stesso incremento si è registrato nel 1987, anche in questo caso in coincidenza di provvedimenti valutari che hanno ampliato i limiti delle assegnazioni turistiche. I tassi di crescita che si sono registrati lo scorso anno e nella prima parte del 1988 fanno ritenere che la spesa per viaggi all'estero sia ancora inferiore al livello desiderato e che, pertanto, continuerà a presentare in futuro una dinamica sostenuta.

Dal lato del turismo attivo la capacità esplicativa dell'indicatore di competitività sembra non meno problematica. A partire dal 1982, in presenza di una domanda turistica internazionale in netta ripresa, la dinamica delle entrate ha subito un consistente rallentamento (anche in termini reali), che non trova riscontro nell'andamento dei prezzi relativi, ad eccezione del 1984, anno in cui si è risentito della forte perdita dell'anno precedente. Anche escludendo il 1986, per le circostanze eccezionali che determinarono una flessione drastica del turismo americano, appare abbastanza evidente l'appiattimento del trend positivo che aveva caratterizzato la serie negli anni settanta. Ciò potrebbe implicare che le determinanti tradizionali (domanda turistica internazionale e competitività di prezzo) da sole non siano sufficienti a dare spiegazione di questo fenomeno. Le sue origini andrebbero quindi ricercate nelle condizioni di concorrenzialità complessiva del nostro settore turistico (qualità dei servizi resi, adeguatezza delle strutture alberghiere) e nell'efficacia delle misure volte alla salvaguardia del nostro patrimonio naturale e artistico.

chiuso il semestre in attivo per 2.100 miliardi di lire; nello stesso periodo del 1987, il saldo era risultato negativo per 285 miliardi.

Dal lato dei capitali esteri, ad un leggero aumento degli afflussi netti di prestiti si è accompagnato un forte incremento degli investimenti netti, che hanno sfiorato i 7000 miliardi di lire, contro i 500 miliardi affluiti nel semestre corrispondente.

Il deflusso netto di capitali italiani è stato pari a oltre 800 miliardi per i prestiti e a quasi 5500 miliardi per gli investimenti, a fronte, rispettivamente, di uscite nette di 1.500 miliardi e di oltre 3000 miliardi nei primi sei mesi del 1987. Gli investimenti di portafoglio italiani hanno registrato un saldo passivo di 3.600 miliardi, di 2.200 miliardi superiore a quello realizzato l'anno precedente. L'afflusso di investimenti netti dall'e-

La nuova normativa valutaria

Dal 1° ottobre 1988 è divenuto pienamente operante il nuovo ordinamento valutario (1). Con esso si è attuato il passaggio da un regime di generale divieto ai residenti di contrarre obbligazioni con i non residenti (salvo che per le operazioni espressamente autorizzate) alla libertà nelle transazioni con l'estero, con le sole eccezioni e limitazioni espressamente indicate.

La liberalizzazione in atto ha coinvolto un'ampia gamma di relazioni economiche, e non si è limitata all'area comunitaria. Il nuovo ordinamento riconosce agli operatori facoltà molto più estese che in passato, liberalizzando molte operazioni in precedenza soggette ad autorizzazioni particolari.

Ad eccezione del comparto a breve (obbligazioni con vita residua entro i 180 giorni), gli investimenti di portafoglio all'estero e la costituzione e l'assunzione di partecipazioni in holdings sono liberi, e non più soggetti all'obbligo del deposito infruttifero. E' stata ampliata l'operatività in cambi delle aziende di credito, ed è stata riconosciuta la libertà di ricevere prestiti dall'estero e finanziamenti in valuta da banche residenti, anche se non collegati a transazioni con l'estero. Fra le altre novità relative agli operatori non bancari, vanno sottolineate la possibilità di effettuare cessioni contro lire di attività e passività sull'estero ad eccezione delle valute estere, e l'abolizione dei limiti all'esportazione di mezzi di pagamento a fini turistici. Infine, sono state ampliate le possibilità del ricorso all'istituto del silenzio-assenso e sono stati depenalizzati gli illeciti valutari.

In caso di tensioni valutarie, al principio di libertà nelle relazioni economiche con l'estero si potrà derogare con restrizioni amministrative di carattere temporaneo, scelte all'interno di una lista predeterminata, e che dovranno essere espressamente motivate.

Restano in vigore alcune restrizioni di carattere permanente, discendenti dal principio del monopolio dei cambi. Per esse è prevista in futuro la possibilità di introdurre deroghe generali in via amministrativa, anche in relazione all'attuazione dell'Atto unico europeo e alla progressiva integrazione monetaria in Europa. Di esse si fornisce un quadro riepilogativo, articolato in base ai soggetti operatori la cui attività viene regolamentata.

Residenti diversi dalle banche.

I residenti diversi dalle banche hanno l'obbligo di:

- a) *cedere le valute estere alle banche abilitate, per la negoziazione contro lire o per l'accreditamento nei conti di cui possono essere intestatari, entro 60 giorni dalla data di effettiva disponibilità. Non sono soggette all'obbligo le banconote estere fino all'importo più alto tra Lit. 2.500.000 e 1.250 DSP. La durata dei conti valutari è fissata a 120 giorni, sia per la valuta «di giro» (acquistata contro lire per il regolamento di operazioni autorizzate) che per la valuta «di diretta acquisizione» (proveniente da pagamenti effettuati all'estero);*
- b) *depositare i valori mobiliari esteri presso gli intermediari ammessi (Banca d'Italia, banche abilitate, Monte Titoli s.p.a., banche o istituti esteri con funzioni analoghe a quelle della Monte Titoli), entro 90 giorni dal conseguimento dell'effettiva disponibilità.*

Viene inoltre fatto divieto di:

- a) *costituire depositi, esportare o detenere all'estero disponibilità in valuta o in lire. Sono previsti alcuni*

stero ha preso vigore dalla seconda metà del 1987; nei primi cinque mesi dell'anno in corso gli importi di nuovi investimenti esteri sono stati pari, in media, a quasi 2.500 miliardi di lire al mese. Nel primo trimestre, gli investimenti netti di portafoglio sono stati pari a 2.000 miliardi, su 3.300 miliardi di investimenti complessivi. A fronte di disinvestimenti netti in obbligazioni e azioni si è registrato un acquisto di titoli di Stato italiani da parte dell'estero di quasi 2.200 miliardi, in prevalenza BOT (tav. 10).

Nel primo semestre dell'anno in corso gli investimenti netti di portafoglio italiani all'estero sono

ammontati a circa 600 miliardi al mese. L'entità dei deflussi netti appare coerente con un processo fisiologico di adeguamento di portafoglio connesso con l'eliminazione dei vincoli amministrativi disposta nel maggio del 1987.

Il comparto dei crediti commerciali avrebbe registrato nel primo semestre, secondo stime preliminari e unitamente agli errori e omissioni, un deflusso netto di 2.500 miliardi di lire, a fronte di un disavanzo di 400 miliardi nel periodo corrispondente. Deflussi netti per oltre 1.000 miliardi hanno caratterizzato l'andamento della posta in questione nella seconda metà del 1987 in corri-

casi in cui è consentita, in deroga a questo divieto, l'acensione di conti speciali in valuta estera presso banche non residenti;

- b) aprire linee di credito in valuta o in lire in favore dell'estero;*
- c) effettuare operazioni in cambi a termine o con opzione con contropartite estere.*

Per finalità conoscitive e statistiche, i trasferimenti valutari e le operazioni in cambi devono essere canalizzati attraverso gli intermediari autorizzati (BI, UIC, banche abilitate e Amministrazione postale entro determinati limiti).

Riguardo all'esportazione di mezzi di pagamento, i residenti che si recano all'estero per turismo, cura, lavoro, studio possono esportare al seguito: carte di credito; banconote italiane sino a un milione di lire; mezzi di pagamento in valuta estera e in lire di conto estero per qualsiasi importo, a condizione che gli importi superiori al controvalore di Lit. 2.500.000 siano legittimamente acquistati presso le banche abilitate; assegni sui normali conti interni, a condizione che ciascun assegno emesso all'estero sia in favore di un non residente, non superi i 5 milioni di lire e contenga la clausola di non trasferibilità.

Operatori bancari.

Le banche abilitate a compiere operazioni valutarie e in cambi ⁽²⁾ sono esenti dagli obblighi e dai divieti prima ricordati. Per le banche abilitate, vigono peraltro i seguenti obblighi:

- a) la posizione in cambi deve essere mantenuta ogni giorno entro il 5 per cento delle attività a pronti in valuta in essere alla fine del 1987; non rientrano nel computo della posizione gli immobili e le partecipazioni bancarie all'estero, i fondi di dotazione di proprie filiali estere o fattispecie similari;*
- b) la posizione netta verso l'estero in valuta può essere creditoria solo entro lo sbilancio massimo consentito per la posizione complessiva in cambi;*
- c) la posizione netta verso l'estero in lire non può essere creditoria; viene in altri termini riconosciuta alle aziende di credito la possibilità di effettuare impieghi in lire nei confronti dell'estero solo entro il limite della raccolta in lire da non residenti;*
- d) la possibilità di pareggiare le operazioni a termine con operazioni a pronti di segno contrario deve essere contenuta entro il massimale pronti contro termine, assegnato dall'UIC a ciascuna banca, e aumentato in misura non inferiore al 50 per cento rispetto alla situazione in vigore al 30/9/88. Le banche abilitate possono inoltre scrivere opzioni in valuta da cedere a soggetti residenti e non, purchè tali operazioni siano globalmente pareggiate per valuta, importo e scadenza da operazioni di segno contrario.*

⁽¹⁾ Esso si è concretizzato con il D.P.R. 454 del 29/9/87, emanato in attuazione della legge delega 599 del 26/9/86, cui hanno fatto seguito il D.M. 21 dell'1/2/88 e ulteriori disposizioni e decreti di attuazione (comunicazione UIC n. R.V. 1988/1 del 29/7/88, D.M. 411 del 15/9/88). Sotto il profilo procedurale, la revisione della normativa si è perfezionata con l'emanazione, nel marzo del 1988, di un testo unico delle norme di legge in materia valutaria (D.P.R. 148), che entrerà in vigore il 1° gennaio 1989, abrogando, tra l'altro, lo stesso D.P.R. 454, di cui recepisce integralmente le disposizioni.

⁽²⁾ L'autorizzazione è rilasciata dalla Banca d'Italia anche per singole categorie di operazioni; inoltre, la Banca d'Italia ha il potere di autorizzare soggetti diversi da quelli bancari (Centri Raccolta Valute) a compiere operazioni in cambi, disciplinandone l'ambito operativo.

spondenza di un differenziale di interesse coperto nei confronti del dollaro e del marco negativo o nullo. Nel primo trimestre dell'anno in corso, si sono avuti afflussi netti per 1.800 miliardi a fronte di un differenziale coperto tornato positivo. Nel secondo trimestre, si sono, per contro, registrati deflussi netti per 4.300 miliardi, da ricondurre presumibilmente alla intensa accelerazione delle esportazioni.

Nei primi nove mesi dell'anno, il saldo globale della bilancia dei pagamenti è stato positivo per 1.878 miliardi, a fronte di un passivo di 1.530 miliardi nel periodo corrispondente. I movimenti di

capitali bancari hanno dato luogo, al netto degli aggiustamenti di cambio, ad un afflusso netto di 3.406 miliardi. Ne è conseguito un incremento delle riserve ufficiali, al netto degli aggiustamenti di cambio e della rivalutazione delle componenti auree, di 5.284 miliardi. L'aumento di passività verso l'estero delle banche si è concentrato nei primi sei mesi dell'anno (circa 4.500 miliardi); nel terzo trimestre si sono per contro avuti deflussi netti per circa 1.000 miliardi. I movimenti di capitali non bancari, al netto dei crediti commerciali, nel periodo gennaio-settembre hanno dato luogo a un saldo attivo di circa 10.000 miliardi; nell'ul-

timo trimestre sono proseguite le tendenze in atto nella prima parte dell'anno; in particolare, gli investimenti netti dell'estero hanno registrato un attivo di oltre 4.300 miliardi.

Tra gennaio e settembre il tasso di cambio effettivo nominale della lira si è deprezzato del 5,5 per cento. Nei confronti del dollaro la svalutazione è stata pari al 13 per cento, mentre il deprezzamento rispetto alle valute della CEE è stato di modesta entità, 1,6 per cento, come effetto preminente del deprezzamento nei confronti della sterlina. Nei confronti delle valute dello SME, l'andamento del cambio della lira nei mesi estivi mette in evidenza, rispetto al passato, una accresciuta flessibilità in ambedue le direzioni, in linea con gli accordi di Basilea-Nyborg (si veda il capitolo sull'economia internazionale).

Tav. 9

Movimenti di capitali
(saldi in miliardi di lire)

VOCI	1987	1987 I sem.	1988 I sem.
Investimenti dell'estero	539	501	6.899
Investimenti italiani	-7.816	-3.198	-5.437
Prestiti dell'estero	12.337	4.076	4.728
Prestiti italiani	-2.370	-1.531	-844
Crediti commerciali, altri capitali ed errori e omissioni	-202	-133	-3.256
Totale capitali non bancari ed errori e omissioni	2.488	-285	2.090
Capitali bancari	5.573	4.185	4.695
<i>per memoria:</i>			
Variazione riserve ufficiali	-6.775	-2.384	-1.872

Tav. 10

Investimenti di portafoglio dell'estero in Italia
(saldi in miliardi di lire)

PERIODI	Titoli di Stato						Obbligazioni	Azioni	Totale investimenti
	Totale	di cui:							
		BOT	BTP	Titoli in ECU	CCT				
1987 — I trim.	1.591	-176	2	1.075	690	-63	-1.579	-51	
II »	-1.822	59	-551	710	-2.040	35	-157	-1.945	
III »	-1.141	-210	-226	-79	-629	-10	-670	-1.823	
IV »	999	894	-167	432	-161	64	-1.957	-896	
Anno	-373	567	-942	2.138	-2.140	26	-4.363	-4.715	
1988 — I trim.	2.187	1.417	5	418	287	-187	-101	1.999	

La finanza pubblica

Il Governo, dopo l'approvazione della legge finanziaria per il 1988, avvenuta nel mese di marzo, aveva riveduto, nella Relazione trimestrale del Ministro del tesoro, le stime per il fabbisogno del settore statale, portandole a 122.000 miliardi, importo molto più elevato di quelli indicati durante il laborioso iter di approvazione del bilancio. Il 30 maggio, con il documento di programmazione economico-finanziaria, veniva delineato un piano di risanamento della finanza pubblica e, in particolare, fissato un obiettivo di 114.450 miliardi per il citato aggregato. Nello stesso mese di maggio e in luglio erano disposti interventi correttivi volti a riportare il fabbisogno in linea con l'obiettivo e a ridurre l'impulso del settore sulla domanda interna (vedi riquadro).

Nonostante un debordo dell'ordine di 4.000 miliardi rispetto all'importo indicato in maggio, l'incidenza del fabbisogno sul prodotto interno lordo non dovrebbe discostarsi in misura significativa dal livello prefissato, per effetto della maggiore crescita dell'economia (tav. 11). Il saldo al netto degli interessi dovrebbe collocarsi in termini nominali poco al di sopra della cifra stabilita, con una riduzione di circa 7.000 miliardi rispetto all'anno precedente; continua così la tendenza alla diminuzione del suo peso iniziata nel 1984. La riduzione per il 1988 è attribuibile da un lato alla evoluzione della congiuntura e dall'altro a provvedimenti fiscali volti in larga misura ad anticipare entrate originariamente di pertinenza del 1989.

Lo sviluppo dell'onere per interessi rispetto al 1987 dipende completamente dalla crescita del debito; infatti, in media d'anno, l'incidenza degli interessi sul debito è rimasta pressoché costante, nonostante l'aumento dei tassi, resosi necessario nell'estate per garantire l'equilibrio interno ed esterno, e lo spostamento delle preferenze degli operatori dai titoli a medio e a lungo termine a quelli a breve, per i quali gli interessi vengono contabilizzati al momento dell'emissione.

Tav. 11

Saldi di finanza pubblica (miliardi di lire)

VOCI	1986	1987	1988
Settore statale:			
Fabbisogno al netto delle regolazioni di debiti pregressi . . .	109.557	113.659	118.000 ⁽¹⁾
in % del PIL	(12,1)	(11,6)	(11,0)
Regolazioni in contanti	606	132	70
Regolazioni in titoli	—	421	60
Fabbisogno complessivo	110.163	114.212	118.130
in % del PIL	(12,2)	(11,6)	(11,1)
Fabbisogno al netto degli interessi e delle regolazioni	36.377	37.397	30.500
in % del PIL	(4,0)	(3,8)	(2,9)
Settore pubblico:			
Fabbisogno complessivo	110.133	114.289	118.500 ⁽²⁾
in % del PIL	(12,2)	(11,6)	(11,1)
Fabbisogno al netto degli interessi e delle regolazioni	31.466	33.045	27.000 ⁽²⁾
in % del PIL	(3,5)	(3,4)	(2,5)

(1) Per il settore statale sono riportate le previsioni ufficiali contenute nella Relazione trimestrale sulla stima del fabbisogno di cassa presentata dal Ministro del tesoro il 28 settembre 1988. — (2) Stime congruenti con quelle del settore statale sopra riportate.

Nei primi nove mesi del 1988 il fabbisogno del settore statale è aumentato di circa 8.900 miliardi rispetto all'importo registrato nello stesso periodo dell'anno precedente (tav. 12). Per una corretta interpretazione di questo confronto si deve tener conto di vari fattori. In particolare, il gettito delle imposte sui redditi dovute dalle persone giuridiche e dell'imposta sostitutiva sugli interessi dei depositi bancari ha risentito negativamente degli

Le principali misure fiscali prese nel corso del 1988

Nel corso del 1988 sono stati presi diversi provvedimenti di aumento delle entrate tributarie, attraverso la legge finanziaria (L. 11.3.88, n. 67), il D.L. del 14.3.88, n. 70 (convertito con modificazioni nella legge del 13.5.88, n. 154), il D.L. del 30.5.88, n. 173 (convertito con modificazioni nella legge del 26.7.88, n. 291) e i DD.LL. del 30.7.88, nn. 303 e 304 (reiterati con i DD.LL. 27.9.88, nn. 416 e 417).

Per quanto riguarda le **imposte dirette**, la legge finanziaria, oltre a confermare l'aumento dal 92 al 98 per cento del versamento d'acconto per l'Irpeg e per l'Ilor sulle persone giuridiche, ha elevato dal 25 al 30 per cento l'aliquota dell'imposta sostitutiva sui frutti dei depositi e dei conti correnti bancari e postali (con l'esclusione dei certificati di deposito, dei depositi a risparmio postale e di quelli nominativi vincolati per almeno tre mesi). Gli acconti dovuti dalle aziende di credito per questa imposta sono stati elevati dal 100 al 120 per cento, per il solo 1988, allo scopo di anticipare a quest'anno la riscossione del gettito derivante dall'aumento dell'aliquota.

Con il D.L. n. 70 di marzo, al fine di attenuare in parte gli effetti del drenaggio fiscale, sono state aumentate le detrazioni dell'Irpeg per il 1988, portate da 492 mila a 516 mila lire per i redditi da lavoro dipendente, da 360 mila a 462 mila lire per il coniuge a carico e da 156 mila a 228 mila lire nel caso dell'ulteriore detrazione per i redditi da lavoro inferiori a 11 milioni. Con il D.L. n. 173 di maggio la misura degli acconti dell'Irpeg e dell'Ilor sulle persone fisiche è stata aumentata dal 92 al 95 per cento per il triennio 1988-1990. Sono state anche prorogate per tutto il 1988 le precedenti disposizioni in materia di regimi forfettari di determinazione del reddito e dell'imposta sul valore aggiunto (disposti dalla L. 17.2.85, n. 17).

Nell'area dell'**imposizione indiretta**, la legge finanziaria, come ricordato nella Relazione della Banca d'Italia sul 1987, ha disposto aumenti consistenti per vari tributi (sinteticamente ricordati nell'acclusa tabella).

Con il D.L. n. 70 di marzo e le relative modifiche intervenute con la L. n. 154 di maggio è stato riveduto il trattamento fiscale dei contratti di borsa. Le misure prese, di semplificazione della normativa precedente, dovrebbero produrre una riduzione dell'incidenza dell'imposizione sui titoli di Stato e sulle azioni e un aumento, per quanto riguarda le transazioni di divise estere e di obbligazioni.

Con il D.L. n. 173 di maggio, contestualmente a una riduzione media di 2,98 lire per Kwh del sovrapprezzo termico (legato alla variazione del prezzo del petrolio greggio di importazione) si è deciso di aumentare l'imposta erariale sul consumo dell'energia elettrica, portandola da 1,10 a 4,10 lire per Kwh per le utenze inferiori a 200 mila Kwh mensili e da 0,65 a 2,45 lire per i consumi eccedenti il predetto limite.

Con lo stesso decreto è stato anticipato di 13 giorni circa il termine del versamento periodico dell'IVA per i contribuenti con volume di affari annuo superiore a 480 milioni.

Altre modifiche nel campo dell'imposizione indiretta, avviate con i provvedimenti di maggio e perfezionate con la L. n. 291 di luglio, hanno interessato la tassa di concessione governativa per l'iscrizione delle società nel registro delle imprese e quella annuale che, già accresciuta del 20 per cento dalla legge finanziaria, è stata nuovamente elevata e ristrutturata sovrapponendo alla classificazione giuridica una differenziazione degli importi dovuti dalle società per azioni basata sul capitale sociale. Detti importi variano, con una forte progressione, da 9 milioni per un capitale sociale compreso tra 200 e 500 milioni, a 120 milioni per quelli superiori a 10 miliardi. Per le società a responsabilità limitata e altri tipi di società la tassa dovuta è stata raddoppiata (da 1,2 a 2,5 milioni e da 120 a 500 mila lire, rispettivamente).

Con i decreti di luglio è stata elevata dal 18 al 19 per cento l'aliquota ordinaria dell'IVA. Al fine di mantenere inalterati i prezzi al consumo dei tabacchi lavorati, si è ridotta l'aliquota dell'imposta di consumo. Inoltre sono state incrementate del 10 per cento circa l'imposta di fabbricazione del gasolio per autotrazione e per riscaldamento, degli oli combustibili e lubrificanti; del 90 per cento l'imposta di consumo sul gas metano; del 20 per cento l'imposta addizionale sull'energia elettrica a favore degli enti locali. L'effetto meccanico sull'indice generale dei prezzi al consumo dovrebbe aggirarsi intorno a 5 decimi di punto, di cui tre attribuibili alla manovra sull'aliquota dell'IVA e due alle modifiche delle imposte specifiche sui prodotti energetici che entrano nel paniere della scala mobile.

Si prevede, dall'insieme di queste misure, un aumento di gettito complessivo di oltre 10.000 miliardi nel 1988 (si veda tabella acclusa).

PROVEDIMENTI	Aumenti di gettito previsti	
	1988	1989
Imposte dirette	3.000	- 1.100
Acconto Irpeg e Ilor persone giuridiche dal 92 al 98 per cento (legge finanziaria 1988)	1.600	—
Maggiorazione acconti imposta sostitutiva sui depositi bancari (legge finanziaria 1988)	2.000	—
Aumento detrazioni Irpef (D.L. 14.3.88, n. 70)	-1.100	-1.100
Acconto Irpef e Ilor persone fisiche dal 92 al 95 per cento (D.L. 30.5.88, n. 173)	500	—
Imposte indirette	7.400	7.400
Aumento imposta assicurazioni private (legge finanziaria 1988)	500	500
Aumento bollo auto, superbollo diesel e tassa GPL (legge finanziaria 1988)	650	650
Aumento IVA su oli combustibili e gas metano, imposta di consumo sul metano, imposte di fabbricazione su birra e spiriti (legge finanziaria 1988)	700	700
Aumento tasse di concessioni governative (legge finanziaria 1988) ..	350	350
Anticipo versamento IVA (D.L. 30.5.88, n. 173)	2.250	—
Aumento imposta erariale sul consumo di energia elettrica (D.L. 30.5.88, n. 173)	250	400
Aumento e modifica tassa di concessione governativa e annuale sulle imprese (D.L. 30.5.88, n. 173 convertito con modificazioni nella L. 26.7.88, n. 291)	1.000	700
Aumento aliquota IVA dal 18 al 19 per cento (D.L. 30.7.88, n. 303)	800 (*)	2.150 (*)
Aumento imposta di fabbricazione sul gasolio (D.L. 30.7.88, n. 303)	500	1.100
Aumento imposta di consumo sul metano (D.L. 30.7.88, n. 303)	250	500
Aumento imposta addizionale sul consumo di energia elettrica a favore degli enti locali (D.L. 30.7.88, n. 304)	150	350

(*) Al netto della riduzione compensativa dell'imposta di consumo sui tabacchi lavorati.

aumenti delle misure degli acconti, decisi nel 1987 per ridurre il fabbisogno di quell'anno (tale perdita verrà recuperata con gli acconti dell'ultima parte del 1988). Inoltre è da considerare che nel quarto trimestre si concentreranno gli effetti dei decreti del maggio e del luglio scorsi, che dovrebbero dare luogo a un gettito nell'intero anno di 5.700 miliardi. Infine, nel raffronto influisce in misura considerevole la crescita dell'onere del debito, sospinta dall'ampliamento del ricorso ai BOT, manifestatosi a partire dagli ultimi mesi del 1987.

Tav. 12

Fabbisogno di finanziamento (1)
(miliardi di lire)

VOCI	1986	1987	1988 (2)
Settore statale			
I semestre	46.336	46.776	51.353
gennaio-settembre	82.547	85.238	94.126
Settore pubblico			
I semestre	45.333	47.861	51.505

(1) Al lordo delle regolazioni di debiti pregressi. — (2) Dati provvisori.

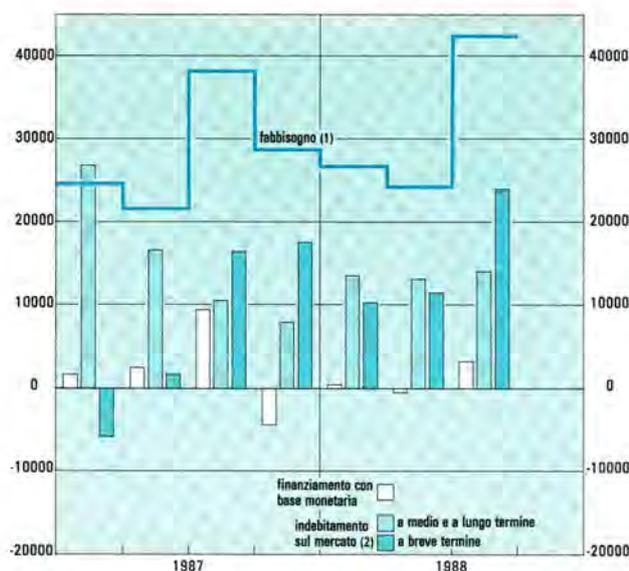
Nei primi tre trimestri dell'anno in corso, la copertura del fabbisogno del settore statale è avvenuta per l'89 per cento con il collocamento di titoli sul mercato; nello stesso periodo del 1987 questo apporto aveva rappresentato il 78 per cento dei finanziamenti complessivi (fig. 7). Molto diversa è stata la distribuzione dei titoli per scadenza e per detentori: oltre la metà delle emissioni nette sul mercato ha riguardato i BOT (contro il 20 per cento nello stesso periodo dello scorso anno); gli acquisti netti di titoli a medio e a lungo termine sono stati effettuati per la quasi totalità dal settore famiglie.

Alla fine del mese di settembre il debito complessivo del settore pubblico, incluso quello verso la Banca centrale, ha superato il milione di miliardi (fig. 8). Il notevole divario del tasso di crescita del debito rispetto a quello del prodotto, stimato per l'intero anno in quasi 6 punti, conferma l'esigenza di procedere al riassorbimento del saldo al netto degli interessi secondo le linee indicate nel documento di programmazione econo-

mico-finanziaria. Un contributo in questa direzione potrà derivare anche dalle nuove procedure di bilancio approvate con la legge n. 362 dell'agosto scorso (vedi riquadro).

Fig. 7

Fabbisogno trimestrale del settore statale e sue forme di copertura



(1) Al lordo delle regolazioni di debiti pregressi. — (2) Esclusa la raccolta postale.

Le spese e le entrate statali

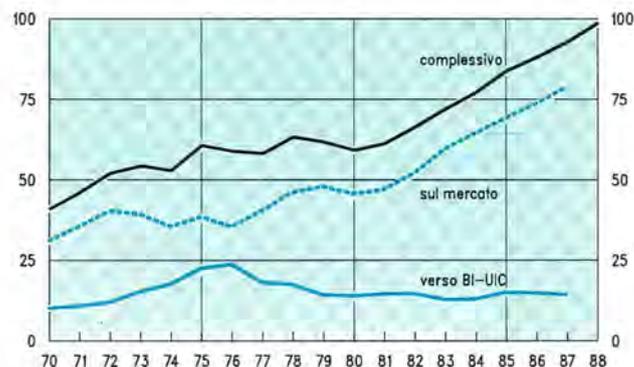
Nel primo semestre del 1988 le erogazioni del settore statale sono risultate pari a 207.030 miliardi, con un aumento del 9,6 per cento sullo stesso periodo dell'anno precedente (tav. 13). La crescita è stata particolarmente sostenuta per i mutui e le anticipazioni e, tra i pagamenti correnti (sviluppatasi dell'8,9 per cento), per gli interessi e i trasferimenti alle regioni; i pagamenti in conto capitale sono aumentati solo del 7,2 per cento.

Rispetto al primo semestre del 1987, le spese per il personale in servizio sono aumentate dell'8,9 per cento; questo incremento si riduce a circa il 6,5 se corretto per gli sfasamenti nelle contabilizzazioni delle ritenute erariali. Quest'ultimo tasso d'incremento è attribuibile in larga misura all'operare di meccanismi automatici (contin-

genza e sviluppo delle carriere) e all'aumento dell'occupazione. A fronte degli aumenti contrattuali disposti dal 1° gennaio 1988, nella prima parte del 1987 ha fatto riscontro la corresponsione di arretrati relativi al 1986.

Fig. 8

**Consistenza del debito pubblico (1)
(in percentuale del PIL)**



(1) Il valore del 1988 è stimato.

La spesa per interessi è risultata pari a 41.710 miliardi, con un aumento del 12,6 per cento rispetto allo stesso periodo del 1987. Questo incremento è imputabile alla crescita del debito e all'aumento del peso relativo dei BOT rispetto ai titoli a medio e a lungo termine nelle nuove emissioni. I tassi d'interesse medi sui BOT sono risultati più elevati di quasi un punto rispetto a quelli del primo semestre del 1987; l'aumento si collega in gran parte al raddoppio dell'aliquota dell'imposta sostitutiva sugli interessi dei titoli di Stato avvenuto nel mese di settembre dello scorso anno. L'onere relativo ai BOT ha subito un incremento del 42 per cento a fronte di uno sviluppo del 36 per cento nelle emissioni lorde. Nel comparto dei titoli a medio e a lungo termine, gli interessi pagati sui CCT sono rimasti sostanzialmente stabili nei due periodi, anche in conseguenza del minor ricorso a questi titoli nella copertura del fabbisogno a partire dal secondo semestre del 1987.

I trasferimenti correnti sono aumentati del 6,4 per cento. In particolare, la crescita di quelli in favore delle regioni è stata del 12 per cento, a causa dell'aumento dei fondi destinati al Servizio sanitario nazionale, passati da 22.130 a 26.020 miliardi.

Continua, anche se a tassi meno sostenuti rispetto ai periodi precedenti, l'espansione dei trasferimenti alle famiglie derivante dalle spese per pensioni di guerra e di invalidità civile: all'attribuzione di queste ultime sono stati posti dei vincoli con il decreto-legge 30 maggio 1988, n. 173.

Tav. 13

**Conto consolidato di cassa del settore statale:
principali poste della spesa**

(miliardi di lire;
variazioni percentuali sullo stesso periodo
dell'anno precedente)

VOCI	1987 1° sem.	1988 1° sem.	1988 1987
Pagamenti correnti	166.424	181.275	8,9
<i>di cui:</i> Personale in servizio	31.432	34.222	8,9
Personale in quie- scenza	8.913	9.529	6,9
Acquisto di beni e servizi	10.110	10.482	3,7
Trasferimenti	73.140	77.832	6,4
<i>di cui:</i> a enti previ- denziali	15.570	15.276	-1,9
a regioni	29.528	33.115	12,1
a comuni e prov.	13.946	14.404	3,3
a famiglie	4.886	5.276	8,0
a imprese	6.213	5.993	-3,5
Interessi netti	37.055	41.708	12,6
Pagamenti in conto capitale	16.065	17.224	7,2
<i>di cui:</i> Capitali fissi	5.831	6.978	19,7
Trasferimenti	10.234	10.246	0,1
Partite finanziarie	6.449	8.534	32,3
<i>di cui:</i> Partecipazioni e con- ferimenti	1.678	967	-42,4
Mutui e anticipazioni	4.080	7.102	74,1
Totale pagamenti	188.938	207.033	9,6

Fonte: Relazione trimestrale sulla stima del fabbisogno di cassa presentata dal Ministro del tesoro il 28 settembre 1988.

I trasferimenti agli enti previdenziali sono risultati stazionari, mentre quelli all'INPS, al netto degli oneri sociali fiscalizzati, sono aumentati di quasi il 5 per cento, raggiungendo i 13.000 miliardi. La stabilità dei disavanzi di tali enti è con-

nessa innanzi tutto con l'andamento del gettito contributivo, che si è accresciuto per gli inasprimenti disposti all'inizio dell'anno per i lavoratori autonomi e i dipendenti del settore agricolo e per l'azione di recupero dei crediti contributivi dell'INPS e dell'INAIL. I soggetti interessati da quest'ultima azione hanno dichiarato debiti contributivi per circa 3.500 miliardi; tuttavia l'importo versato ammonta a circa la metà di tale somma. Nella seconda parte dell'anno in corso il gettito sarà accresciuto anche dall'aumento, da 0,15 a 0,60 punti percentuali, dell'aliquota a carico delle aziende per i pensionamenti anticipati che è stato disposto alla fine del mese di maggio. Le contribuzioni in favore del Servizio sanitario nazionale hanno invece risentito negativamente degli sgravi disposti dal 1° gennaio per i lavoratori dipendenti e per i pensionati statali.

La dinamica della spesa previdenziale è stata rallentata dall'ulteriore flessione delle erogazioni per l'integrazione dei guadagni e dall'assenza della rivalutazione annuale delle pensioni commisurate all'andamento delle retribuzioni in termini reali; l'indice utilizzato per tale rivalutazione non ha infatti mostrato incrementi nel periodo di riferimento per l'adeguamento del 1° gennaio 1988. Sulla crescita delle prestazioni sociali hanno invece influito in senso espansivo, in particolare, la rivalutazione biennale delle rendite dell'INAIL, entrata in vigore il 1° luglio 1987, le innovazioni concernenti il sostegno dei carichi familiari disposte dal 1° gennaio 1988 e l'incremento, dall'ultima data menzionata, degli importi delle pensioni minime dei lavoratori autonomi fino al livello di quelle erogate ai lavoratori dipendenti.

Fra le spese in conto capitale sono rimasti costanti i trasferimenti, mentre gli investimenti diretti sono aumentati quasi del 20 per cento, grazie alla accresciuta attività delle aziende autonome, dell'Ente Ferrovie dello Stato e dell'Agenzia per il Mezzogiorno. Fra i trasferimenti in conto capitale sono aumentati quelli agli altri enti del settore pubblico allargato, da 1.180 a 1.730 miliardi, e alle imprese, da 2.530 a 3.190 miliardi; fra questi ultimi notevole è lo sviluppo di quelli erogati dall'Agenzia per il Mezzogiorno, che comincia a svolgere la propria attività con maggiore regolarità.

L'aumento delle partite finanziarie (del 32 per cento) è dovuto esclusivamente all'andamento di mutui e anticipazioni, cresciuti del 74 per cento ri-

Le nuove norme in materia di procedure del bilancio dello Stato

Le difficoltà incontrate negli ultimi anni nel contenimento del fabbisogno pubblico sono derivate, anche, dall'inadeguatezza delle procedure di impostazione della politica di bilancio rispetto alle esigenze poste dalla natura e dall'intensità delle forze di fondo che spingono la spesa e i disavanzi.

Per facilitare l'azione di riequilibrio della finanza pubblica, nel giugno del 1986 due parallele risoluzioni delle Commissioni parlamentari per il bilancio definirono in via sperimentale nuove procedure. Le innovazioni introdotte tendevano: ad anticipare la fase di decisione degli obiettivi programmatici pluriennali; a inserirne la definizione nell'ambito di analisi sulle tendenze di medio-lungo periodo della finanza pubblica; a snellire il disegno di legge finanziaria, rinviando a provvedimenti di settore le misure correttive da assumere in ciascun anno; a introdurre strumenti idonei a garantire il conseguimento dei risultati desiderati (per un esame più dettagliato delle due risoluzioni, si veda la nota pubblicata nel Bollettino economico n. 7).

La sperimentazione delle nuove procedure per il bilancio 1987 e 1988, parziale e incompleta a causa soprattutto delle due crisi di governo dell'estate 1986 e della primavera 1987, non ha consentito di trarre indicazioni conclusive sull'efficacia del nuovo processo di decisione in materia di politica di bilancio. In particolare gli eventi indicati non hanno permesso di espletare tutte le analisi richieste, con riferimento soprattutto al settore pubblico; l'inserimento tra gli accantonamenti per le leggi in corso di approvazione di fondi speciali negativi correlati con interventi di riduzione delle spese o di aumento delle entrate ha riguardato provvedimenti di scarso rilievo.

Un ulteriore passo verso la modifica del preesistente sistema di decisione è stato realizzato con la legge finanziaria 1988, che ha introdotto il documento di programmazione economico-finanziaria. Tale documento, redatto nel maggio dell'anno in corso, ha teso a impostare le politiche di bilancio per il 1989 e più in generale per il quinquennio 1988-1992, definendo le linee guida delle azioni di accrescimento delle entrate e di riduzione delle spese da intraprendere per conseguire il riassorbimento

del fabbisogno del settore pubblico al netto degli interessi.

La legge n. 362 dell'agosto scorso, modificando la precedente legge di riforma della contabilità di stato (n. 468 del 1978), ha sostanzialmente recepito gli indirizzi generali definiti con le predette mozioni delle due Commissioni parlamentari, già attuati con riferimento al documento di programmazione economico-finanziaria con la legge finanziaria per il 1988.

La legge n. 362 ridefinisce l'intera struttura del processo di decisione del bilancio dello Stato. Essa:

- a) *anticipa alla metà del mese di maggio l'individuazione degli obiettivi programmatici pluriennali e delle tendenze di lungo periodo della finanza pubblica, con particolare riferimento al settore statale e al settore pubblico «allargato»;*
- b) *prevede la definizione entro il mese di luglio del bilancio dello Stato annuale e pluriennale a legislazione vigente;*
- c) *conferma il termine del 30 settembre per la presentazione al Parlamento del disegno di legge finanziaria, della relazione previsionale e programmatica, del bilancio dello Stato pluriennale programmatico e dei disegni di legge collegati alla manovra di finanza pubblica.*

Con il documento di programmazione economico-finanziaria il Governo, analizzate le tendenze di lungo periodo che si manifesterebbero per il bilancio pubblico con le ipotesi date di evoluzione macroeconomica, definisce gli obiettivi da perseguire con particolare riferimento alle principali grandezze del bilancio. A questo fine individua le regole di variazione delle entrate e delle spese del bilancio pubblico e gli indirizzi degli interventi correttivi da attuare per conseguire gli obiettivi prestabiliti.

In luglio viene definito il bilancio dello Stato annuale e pluriennale nell'ipotesi di legislazione invariata, come base per individuare le eventuali integrazioni o modifiche della legislazione riguardante il bilancio dello Stato, necessarie per conseguire i risultati desiderati in termini di evoluzione delle spese e delle entrate finali.

Nella legge di bilancio, in particolare, deve essere stabilito, con riferimento all'importo del fabbisogno del

spetto al primo semestre dell'anno precedente (nel quale, peraltro, le erogazioni erano state inferiori rispetto al primo semestre del 1986). In particolare, i mutui erogati dalla Cassa Depositi e Prestiti alle USL per il ripianamento di disavanzi degli esercizi precedenti sono aumentati da 150 a 2.370 miliardi. L'apporto della Cassa agli altri

enti locali è passato da 2.980 a 3.680 miliardi. I fondi di dotazione alle imprese pubbliche sono risultati di pari importo nei due semestri (250 miliardi), mentre si sono dimezzati i conferimenti agli istituti di credito speciale: in particolare è diminuita l'acquisizione da parte della Cassa Depositi e Prestiti dei titoli da questi emessi.

settore statale indicato nella relazione previsionale e programmatica, l'importo massimo di emissioni nette di titoli pubblici, da effettuare in Italia e all'estero (invece viene abolita la norma riguardante il limite specifico per l'emissione e la circolazione dei BOT).

La legge finanziaria, da presentarsi entro il 30 settembre, è stata ridefinita, limitandone i contenuti; essa viene così a perdere la caratteristica di legge «omnibus» che, consentendo l'accoglimento di nuove istanze, ha portato a snaturarne la funzione di elemento moderatore della spesa.

In base alle nuove norme, la legge finanziaria può:

- a) disporre variazioni delle aliquote, delle detrazioni, degli scaglioni e di quant'altro in grado di incidere sulla misura delle imposte indirette, delle tasse, dei canoni, delle tariffe e dei contributi in vigore;
- b) stabilire, per ciascuno degli anni considerati dal bilancio pluriennale, il livello massimo del ricorso al mercato finanziario e del saldo netto da finanziare in termini di competenza;
- c) determinare gli stanziamenti di tutte le leggi pluriennali e delle leggi permanenti che a questo fine fanno a essa esplicito rinvio;
- d) disporre riduzioni di autorizzazioni legislative di spesa, sempre con riferimento a ciascuno degli anni considerati;
- e) rifinanziare, per non più di un anno, le norme vigenti per interventi di sostegno dell'economia classificati nel conto capitale;
- f) fissare l'importo dei fondi speciali per provvedimenti legislativi in corso; nell'ambito di essi, i fondi di segno negativo per riduzioni di spese o aumenti di entrate sono collegati, mediante apposizione della medesima lettera alfabetica, a uno o più accantonamenti di segno positivo, la cui utilizzazione è subordinata all'attuazione dei provvedimenti legislativi concernenti i primi;
- g) fissare, per ciascuno degli anni considerati, l'importo complessivo da destinare al rinnovo dei contratti del pubblico impiego.

In attuazione dell'articolo 81 quarto comma della Costituzione, la legge finanziaria può disporre nuove o maggiori spese correnti, riduzioni di entrate e nuove finalizzazioni da inserire nell'ambito dei fondi speciali, nei limiti delle nuove o maggiori entrate tributarie, extratributarie e contributive e delle riduzioni permanenti di autorizzazioni di spese correnti. Tali nuove o maggiori spese e quelle incluse nel fondo speciale di conto capitale non possono comunque concorrere a determinare tassi di evoluzione delle erogazioni incompatibili con quelli che risultano nel documento di programmazione economico-finanziaria approvato dal Parlamento con atto di indirizzo.

Sempre in attuazione del predetto articolo della Costituzione, confermando il principio già introdotto, in attesa della riforma, con la legge finanziaria per il 1988, viene stabilito che le leggi che comportino nuove o maggiori spese, ovvero minori entrate, possano trovare copertura esclusivamente attraverso: l'utilizzo degli accantonamenti inseriti nei fondi speciali, la riduzione di precedenti autorizzazioni di spesa o di disponibilità formatesi nel corso dell'esercizio sui capitoli di natura non obbligatoria (con conseguente divieto di variazioni volto a incrementare, nel corso dell'anno, i predetti capitoli) e, infine, l'introduzione di leggi che comportino nuove o maggiori entrate.

Viene altresì stabilito che i disegni di legge che comportino nuove o maggiori spese e/o riduzioni di entrate devono essere accompagnati da una relazione tecnica che ne quantifichi gli oneri; essa dovrà essere predisposta dalle amministrazioni interessate e verificata dal Ministero del tesoro. Ogni quattro mesi la Corte dei Conti dovrà trasmettere al Parlamento una relazione sulla tipologia delle coperture adottate nelle leggi approvate nel periodo considerato e sulle tecniche di quantificazione degli oneri. Qualora nel corso dell'attuazione delle nuove leggi si manifestino scostamenti rispetto alle previsioni di spesa e di entrate ivi indicate al fine della copertura finanziaria, il Ministro competente ne dà notizia al Ministro del tesoro che riferisce al Parlamento con propria relazione e assume le conseguenti iniziative legislative.

Nel primo semestre del 1988 gli incassi tributari dello Stato (compreso il gettito destinato ai rimborsi e quello di pertinenza della CEE, ed escluse le regolazioni contabili con le regioni a statuto speciale, gli aggi esattoriali e le commissioni bancarie) sono cresciuti di circa il 13 per cento rispetto allo stesso periodo dell'anno prece-

dente, raggiungendo i 120.000 miliardi; i dati provvisori dei primi tre trimestri mostrano un tasso di crescita di poco superiore. Questo risultato, che delinea per l'intero anno un aumento della pressione dei tributi sul Pil, è dipeso soprattutto dal forte sviluppo dell'imposta sostitutiva sugli interessi dei titoli pubblici e dal buon anda-

mento delle ritenute Irpef sui redditi da lavoro dipendente, dell'IVA e degli altri tributi indiretti, interessati dai numerosi provvedimenti di aumento disposti durante il 1987 e nell'anno in corso.

In particolare, per quanto riguarda l'Irpef, la dinamica delle retribuzioni e l'operare del drenaggio fiscale, solo in parte attenuato dalla maggiorazione delle detrazioni, hanno determinato nei primi nove mesi dell'anno un aumento delle ritenute sui redditi da lavoro dipendente del settore privato di circa il 15 per cento. Solo di poco inferiore è stata la crescita delle analoghe ritenute per i dipendenti pubblici.

I versamenti effettuati dalle persone fisiche a saldo dell'autotassazione hanno mostrato nel complesso una crescita di quasi il 10 per cento. Quelli delle persone giuridiche si sono invece ridotti di circa un terzo. Oltre alla modesta crescita dell'imponibile complessivo (e, in particolare, alla contrazione degli utili delle banche), tra i motivi di questo calo, non atteso nelle previsioni ufficiali, è da segnalare la maggiorazione apportata agli acconti dell'Irpeg e dell'Ilor versati alla fine del 1987, che ha anticipato a quel periodo incassi per circa 900 miliardi; su di esso ha inoltre influito l'aumento, tra il 1986 e il 1987, delle ritenute sui frutti dei titoli pubblici, che costituiscono un acconto dell'Irpeg da versare a saldo nell'anno successivo.

L'imposta sostitutiva incassata nei primi nove mesi sui frutti dei titoli pubblici è salita da 900 a 2.900 miliardi circa, a causa della sostituzione dei vecchi titoli esenti in scadenza con titoli nuovi soggetti a ritenuta, e dell'aumento dell'aliquota (dal 6,25 al 12,5 per cento) entrato in vigore a settembre dell'anno scorso. L'imposta sugli interessi dei depositi bancari è rimasta invece invariata (circa 5.500 miliardi), nonostante che la misura dell'acconto versato a giugno sia stata elevata dal 45 al 60 per cento al fine di anticipare al 1988 gli effetti dell'aumento dell'aliquota sui depositi non

vincolati (dal 25 al 30 per cento). È stato infatti concesso alle aziende di credito di detrarre, dallo stesso acconto di giugno, i crediti d'imposta relativi all'esercizio precedente; inoltre, il saldo versato a marzo di quest'anno ha risentito negativamente (per circa 1.100 miliardi) dell'elevazione, dal 45 al 55 per cento, dell'acconto di ottobre dell'anno scorso.

Gli incassi delle imposte indirette sono aumentati di oltre il 15 per cento. Il gettito dell'IVA, sulla base delle statistiche delle riscossioni rilevate dal Ministero delle finanze, è cresciuto nei primi otto mesi dell'11 per cento circa sugli scambi interni e del 12 per cento sulle importazioni, risentendo della fase congiunturale espansiva. A un ritmo superiore è salita l'imposta di bollo (20 per cento, compresa la tassa speciale sui contratti di borsa), interessata dagli aumenti disposti da settembre dell'anno scorso. Anche l'incremento delle imposte di fabbricazione è risultato elevato (13 per cento), per effetto degli inasprimenti apportati alle aliquote; oltre all'imposta sugli oli minerali, sottoposta a numerose revisioni, sono state aumentate le imposte sul metano, sul GPL, sugli spiriti e sulla birra. Tra gli altri tributi indiretti, sono da segnalare l'incremento delle concessioni governative (tra cui la tassa sulle società) e delle tasse e sovrattasse di circolazione, sottoposte ad aumento dall'inizio dell'anno, e il raddoppio del gettito del lotto, il cui servizio è stato riformato ed esteso.

Nell'ultimo trimestre dell'anno il ritmo di crescita delle entrate tributarie dovrebbe subire una lieve accelerazione. Infatti i tempi di versamento dell'IVA sono stati accorciati (con decorrenza da ottobre) e l'aliquota normale è stata elevata dal 18 al 19 per cento; gli acconti dovuti in novembre dalle persone fisiche per l'Irpef e per l'Ilor sono saliti dal 92 al 95 per cento; sono state ulteriormente inasprite le imposte di fabbricazione sui prodotti petroliferi e sul metano.

I mercati monetari e finanziari

Gli aggregati monetari e creditizi e la politica monetaria

I mesi del 1988 finora trascorsi sono stati caratterizzati da una crescita della moneta coerente con gli obiettivi posti dal quadro programmatico e da un'intensa espansione dei finanziamenti al settore non statale, influenzata dalla dinamica dell'attività reale più elevata del previsto, e in particolare dalla domanda di beni d'investimento. Di fronte all'impulso espansivo del fabbisogno pubblico sulla domanda interna, la politica monetaria è stata impegnata a evitare che il rapido sviluppo del credito si riflettesse negativamente su una bilancia commerciale che, nella parte iniziale dell'anno, dava segni di peggioramento e su un livello dei prezzi insidiato dai rincari delle materie prime. E' stato inoltre necessario assicurare un adeguato grado di finanziamento non monetario delle esigenze di cassa del Tesoro, amplificate dai considerevoli rimborsi di titoli in scadenza.

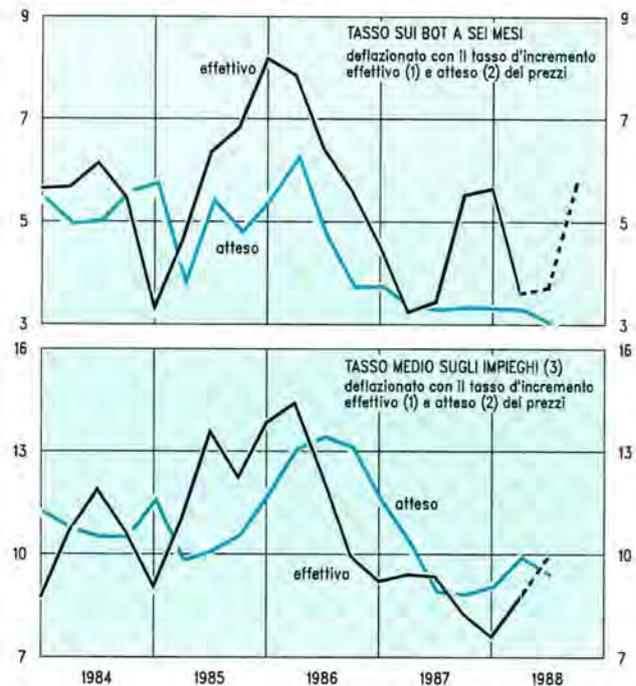
In un periodo d'inflazione costante, i rialzi del livello dei rendimenti nominali sui titoli pubblici disposti tra luglio e settembre hanno interrotto la discesa dei tassi reali d'interesse avvenuta nei primi mesi dell'anno in corso, facilitando il finanziamento del fabbisogno, rivelatosi a tratti difficoltoso (fig. 9).

Il sistema bancario ha gradualmente innalzato, sempre in estate, il livello dei tassi attivi, risultato fino ad allora in flessione. Anche in seguito all'aumento del costo reale del credito che ne è derivato, l'espansione dei finanziamenti ha dato segni di rallentamento, ritornando su ritmi più coerenti con un ordinato sviluppo dell'attività reale; misurato dall'inizio del 1988, il tasso di crescita dei finanziamenti al settore non statale, pari in maggio al 17,5 per cento annualizzato, è disceso al 15,3 per cento in agosto (tav. 14), a fronte di una fascia obiettivo fissata tra il 6 e il 10 per cento.

L'andamento dei finanziamenti al settore non statale è stato largamente influenzato da quello della componente bancaria. Scaduto alla fine di marzo il massimale sugli impieghi in lire e in presenza di una limitata crescita della raccolta, le aziende di credito hanno consentito, mediante ingenti smobilizzi dei titoli in portafoglio, un rapido accrescimento dei prestiti, aumentati fino a un

Fig. 9

Tassi d'interesse reali (*) (valori percentuali)



(*) Stime dei tassi d'interesse al netto dell'inflazione; dati trimestrali d'inizio periodo. Le linee tratteggiate indicano dati parzialmente stimati. — (1) Il deflatore è costituito dalla variazione effettiva dei prezzi nei sei mesi successivi al periodo di rilevazione del tasso, espressa in ragione annua. Il deflatore del tasso dei BOT è basato sull'indice dei prezzi al consumo; il deflatore del tasso sugli impieghi è basato su un indicatore dei prezzi di produzione del settore della trasformazione industriale. — (2) Il deflatore è costituito dalla variazione attesa dei prezzi ottenuta da una elaborazione della Banca d'Italia su dati Mondo Economico (inflazione attesa nei sei mesi successivi alla rilevazione del tasso di interesse, calcolata sulla base delle aspettative d'inflazione trimestrali); i deflatori del tasso sui BOT e sugli impieghi sono costituiti rispettivamente dalle attese relative ai prezzi al consumo e all'ingrosso. — (3) Il tasso nominale sugli impieghi in lire è tratto dalla Centrale dei rischi.

massimo del 19,3 per cento annualizzato nei primi cinque mesi dell'anno. La decelerazione degli impieghi bancari registrata nei mesi estivi ha portato il loro tasso di crescita ad attestarsi, nei primi otto mesi dell'anno, sempre in termini annualizzati e destagionalizzati, al 16,2 per cento; piú intensa è stata la crescita della componente in lire che ha raggiunto, nello stesso periodo, il 18,1 per cento.

Tav. 14

Credito totale interno
(variazioni percentuali nel periodo) (1)

VOCI	1987		1988 (2)	
	Gen.-ago.	Anno	Gen.-ago.	Obiettivo
Finanziamenti da aziende di credito (3)	11,5	8,3	17,4	
Finanziamenti da istituti di credito speciale	12,8	13,3	15,4	
Emissioni nette di obbligazioni	9,5	12,2	-2,0	
Finanziamenti al settore non statale	11,8	10,3	15,3	6-10
Fabbisogno interno del settore statale (4)	14,5	14,9	13,5	
Credito totale interno (4)	13,5	13,1	14,2	

(1) Annualizzate e al netto della componente stagionale. — (2) Dati provvisori. — (3) Dati corretti della variazione del tasso di cambio e dei consolidamenti. — (4) Al netto degli apporti ai fondi di dotazione degli intermediari finanziari e dei consolidamenti.

Elevata è risultata anche la crescita dei prestiti concessi dagli istituti di credito speciale, aumentati, sempre negli otto mesi, del 14,7 per cento in termini annui. L'espansione del credito speciale non è accelerata, a differenza di quanto avvenuto in precedenti analoghe occasioni, nel periodo di applicazione del massimale; essa è risultata particolarmente sensibile nel comparto mobiliare, piú direttamente collegato con l'attività d'investimento, e in quello fondiario. La crescita del credito degli istituti è stata favorita, oltre che dalla riduzione dell'imposta sostitutiva, anche dalla contrazione dei finanziamenti ottenuti dalle imprese mediante emissioni nette di obbligazioni, risultate — tra la fine di dicembre e quella di agosto — negative per 450 miliardi, a fronte di un valore positivo di 1.900 miliardi nello stesso periodo del 1987.

Come conseguenza della dinamica piú intensa del previsto dei finanziamenti al settore non statale e del fabbisogno del settore statale, nel periodo gennaio-agosto il credito totale interno è aumentato di 104.500 miliardi, pari, in termini annui, al 14,2 per cento della consistenza iniziale, a fronte del 10,4 per cento indicato per l'intero anno nel quadro programmatico.

La moneta (M2) è aumentata nello stesso periodo del 7,3 per cento (tav. 15). L'andamento dell'aggregato è risultato discontinuo nel tempo: dopo una crescita pressoché nulla registrata nel primo trimestre, la moneta è risultata in lieve accelerazione da aprile, ma solo in luglio ha raggiunto il limite inferiore della fascia obiettivo stabilita (6-9 per cento). L'espansione relativamente contenuta dei depositi discende, oltre che dall'aumento della ritenuta fiscale sugli interessi passivi bancari, dalle scelte gestionali delle aziende di credito, intente a migliorare i risultati di conto economico dopo il peggioramento del 1987: esse, come verrà meglio descritto in seguito, hanno accettato un ampliamento del differenziale di rendimento tra titoli di Stato e depositi bancari e un conseguente intensificarsi del processo di disintermediazione. Seguendo la tendenza degli ultimi anni, le aziende hanno favorito la diffusione dei certificati di deposito, il cui rendimento non è stato assoggettato all'inasprimento fiscale: al netto dei certificati, la moneta (M2A) è aumentata, in ragione annua e al netto della stagionalità, del 4,2 per cento solamente nei primi otto mesi.

Tav. 15

Base monetaria e moneta
(variazioni percentuali nel periodo) (1)

VOCI	1987		1988 (2)	
	Gen.-ago.	Anno	Gen.-ago.	Obiettivo
Riserve bancarie (3)	10,3	9,2	9,1	
Base monetaria (3)	10,0	9,2	8,5	
Depositi bancari	7,4	6,8	6,3	
Moneta al netto dei certificati di deposito (M2A)	7,9	6,8	4,2	
Moneta (M2)	8,9	8,3	7,3	6-9

(1) Annualizzate e al netto della componente stagionale. — (2) Dati provvisori. — (3) Dati aggiustati per la variazione del coefficiente di riserva obbligatoria.

La crescita annualizzata delle attività finanziarie sull'interno del settore non statale, valutate al netto delle azioni, ha raggiunto il 15 per cento nei primi sette mesi del 1988, per i quali sono disponibili i dati. L'ampio divario tra il tasso di crescita della moneta e quello della ricchezza finanziaria riflette i considerevoli acquisti di titoli di Stato (77.000 miliardi, contro i 61.000 nello stesso periodo del 1987) e le sottoscrizioni di certificati di deposito degli ICS operati dalle famiglie e dalle imprese; l'aumento di tali poste ha compensato la contrazione degli investimenti in quote di fondi comuni, iniziata già nella seconda metà del 1987 (tav. 16).

Tav. 16

Attività finanziarie (1)
(composizioni percentuali)

VOCI	Consistenze		Flussi	
	Dic. 1987	Lug. 1988	Gen.-lug.	
			1987	1988
Moneta (M2)	52,5	50,3	34,8	26,0
<i>di cui:</i>				
depositi bancari . . .	42,0	40,0	24,7	17,1
BOT e accettazioni . . .	14,2	14,1	-0,9	12,2
CD degli ICS	2,1	2,9	0,3	11,4
Titoli a medio termine . .	26,2	28,7	59,0	57,1
Quote Fondi comuni . .	4,8	3,9	6,9	-6,7
Totale . . .	100,0	100,0	100,0	100,0

(1) Attività finanziarie sull'interno del settore non statale, escluse le azioni; dati depurati della componente stagionale. L'eventuale mancata quadratura è dovuta all'esistenza di alcune poste minori.

Una larga quota della domanda di titoli ha interessato i BOT, a conferma di una più elevata preferenza per le attività finanziarie a breve termine; nel comparto a medio termine, il settore non statale ha privilegiato i titoli a reddito fisso, acquistando in misura superiore a quanto fatto nel 1987 buoni del Tesoro poliennali, per i quali è stata ripristinata la scadenza biennale; in diminuzione, ma pur sempre rilevanti, sono invece risultati gli acquisti di CCT.

Nonostante gli acquisti di titoli di Stato effettuati dalle famiglie e dalle imprese, il Tesoro ha dovuto affrontare momenti di difficoltà nel reperire sul mercato il finanziamento del crescente fabbisogno. L'offerta di titoli sul mercato è stata infatti accresciuta dalle vendite effettuate dalle

banche, che potevano così conciliare l'espansione dei prestiti con la limitata dinamica della raccolta, e dai fondi comuni, incalzati dai riscatti; la pressione dell'offerta di titoli si è riflessa nei primi mesi dell'anno, con particolare evidenza nel comparto a tasso variabile, in una ripresa della tendenza flettente dei corsi sul mercato secondario, dopo l'interruzione avutasi alla fine del 1987.

Il tasso d'incremento della base monetaria, come quello dei depositi bancari, si è ridotto nella prima parte dell'anno, per poi mostrare segni di ripresa; nei primi nove mesi del 1988, la base monetaria si è accresciuta di 6.500 miliardi ovvero, in termini annualizzati e aggiustati, del 10,2 per cento, incremento identico a quello dello stesso periodo del 1987. Nel periodo in esame, il controllo dei canali interni di creazione è risultato di particolare importanza per compensare i consistenti afflussi di valuta (oltre 5.000 miliardi, a fronte di 300 miliardi nello stesso periodo del 1987), in parte conseguenza dei prestiti contratti dal Tesoro sui mercati internazionali e degli acquisti di titoli di Stato effettuati da non residenti; il finanziamento in base monetaria del Tesoro è stato quindi contenuto entro i 3.500 miliardi, a fronte di un aumento di 13.600 miliardi nel gennaio-settembre 1987 (tav. 17).

Difficoltà nel collocamento dei CCT hanno cominciato a presentarsi in febbraio e sono proseguite in marzo, in coincidenza con un momento di pressione sul cambio della lira. Il movimento discendente dei rendimenti dei titoli di Stato è stato interrotto; gli interventi della Banca d'Italia sul mercato di questi titoli (v. riquadro) sono stati orientati a limitare la discesa dei corsi dei CCT sul mercato secondario al fine di evitare un'eccessiva rarefazione degli scambi e a riassorbire la liquidità eccedente mediante vendite temporanee (tav. a24).

L'aumento dei tassi a brevissimo termine è stato seguito, in aprile, da un rialzo del rendimento offerto sui BOT annuali e in luglio, quando l'accelerazione primaverile del credito bancario si confermava e il fabbisogno si profilava particolarmente elevato, da un rialzo generalizzato di tutti i rendimenti dei titoli di Stato: il rendimento dei CCT è passato, al lordo della ritenuta fiscale, dal 12,15 al 12,58 per cento; aumenti di analoga entità sono stati apportati ai tassi corrisposti sui BTP e sui BOT.

Gli interventi della Banca d'Italia sul mercato monetario

I mesi iniziali dell'anno sono stati contrassegnati da rilevanti afflussi di base monetaria dall'estero, ricollegabili all'operare del massimale sugli impieghi e ad aspettative di stabilità del cambio della lira: all'impulso espansivo così esercitato sulla liquidità si è aggiunto, a marzo, quello derivante dall'elevato fabbisogno del Tesoro e dalla contenuta domanda di titoli di Stato, soprattutto nei comparti a medio e a lungo termine. L'operare di questi fattori ha portato alla graduale estinzione dell'indebitamento temporaneo del sistema nei confronti della Banca d'Italia (vedi figura); dalla fine di marzo il controllo della base monetaria è stato condotto prevalentemente tramite operazioni temporanee d'impiego. Nel primo trimestre dell'anno è continuato il processo di spostamento della domanda di titoli pubblici da parte degli operatori verso strumenti a scadenza più breve; il mercato ha ridotto gli acquisti netti di CCT, spostandosi verso i BOT e i BTP biennali, questi ultimi emessi per la prima volta a marzo. La Banca d'Italia ha assecondato il mutamento delle preferenze intervenendo con operazioni di mercato aperto a titolo definitivo tese a stabilizzare l'andamento dei corsi dei CCT.

Nella prima metà di aprile, a un'elevata immissione di liquidità determinata dalla rapida espansione del fabbisogno del Tesoro si è accompagnato un sensibile deflusso di riserve valutarie; la Banca è intervenuta in senso restrittivo sul mercato aperto, offrendo al sistema bancario operazioni temporanee di impiego a tassi prossimi al 12 per cento. La debolezza del mercato dei CCT si è manifestata anche nell'esito insoddisfacente dell'emissione di inizio mese; a ciò l'autorità monetaria ha fatto fronte, da un lato, proseguendo gli interventi di sostegno sul mercato aperto, compensati da operazioni in BOT di segno opposto, e dall'altro, disponendo un aumento di 35 centesimi di punto del tasso sui BOT a 12 mesi emessi alla metà di aprile; la curva dei rendimenti è divenuta così positivamente inclinata nel segmento a breve termine. Nonostante il disinvestimento in CCT da parte del mercato, le sottoscrizioni nette complessive nel mese hanno raggiunto l'importo di 11.000 miliardi grazie a una domanda netta di BTP biennali e titoli in ECU di circa 8.600 miliardi e di BOT di circa 3.800 miliardi. Alla fine del mese il valore medio della liquidità è sceso nuovamente intorno ai 4.000 miliardi e il tasso

sui depositi overnight ha oltrepassato il livello del 12 per cento (vedi figura).

In maggio si è ridotto il deflusso di riserve valutarie; i forti esborsi del Tesoro e la scarsa domanda di titoli di Stato all'emissione hanno determinato fin dall'inizio del mese un nuovo rigonfiamento della liquidità bancaria. La Banca d'Italia è intervenuta offrendo al mercato operazioni di vendita temporanea per circa 2.000 miliardi. Il ridotto importo delle sottoscrizioni nette ha reso necessario al Tesoro un ampio ricorso al conto corrente di tesoreria; ciò si è tradotto in un superamento di 500 miliardi del limite massimo di indebitamento alla fine del mese.

In giugno la dimensione, stagionalmente contenuta, del fabbisogno ha facilitato il rientro dallo sconfinamento del conto corrente di tesoreria, nonostante che il collocamento netto di titoli abbia registrato un'ulteriore riduzione rispetto al mese precedente. La domanda netta del mercato si è orientata prevalentemente verso i BOT (2.500 miliardi) e in misura minore verso i BTP biennali e quadriennali (1.800 miliardi), mentre per i CCT si è verificato un semplice rinnovo degli importi in scadenza. Alla distruzione di base monetaria determinata dai fattori appena descritti si è contrapposta una creazione attraverso il canale dell'estero dove, dopo tre mesi di deflussi valutarie, si sono avute entrate per circa 2.300 miliardi. La manovra sul mercato aperto è stata caratterizzata da una riduzione dello stock di vendite temporanee e dal proseguimento della manovra di sostegno dei corsi dei CCT attuata con acquisti di questi titoli in via definitiva accompagnati da vendite di BOT.

Nuove preoccupazioni circa le prospettive di finanziamento del fabbisogno hanno indotto, nella prima metà di luglio, a disporre un rialzo generalizzato dei rendimenti offerti sui titoli di Stato. La prima cedola sui CCT in emissione all'inizio del mese è stata aumentata di 20 centesimi di punto su base semestrale, portandola al 6 per cento; sono stati inoltre alzati di 23 e di 35 centesimi di punto i tassi base sui BOT a 6 e a 12 mesi e di 20 centesimi il rendimento dei BTP biennali emessi a metà mese. Le sottoscrizioni nette nel mese sono risultate superiori ai 5.000 miliardi per i BOT e a circa 4.500 miliardi per i BTP. Ciò ha consentito, unitamente all'acensione di un prestito estero e al contributo della rac-

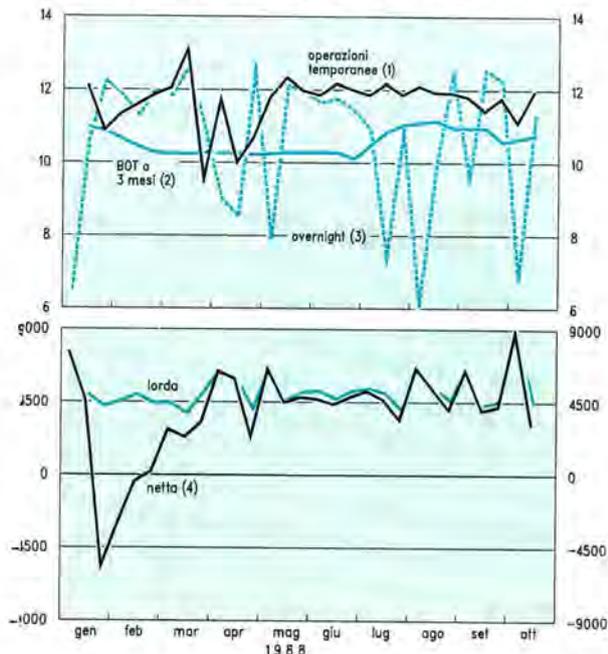
colta postale, di contenere la creazione di base monetaria attraverso il canale del Tesoro e di mantenere la liquidità bancaria su un livello medio mensile di 4.600 miliardi.

Fin dall'inizio di agosto, tuttavia, l'impulso espansivo esercitato dal fabbisogno del Tesoro ha determinato un nuovo aumento della liquidità, che si è portata nella media della prima decade a 6.600 miliardi, mentre il tasso overnight è sceso al 6 per cento. Come già nei mesi precedenti, la Banca d'Italia ha fatto fronte a questo sviluppo intervenendo sul mercato aperto; attraverso questo canale sono stati ceduti al mercato 7.400 miliardi di titoli, di cui 2.700 in via definitiva (principalmente BOT). Sul mercato primario dei titoli di Stato il forte disinvestimento di CCT nel mese (3.500 miliardi) ha parzialmente controbilanciato il buon andamento dei collocamenti di BOT e BTP, portando le sottoscrizioni nette a 6.000 miliardi. I tassi sulle operazioni pronti contro termine si sono mantenuti intorno al 12 per cento e su tale livello si è riportato alla fine del mese anche il tasso overnight.

Nella prima metà di settembre il formarsi di posizioni speculative, determinate da attese di svalutazione della lira, ha provocato un forte deflusso di riserve valutarie, in parte rientrate nella seconda quindicina. Gli elevati rimborsi di titoli all'inizio del mese e il concentrarsi negli stessi giorni di consistenti esborsi da parte del Tesoro hanno provocato un nuovo rigonfiamento della liquidità, neutralizzato dall'Istituto mediante l'offerta di operazioni temporanee di vendita sul mercato aperto. L'aumento dei rendimenti all'emissione, disposto contemporaneamente alla modifica del tasso di sconto e pari a 50 centesimi per BTP e CCT e a 24 e 45 centesimi, rispettivamente, per i tassi base dei BOT a 6 e a 12 mesi, ha agevolato il finanziamento del fabbisogno e il rinnovo dell'elevato importo di titoli in scadenza. La domanda netta è stata elevata sia per i BOT (8.400 miliardi) sia per i titoli con durata biennale (6.200 miliardi) e quadriennale (4.500 miliardi), mentre non si è arrestato il disinvestimento di CCT che ha raggiunto nel mese l'importo di 5.200 miliardi. L'aumento dei rendimenti offerti ha consentito al Tesoro di finanziare un fabbisogno mensile particolarmente elevato (18.200 miliardi) senza oltrepassare il limite massimo del conto corrente di tesoreria, che ha chiuso il mese con un margine disponibile di appena 700 miliardi.

In ottobre le preferenze degli operatori si sono nuovamente indirizzate verso l'investimento in titoli di Stato a medio termine; all'inizio del mese le richieste del mercato sono state particolarmente forti per i BTP a durata quadriennale, anche a causa del rigonfiamento prodotto dalle aspettative di riparto. Nel segmento a breve termine le richieste presentate all'asta dei BOT di metà mese si sono concentrate sulle scadenze a 6 e a 12 mesi. Le elevate sottoscrizioni nette hanno permesso di riassorbire la forte espansione di liquidità manifestatasi nei primi giorni di ottobre, in concomitanza con i pagamenti effettuati dal Tesoro; a ciò ha contribuito anche la manovra delle operazioni temporanee di impiego. L'importo complessivo di vendite pronti contro termine offerte dall'Istituto al mercato a partire dal mese di aprile ha superato alla metà di ottobre il valore di 96.000 miliardi.

Tassi di mercato monetario e liquidità bancaria (*)



(*) Medie decadali di osservazioni giornaliere ad eccezione del tasso sui BOT a 3 mesi.

(1) Media dei tassi marginali di aggiudicazione sulle operazioni pronti contro termine accese nella decade. — (2) Tasso semplice lordo di aggiudicazione alle aste. — (3) Media semplice delle quotazioni denaro. — (4) Liquidità al netto delle anticipazioni a scadenza fissa e dei finanziamenti pronti contro termine.

Le variazioni dei tassi intervenute in questi mesi sono state accompagnate da modifiche strutturali destinate a rendere più funzionali i mercati primario e secondario dei titoli di Stato: da maggio è iniziata l'operatività del mercato telematico (v. riquadro). L'abolizione del prezzo base per i BOT trimestrali offerti all'asta, disposta da luglio, ha lo scopo di facilitare un più rapido adeguamento dei tassi a breve alle effettive condizioni del mercato; sempre da luglio, sono state unificate le caratteristiche dei BTP emessi all'inizio e alla metà di ogni mese, in modo da ridurre il numero delle specie di titoli in circolazione e da ampliare la quantità di ciascuna di esse, facilitando così lo sviluppo delle contrattazioni sul mercato secondario.

Tav. 17

Base monetaria*(variazioni in miliardi di lire)*

VOCI	1987		1988 (1)
	Gen.-set.	Anno	Gen.-set.
Creazione			
Estero	328	6.756	5.075
Tesoro	13.586	9.240	3.488
<i>Fabbisogno</i>	<i>85.238</i>	<i>114.212</i>	<i>94.126</i>
<i>(escluse regolaz. deb. preg.)</i>	<i>(84.990)</i>	<i>(113.659)</i>	<i>(94.004)</i>
<i>Titoli sul mercato</i>	<i>-66.157</i>	<i>-84.657</i>	<i>-81.616</i>
<i>Raccolta postale e debiti esteri (2)</i>	<i>-5.495</i>	<i>-20.315</i>	<i>-9.022</i>
Rifinanziamento alle aziende di credito	-1.169	-730	-177
Altri settori	-6.396	-1.320	-1.921
Totale	6.349	13.946	6.465
Utilizzo			
Circolante	-594	4.387	-651
Riserve bancarie	6.943	9.559	7.116
<i>Riserva obbligatoria</i>	<i>7.407</i>	<i>8.740</i>	<i>7.143</i>
<i>Dep. eccedenza massimale ..</i>	<i>-</i>	<i>657</i>	<i>-657</i>
<i>Liquidità</i>	<i>-464</i>	<i>162</i>	<i>630</i>

(1) Dati provvisori. — (2) Incluse le altre voci minori.

La domanda di titoli espressa dal mercato ha però continuato a manifestare segni di debolezza;

in luglio, solo l'emissione di BTP biennali — pur limitata rispetto alle esigenze di finanziamento del fabbisogno del mese — è risultata integralmente sottoscritta dal mercato. A incrementare l'incertezza degli operatori ha contribuito, in agosto, l'accentuarsi della tendenza al rialzo dei tassi nei principali paesi esteri seguita all'aumento del tasso di sconto negli Stati Uniti e alla conseguente ripresa del cambio del dollaro.

In considerazione della necessità di contrastare l'eccessiva espansione del credito e di assicurare il finanziamento del fabbisogno, che si rivelava progressivamente più elevato del previsto, le autorità monetarie hanno disposto un aumento dei tassi alla fine di agosto, in concomitanza con analoghe decisioni prese nei principali paesi europei: oltre al tasso di sconto, passato dal 12 al 12,50 per cento, sono stati innalzati in misura pressoché equivalente i rendimenti dei titoli di Stato.

Anche in seguito alla manifestazione dell'impegno governativo nel perseguire il risanamento della finanza pubblica, la reazione degli investitori è stata favorevole: l'emissione di BTP quadriennali di settembre si è risolta con un riparto, sia all'inizio sia alla metà del mese; i BOT offerti sono stati pressoché integralmente sottoscritti. E' stato in questo modo superato un mese caratterizzato da ingenti impegni finanziari del Tesoro: alla necessità di assicurare la copertura di un fabbisogno elevato (oltre 18.000 miliardi) si aggiungeva infatti quella di agevolare il rinnovo di oltre 37.000 miliardi di titoli in scadenza. La copertura del fabbisogno con titoli di durata superiore all'anno, ridottasi al 17 per cento nel bimestre luglio-agosto, è risalita al 45 per cento.

La domanda di credito e l'attività degli intermediari

Il mutamento della composizione dell'attivo bancario in favore dei prestiti, emerso dopo la rimozione del massimale, rappresenta, come si è visto, una delle caratteristiche del periodo in esame. La crescita degli impieghi bancari in lire, contenuta nei mesi in cui il massimale era operante, ha registrato in aprile un brusco rimbalzo. L'accelerazione si è confermata nei mesi successivi, senza che si verificassero pressioni al rialzo sul costo del credito bancario, ed è stata accompagnata da un

aumento dei prestiti in valuta, che in marzo e in aprile si erano ridotti dopo copiosi afflussi all'inizio dell'anno. Come descritto nel paragrafo precedente, solo in estate, dopo l'innalzamento della struttura dei tassi attivi, l'espansione si è ridimensionata.

Un'analisi della ripartizione dei prestiti per settori di destinazione sembra indicare che la domanda sia stata prevalentemente influenzata dalla crescita dell'attività reale. Con riferimento alla tipologia dimensionale delle imprese, particolarmente rilevante è stato il credito concesso alle imprese private non principali. Come negli ultimi anni, inoltre, molto elevato (circa il 30 per cento nei dodici mesi terminanti a luglio) è stato l'aumento del credito al consumo. La componente finanziaria della domanda di credito bancario, più direttamente colpita dal massimale (v. Bollettino Economico n. 10) e quindi in parte responsabile della ripresa dell'aggregato dopo la scadenza del provvedimento, non ha raggiunto l'intensità toccata nel 1987.

Una conferma indiretta della minore rilevanza assunta dagli impieghi «finanziari» viene dall'andamento della quota di prestiti concessi a tassi di oltre due punti inferiori al *prime rate*; tale quota, pur essendo aumentata dopo l'abolizione del massimale, si è attestata su livelli inferiori a quelli raggiunti alla metà del 1987. Questa interpretazione è rafforzata dall'esame del saldo finanziario delle imprese, sensibilmente peggiorato nei primi sei mesi dell'anno in corso, dal momento che alla forte crescita dei finanziamenti ottenuti non si è accompagnato un accumulo di attività finanziarie.

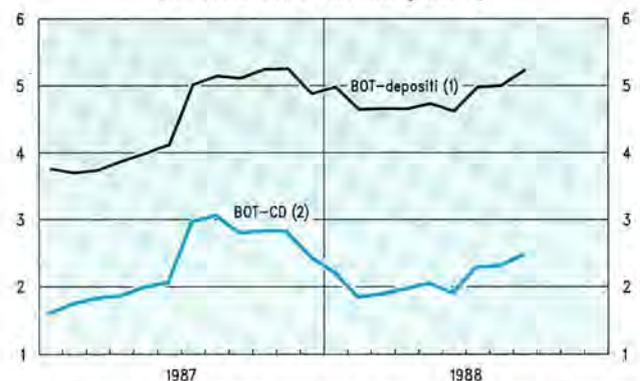
Il risultato conseguito dal sistema bancario nel suo complesso non è stato equamente distribuito tra i diversi gruppi giuridici e dimensionali di aziende: le banche popolari e, nella suddivisione dimensionale, le banche piccole e minori hanno registrato un'espansione dei prestiti superiore alla media; all'estremo opposto si sono collocate le casse di risparmio.

La dinamica dei depositi bancari è stata, come si è visto, relativamente contenuta; il loro tasso di crescita a dodici mesi si è mantenuto nel primo semestre dell'anno al di sotto del 6 per cento, per aumentare di circa un punto in luglio e in agosto. In vista dell'esigenza di migliorare il conto economico, le aziende di credito hanno continuato a contenere il costo della raccolta e ad accettare

una progressiva disintermediazione dal lato del passivo, accelerata dall'aumento al 30 per cento della ritenuta fiscale applicata agli interessi corrisposti: il differenziale tra il tasso sui BOT e quello medio sui depositi, entrambi al netto della ritenuta fiscale, si è mantenuto nella prima parte di quest'anno vicino ai cinque punti percentuali, pressoché invariato rispetto a quello prevalente nel secondo semestre del 1987, ma di circa un punto più elevato di quello registrato nella prima parte di quell'anno (fig. 10).

Fig. 10

Differenziali di tasso
(al netto della ritenuta fiscale)



(1) Tasso sui BOT a sei mesi meno tasso medio sui depositi — (2) Tasso sui BOT a sei mesi meno tasso sul CD di corrispondente durata.

La politica seguita per il tasso offerto sui certificati di deposito è stata, invece, più aggressiva: il differenziale tra il tasso sui BOT e quello sui CD, anch'esso ampliatosi di un punto alla metà del 1987, si è progressivamente contratto fino a ritornare vicino al livello precedente. La conseguente, sensibile crescita delle emissioni di certificati ha riguardato in particolare quelli con scadenza compresa tra 3 e 6 mesi, più che raddoppiati nei dodici mesi terminanti a giugno 1988, e quelli con scadenza tra 6 e 9 mesi. In seguito alla nuova regolamentazione dell'operatività delle banche oltre il breve termine, si è inoltre assistito a un'entrata delle aziende di credito nel mercato dei CD con scadenza tra 18 e 24 mesi, più direttamente concorrenziali con quelli emessi dagli istituti di credito speciale e aumentati fino al 7,9 per cento dello *stock* complessivo.

Come conseguenza di questi fenomeni, i tassi di crescita più rilevanti della raccolta sono stati

registrati da quei gruppi di aziende che già detenevano un'elevata quota del mercato dei CD, come le banche d'interesse nazionale, o che hanno dato un particolare impulso all'emissione dei certificati, come le casse di risparmio; la quota di mercato di queste ultime è passata, tra giugno 1987 e giugno 1988, dal 22,4 al 26,5 per cento.

Le scelte gestionali del sistema bancario si sono tradotte, nel primo semestre di quest'anno, in un lieve aumento della redditività. In rapporto al totale dei fondi intermediati, il margine d'interesse si è accresciuto sia rispetto al primo semestre del 1987, sia rispetto al corrispondente periodo del 1986, nel quale era in vigore il massimale. L'effetto di tale aumento è stato in parte assorbito dall'ulteriore riduzione del contributo fornito dall'attività di negoziazione in titoli. Si è invece registrato un apporto positivo determinato dalla riduzione del costo del personale per lira intermediata, che nel 1987 era stato accresciuto dalla conclusione di nuovi contratti di lavoro.

La dinamica dei prestiti concessi dagli istituti di credito speciale è stata sostenuta fin dalla seconda metà dell'anno passato; in progressiva e costante decelerazione è invece risultata la crescita delle operazioni agevolate. Nei dodici mesi terminanti ad agosto, gli impieghi complessivi degli istituti sono cresciuti del 15,3 per cento, la componente agevolata del 10 per cento circa.

Assai rilevante (oltre il 20 per cento nei dodici mesi ad agosto) è stata la crescita del credito fondiario ed edilizio, che ha positivamente risentito della ripresa del mercato immobiliare. L'aumento è infatti in larga parte motivato dalla concessione di mutui per l'acquisto di abitazioni; l'espansione dei prestiti al settore famiglie è risultata superiore a quella media.

In relazione alla già ricordata crescita degli investimenti in macchinari e attrezzature, anche gli istituti di credito mobiliare hanno aumentato sensibilmente i propri prestiti, cresciuti del 14,9 per cento nei dodici mesi ad agosto. Più contenuta è risultata l'espansione degli impieghi a breve termine (11,1 per cento), per i quali si è ridotto il vantaggio fiscale determinato dal non assoggettamento all'imposta sostitutiva.

Riflettendo le preferenze degli investitori per i titoli a più breve termine, nel periodo in esame il

finanziamento degli istituti è stato ottenuto principalmente mediante emissioni di certificati di deposito, aumentati nei primi otto mesi dell'anno di oltre 11.000 miliardi, ovvero di circa il 50 per cento rispetto alla consistenza di dodici mesi prima; l'aumento è stato in larga parte concentrato nel primo trimestre dell'anno e ha riguardato in particolare i CD con durata compresa tra i 18 e i 24 mesi, ovvero con la scadenza più breve tra quelle permesse agli istituti. In netta contrazione sono invece risultate le emissioni di obbligazioni, che hanno raggiunto, tra gennaio e agosto, i 4.400 miliardi circa, rispetto ai 7.000 del corrispondente periodo del 1987. L'apporto di fondi dall'estero ha raggiunto, come nell'anno passato, i 3.000 miliardi circa.

Il mercato finanziario

L'accelerazione del fabbisogno pubblico e lo spostamento delle preferenze degli investitori si sono riflessi sulla quantità e sulla composizione delle nuove emissioni di titoli di Stato. Nei primi nove mesi dell'anno, le emissioni lorde di titoli pubblici hanno raggiunto i 388.000 miliardi, con un aumento di 85.000 miliardi rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. Seguendo lo spostamento delle preferenze degli investitori verso il breve termine e verso il reddito fisso, sono aumentate le emissioni di BOT e di BTP, pari rispettivamente a 306.000 e 45.000 miliardi, contro 221.000 e 18.000 del gennaio-settembre 1987 (tav. 18). Le emissioni di titoli in ECU sono passate da 1.100 a quasi 13.000 miliardi (di cui 6.500 di BTE), mentre quelle di CCT sono scese a poco meno di 24.000 miliardi, 28.000 in meno dell'anno precedente.

Spostamenti analoghi si ritrovano nella composizione delle emissioni nette, passate da 70.500 a 80.000 miliardi: esse sono risultate composte per il 44 per cento da BOT (20 per cento nello stesso periodo del 1987) e per il 46 da BTP (20 per cento), mentre la quota dei CCT, pari al 49 per cento nel 1987, è divenuta negativa. E' quindi proseguito l'accorciamento della vita media dei titoli pubblici in circolazione; essa, pari a quasi quattro anni nel maggio 1987 e a tre anni e mezzo nel successivo dicembre, è scesa a poco più di tre anni nel settembre 1988.

Tav. 18

Titoli di Stato
(miliardi di lire)

PERIODO	BOT (1)	CCT	BTP	CTE (2)	Totale (3)
Emissioni lorde					
1985	256.281	97.209	17.288	3.367	384.553
1986	265.865	79.255	53.276	2.079	400.475
1987	316.110	55.480	19.020	590	404.116
1987 - 9 mesi ...	221.139	51.630	18.190	1.113	302.543
1988 - 9 mesi (*)	306.566	23.650	44.860	6.341	387.996
Emissioni nette					
1985	13.181	78.567	3.973	3.367	106.102
1986	9.697	53.534	35.025	2.079	97.153
1987	25.171	35.267	13.538	590	83.550
1987 - 9 mesi ...	14.372	34.434	13.981	1.113	70.440
1988 - 9 mesi (*)	34.979	-2.715	36.529	6.341	79.988

(1) Per questi titoli le emissioni nette sono date dalle emissioni lorde meno i rimborsi. — (2) Al netto delle stampigliature. — (3) I dati relativi al 1985 includono i titoli emessi per consolidamento di debiti pregressi pari, per le emissioni nette, a 9.923 miliardi. Sono comprese emissioni di BTE pari a 2.311 miliardi nel 1987 e 6.519 nel 1988. — (*) Dati provvisori.

Le incertezze sul futuro andamento dei tassi d'interesse si sono dapprima riflesse in una progressiva accentuazione della pendenza della curva dei rendimenti, con un abbassamento nel tratto relativo alle scadenze più brevi e un aumento dei tassi a più lungo termine (fig. 11); l'intera curva si è poi gradualmente innalzata nei mesi estivi. Il corso dei CCT sul mercato secondario è risultato in rapido calo fino a giugno, mentre nell'estate si è assistito a un suo parziale recupero.

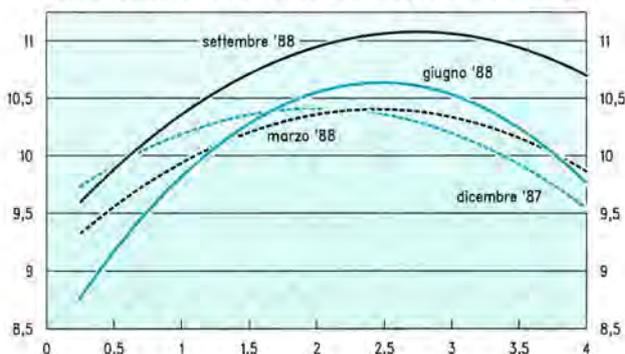
Dal lato dei sottoscrittori, il mercato dei titoli di Stato si è caratterizzato per gli ingenti acquisti effettuati dal pubblico, già descritti nel paragrafo d'apertura, e per la sensibile riduzione dei titoli detenuti dal sistema bancario, contrattati di 25.600 miliardi nei primi otto mesi dell'anno. I disinvestimenti delle aziende, solo in parte (5.300 miliardi)

compensati da acquisti degli istituti di credito speciale, sono stati effettuati principalmente con vendite sul mercato secondario e hanno riguardato prevalentemente i CCT, ridotti di oltre 18.500 miliardi.

L'importante smobilizzo di CCT compiuto dalle banche contribuisce a spiegare l'andamento perturbato dei corsi di questi titoli nella prima parte dell'anno. L'entità dei disinvestimenti riflette in larga misura la rilevanza che i CCT avevano assunto nei bilanci bancari. Nelle vendite è inoltre evidente la continuazione della tendenza a cedere al pubblico titoli esenti da imposta, sostituendoli con titoli tassati; nei primi sei mesi del 1988, i CCT esenti sono passati dal 60 al 54 per cento dei titoli della specie detenuti dalle aziende. La politica delle banche ha probabilmente risentito anche della diversa percezione del rischio di perdite in conto capitale collegato con la detenzione di tali titoli, i cui corsi avevano avuto un andamento cedente già nella seconda parte del 1987.

Fig. 11

Struttura dei rendimenti netti per scadenza (1)



(1) Le curve sono state costruite interpolando i rendimenti effettivi dei BTP quotati rispetto alla loro durata finanziaria. I rendimenti indicati sull'asse delle ordinate sono espressi in valore percentuale.

Un comportamento simile a quello delle banche è stato tenuto dai fondi comuni d'investimento, la cui raccolta netta è risultata negativa, nei primi nove mesi dell'anno, per 10.500 miliardi: essi hanno concentrato i propri disinvestimenti nel comparto dei CCT, riducendo solo lievemente le detenzioni di altre obbligazioni in lire e di azioni italiane; hanno, d'altra parte, continuato a incrementare il proprio portafoglio di titoli in valuta (tav. 19).

Il mercato telematico dei titoli di Stato: i primi 5 mesi di attività

Il 16 maggio scorso ha cominciato a operare il mercato telematico dei titoli di Stato, istituito dal Ministro del Tesoro per la contrattazione di partite di importo unitario rilevante (cfr. Bollettino Economico n. 10, pp. 16*-23*). Il nuovo mercato, nel quale sono stati inizialmente trattati 16 CCT e 4 BTP rappresentativi dei titoli in circolazione (tav. 1), ha avuto un avvio soddisfacente, specialmente se si tiene conto che l'incertezza sull'evoluzione dei tassi d'interesse rendeva non agevole l'incontro tra domanda e offerta e difficile l'individuazione delle condizioni di equilibrio; l'istituzione del nuovo mercato ha accresciuto la trasparenza delle contrattazioni e la liquidità dei portafogli degli operatori.

Al 14 ottobre scorso il valore nominale dei CCT trattati sul mercato telematico era pari al 31 per cento di quello dei titoli della stessa specie in circolazione, contro il 10 per cento per i BTP. Le quote di CCT e BTP salgono, rispettivamente, al 32 e al 15 per cento se si riferiscono ai titoli della stessa specie quotati alla Borsa Valori di Milano: alla data in esame, infatti, non erano ancora quotati in borsa 8 CCT, per un controvalore nominale di 13.700 miliardi, e 12 BTP, per un controvalore nominale di 46.831 miliardi.

In numero, i 16 CCT trattati sul mercato telematico risultano equamente divisi in titoli con cedole semestrali (di cui 4 legati al rendimento dei BOT annuali) e titoli con cedole annuali. Facendo riferimento alla loro vita residua, 9 CCT sono a medio termine e 7 a lungo. Per quanto riguarda invece il regime fiscale, 7 CCT sono esenti, 6 sono soggetti alla ritenuta del 6,25 per cento (in proporzione quasi doppia rispetto a quella risultante nel totale dei CCT in circolazione) e 3 sono soggetti alla ritenuta del 12,5.

Gli operatori abilitati a svolgere contrattazioni sul mercato telematico (dalle ore 10 alle 13 e dalle 15 alle 16) sono attualmente 173, con un incremento di 78 unità rispetto alla situazione iniziale. Di essi 18, iscritti nell'apposito albo tenuto dalla Banca d'Italia, agiscono come operatori principali, esponendo sul circuito Reuters i prezzi ai quali sono disposti ad acquistare o vendere titoli per un quantitativo mi-

nimo pari a 5 miliardi di valore nominale; i rimanenti operatori agiscono in contropartita degli operatori principali, concludendo con essi contrattazioni per via telefonica (l'esecuzione dei contratti per via telematica verrà sperimentata tra breve). Gli operatori abilitati provengono per la maggior parte dal settore creditizio (97 banche, di cui 4 istituti centrali di categoria, 12 filiali di banche estere e 6 istituti di credito speciale); sono inoltre presenti, oltre alla Banca d'Italia, 56 società finanziarie (incluse le società di gestione di fondi comuni e le commissionarie di borsa) e una compagnia di assicurazione.

Nei primi cinque mesi di attività sono stati scambiati titoli per un controvalore nominale di 25.639 miliardi, di cui 23.309 relativi a CCT (tav. 2), mentre le contrattazioni svolte alla Borsa Valori di Milano sull'intero insieme dei titoli di Stato quotati risultavano pari a 6.460 miliardi. Gli scambi giornalieri sul mercato telematico, che tendono ad addensarsi nelle giornate di giovedì e venerdì, sono stati in media pari a 235 miliardi (214 di CCT e 21 di BTP), con un minimo di 65 miliardi (il 16 agosto) e un massimo di 595 (il 25 agosto).

Considerabile è risultato il divario di negoziabilità tra i diversi CCT e BTP trattati. Nel periodo in esame, il volume complessivo delle contrattazioni sui singoli titoli è stato compreso tra un minimo di 238 miliardi (CCT 1.2.93) e un massimo di 5.506 (CCT 1.10.96). Tenendo conto dell'importo in circolazione delle singole emissioni, il tasso di rotazione dei titoli (turnover), definito come rapporto tra volume degli scambi e quantità in circolazione, ha oscillato tra un minimo del 4 per cento (CCT 1.3.95) un massimo del 65 per cento (CCT 1.11.96), risultando in media pari al 21 per cento (tav. 3).

Il differenziale lettera-denaro (bid-ask spread), ossia lo scarto tra i migliori prezzi di vendita e di acquisto fissati dagli operatori principali (rilevato alle ore 16), è risultato in media pari allo 0,13 per cento, con punte massime di oltre mezzo punto percentuale (fig. 1). Esso è stato tanto più elevato quanto maggiore era la sua variabilità nel tempo e

Mercato telematico e Borsa Valori di Milano: CCT e BTP quotati

(situazione al 14 ottobre 1988)

Tav. 1

TITOLI	CCT			BTP		
	Mercato telematico	Borsa di Milano	Totale in circolazione	Mercato telematico	Borsa di Milano	Totale in circolazione
Numero titoli	16	75	83	4	42	54
fino a 18 mesi	0	0	0	3	17	17
18 mesi-5 anni	9	38	45	1	25	37
oltre 5 anni	7	37	38	0	0	0
esenti	7	52	52	0	16	16
aliquota 6,25%	6	17	17	3	18	18
aliquota 12,5%	3	6	14	1	8	20
cedole semestrali	8	30	37	4	42	54
di cui: legate ai BOT a 12 mesi	4	16	23	0	0	0
cedole annuali	8	45	46	0	0	0
Valore nominale (miliardi di lire)	107.074	331.115	355.915	12.848	88.325	135.156

Tav. 2

Scambi sul mercato telematico e in borsa
(16 maggio-14 ottobre; miliardi di lire)

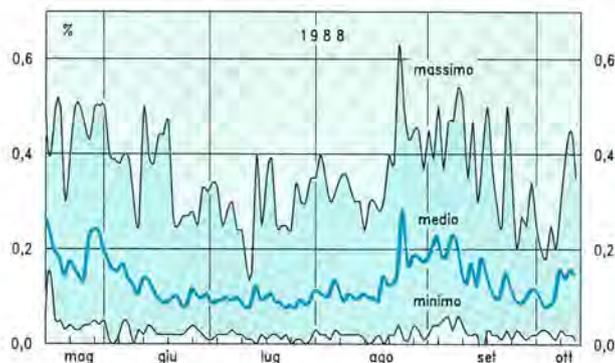
MESI	Mercato telematico			Borsa di Milano
	CCT	BTP	Totale	Titoli di Stato
1988 — mag.....	2.067	315	2.382	708
giu.....	3.090	668	3.758	1.487
lug.....	4.698	366	5.064	1.208
ago.....	6.047	334	6.381	1.105
set.....	4.844	362	5.206	1.271
ott.....	2.563	285	2.848	681
Totale...	23.309	2.330	25.639	6.460

quanto minore risultava il turnover del titolo; si è inoltre osservato uno spread maggiore per i CCT con cedola annuale rispetto a quello dei titoli con cedola semestrale. Questi tre fattori (la variabilità nel tempo del differenziale, il turnover e la periodicità delle cedole) hanno spiegato da soli l'85 per cento della varianza dei bid-ask spread medi osservati nel periodo in esame (tav. 3).

L'evoluzione dei prezzi ha premiato i CCT rispetto ai BTP; i primi, dopo una forte e rapida flessione negli ultimi giorni di maggio, hanno recuperato i livelli iniziali per poi seguire un trend ascendente, mentre sostanzialmente stazionari si mantenevano i corsi dei BTP (fig. 2). Considerando i corsi tel quel (comprensivi degli interessi maturati), invece dei corsi secchi, e reinvestendo le cedole staccate al netto della ritenuta fiscale, i titoli trattati sul mercato secondario hanno reso in media, nel periodo in esame (5 mesi), il 5,14 per cento (5,26 i CCT e 4,09 i BTP).

Fig. 1

Mercato telematico dei titoli di Stato: differenziale tra le migliori quotazioni lettera e denaro



Tav. 3

Differenziali tra prezzi lettera e denaro (*)
(16 maggio-14 ottobre 1988)

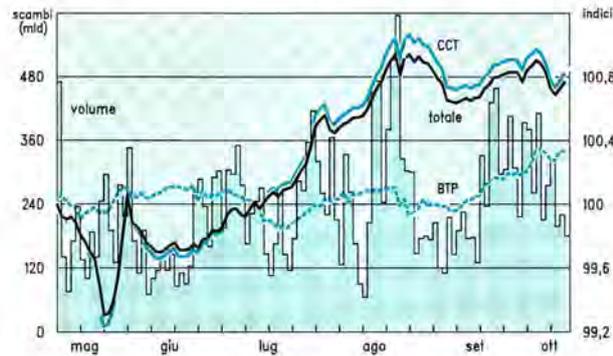
TITOLI	Differenziali		Scambi (mlrd.)	Tassi di rotazione	Period. cedole (mesi)
	Media	S.q.m.			
CCT 18.9.90	0,09	0,07	465	0,13	6
CCT 1.3.91	0,11	0,08	558	0,07	6
CCT 1.6.91	0,14	0,10	610	0,09	6
CCT 1.7.91	0,08	0,06	750	0,09	6
CCT 1.11.91	0,06	0,05	555	0,08	6
CCT 19.5.92	0,16	0,09	675	0,33	12
CCT 1.1.93	0,07	0,05	945	0,13	6
CCT 1.2.93	0,16	0,10	238	0,08	6
CCT 1.3.93	0,19	0,11	255	0,08	6
CCT 1.3.95	0,27	0,11	431	0,04	12
CCT 1.10.96	0,08	0,09	5.506	0,46	12
CCT 1.11.96	0,07	0,08	4.219	0,65	12
CCT 1.1.97	0,23	0,12	738	0,15	12
CCT 18.2.97	0,12	0,09	1.621	0,27	12
CCT 1.3.97	0,18	0,11	930	0,19	12
CCT 1.4.97	0,07	0,06	4.813	0,42	12
BTP 1.1.90	0,13	0,08	280	0,11	6
BTP 1.3.90	0,08	0,05	1.203	0,30	6
BTP 1.4.90	0,12	0,10	552	0,25	6
BTP 1.11.90	0,16	0,10	295	0,07	6

(*) I coefficienti della regressione lineare del differenziale lettera-denaro sullo scarto quadratico medio del differenziale stesso, il tasso di rotazione e la periodicità delle cedole (inclusa, per prima, la costante) sono, nell'ordine, -0,03 (-1,03), 1,52 (5,17), -0,19 (-4,03) e 0,01 (2,72); tra parentesi sono riportati i valori delle statistiche t. L'R² è risultato pari a 0,85.

Al 14 ottobre i differenziali tra i rendimenti netti dei CCT trattati e quelli dei BOT risultavano in media più contenuti, specialmente per le scadenze più lunghe, rispetto a quelli registrati alla fine di maggio, quando le consistenti vendite di CCT ne avevano bruscamente innalzato i rendimenti.

Fig. 2

Mercato telematico dei titoli di Stato: indici dei corsi secchi e quantità scambiate



Tav. 19

**Fondi comuni mobiliari di diritto italiano:
portafoglio titoli**
(consistenze in miliardi di lire)

DATA	Titoli di Stato	Titoli in lire		Titoli in valuta		Totale
		Obblig.	Azioni	Obblig.	Azioni	
1986 — dic.	35.844	5.153	17.887	1.422	2.305	62.611
1987 — ago.	36.236	5.527	17.100	2.666	4.274	65.803
set.	34.533	5.486	17.861	2.775	4.382	65.037
ott.	32.671	5.345	14.449	2.345	3.175	57.985
nov.	32.128	5.326	14.787	2.618	2.811	57.670
dic.	31.569	5.254	13.561	2.889	2.608	55.881
1988 — gen.	30.773	5.204	12.670	2.804	2.631	54.082
feb.	28.445	5.112	13.139	2.721	2.720	52.137
mar.	27.930	5.046	13.440	3.225	2.874	52.515
apr.	26.922	5.182	12.919	3.902	3.031	51.956
mag.	25.466	5.104	11.820	4.194	2.979	49.563
giu.	24.757	5.044	12.756	4.108	3.178	49.843
lug.	24.304	4.967	13.126	4.152	3.349	49.898
ago.	23.923	4.980	12.686	4.371	3.284	49.244
set.	23.426	4.865	13.182	4.508	3.278	49.259

La riduzione dell'intermediazione svolta dai fondi comuni sul mercato finanziario italiano, in un anno in cui le famiglie hanno effettuato considerevoli investimenti in titoli, sembra fornire una diversa interpretazione del ruolo che, nell'opinione degli investitori, questi intermediari debbono svolgere. La funzione principale dei fondi è quella di permettere ai risparmiatori d'investire in un portafoglio diversificato e professionalmente gestito con limitati costi di transazione. La gestione del rischio medio di portafoglio, componente essenziale di tale strategia, è meno rilevante nel comparto obbligazionario interno, caratterizzato dalla presenza preponderante di un unico emittente; in tale comparto, gli investitori sembrano aver privilegiato l'investimento diretto. Il ruolo dei fondi assume maggiore importanza nel mercato azionario e in quello estero, dove la plu-

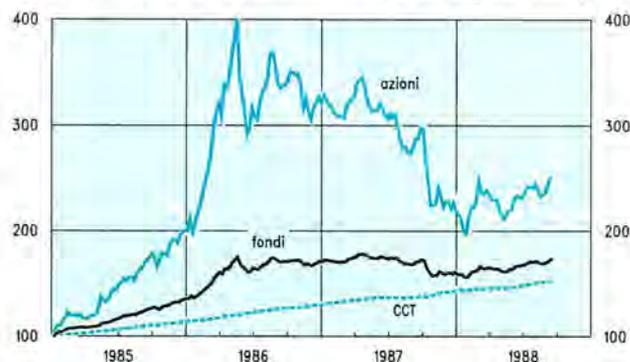
ralità di emittenti e di strumenti finanziari disponibili richiede maggiore esperienza nell'effettuare le scelte d'investimento. Ciò appare confermato dal fatto che, tra i numerosi fondi di nuova istituzione (24 nei primi nove mesi dell'anno), molti sono caratterizzati da minori commissioni all'entrata e molti risultano maggiormente orientati all'investimento estero.

Gli investitori esteri hanno, nel periodo in esame, contribuito in misura sensibile al buon esito dei collocamenti di titoli in ECU; circa un quarto delle sottoscrizioni è stato collocato presso intermediari non residenti. Secondo dati relativi al primo trimestre dell'anno, gli operatori esteri avrebbero inoltre effettuato acquisti netti di tutte le categorie di titoli di Stato, con una spiccata preferenza per i BOT.

Fig. 12

**Investimenti sul mercato mobiliare:
indici di capitalizzazione**

(base 100 al 31 dicembre 1984; dati di fine mese)



Come negli altri principali paesi (v. riquadro), nella parte centrale del 1988 si è assistito a una netta ripresa dei corsi azionari (fig. 12), che hanno recuperato in parte le perdite subite nella crisi dell'ottobre 1987. La ripresa dell'indice generale della Borsa di Milano, che nel febbraio del 1988 aveva segnato il valore minimo degli ultimi due anni, non è stata priva di interruzioni; esso ha comunque registrato, alla fine del settembre scorso, un aumento del 30,6 per cento rispetto al minimo di febbraio. Alla risalita dei corsi hanno contribuito, negli ultimi mesi, scambi miranti a rilevare i pacchetti di controllo di alcune primarie società. La capitalizzazione delle società quotate alla

Borsa di Milano ha raggiunto, sempre alla fine di settembre, i 162.600 miliardi, rispetto ai 140.700 della fine del 1987; il valore piú recente risente dell'ammissione alla quotazione di 17 nuove azioni, che ha portato a 337 il numero complessivo di titoli quotati.

La ripresa dei corsi non è stata sufficiente a dissipare l'incertezza degli investitori e a ridurre il

costo del finanziamento in forma azionaria: le emissioni nette di azioni si sono ridotte, nella prima metà del 1988, a 2.300 miliardi, valore minimo degli ultimi anni, nei quali esse erano risultate assai rilevanti per opera dei principali gruppi industriali. In particolare, sono state molto contenute (100 miliardi) le emissioni di azioni di risparmio.

Le prospettive a breve termine

Il preconsuntivo per il 1988

L'economia italiana, come quella degli altri paesi industriali, cresce nel 1988 a un ritmo molto sostenuto; essa risponde positivamente agli impulsi della domanda; dopo sei anni di espansione la fiducia degli operatori si è consolidata. Le informazioni piú recenti sulla congiuntura mostrano che lo sviluppo produttivo, dopo la flessione del secondo trimestre, è ripreso nei mesi estivi. In luglio e agosto, l'indice della produzione industriale, depurato della stagionalità, è aumentato dell'1,4 per cento rispetto al trimestre precedente; in base ai dati sui consumi di elettricità l'andamento ascendente dovrebbe essere proseguito anche in settembre. Inoltre, le informazioni degli ultimi mesi suggeriscono uno sviluppo meno sfavorevole dell'interscambio mercantile. Gli ordinativi dall'interno permangono su livelli molto elevati, mentre la domanda dall'estero dà segno di lieve rallentamento.

I dati di preconsuntivo, contenuti nella Relazione previsionale e programmatica, indicano che nel 1988 il prodotto lordo dovrebbe aumentare del 3,6 per cento. La crescita dovrebbe quindi essere superiore di quasi un punto percentuale all'obiettivo programmatico e la piú rapida dall'inizio del decennio. Essa deriva da una accelerazione delle esportazioni (5,8 per cento, rispetto al 3,6 del 1987) e da una domanda interna in aumento ancora sostenuto (4,2 per cento, contro 4,7 nello scorso anno).

La forte crescita delle esportazioni è stata trainata dallo sviluppo, superiore al previsto, dell'economia internazionale; sotto la spinta della domanda interna, le importazioni dovrebbero continuare ad aumentare a un tasso molto elevato, sebbene piú contenuto che nel 1987 (8,0 per cento, contro 10,0). A una riduzione del *deficit* della bilancia energetica, effetto della flessione delle quantità importate e del calo del prezzo del greg-

gio, fa riscontro un aumentato disavanzo negli altri settori merceologici, per il forte rincaro dei prezzi delle materie prime non energetiche e per l'apprezzamento del dollaro; l'attenuarsi di tali fenomeni in questo scorcio di anno potrebbe determinare un parziale riequilibrio della bilancia commerciale nel secondo semestre.

Tav. 20

Preconsuntivo e scenario programmatico dell'economia italiana

VOCI	1987	1988 (1)	1989 (1)
<i>(variazioni percentuali)</i>			
Grandezze reali			
Prodotto interno lordo	3,1	3,6	3,0
Domanda interna	4,7	4,2	3,5
Bilancia reale con l'estero (2)	-5,8	-2,0	-1,8
Deflatori			
Prodotto interno lordo	5,6	5,0	4,3
Consumi privati	4,8	4,8	4,0
Ragioni di scambio (2)	2,6	—	0,2
<i>(rapporti percentuali)</i>			
Saldi finanziari/PIL			
Fabbisogno statale (al netto delle regolazioni di debiti pregressi) ..	11,6	11,0	10,2
Saldo corrente con l'estero (FMI) ..	-0,1	-0,4	-0,6

(1) Relazione previsionale e programmatica per il 1989. — (2) Variazione percentuale dell'indice calcolato come rapporto tra i numeri indici delle quantità (deflatori) delle esportazioni e delle importazioni di contabilità nazionale.

Al disavanzo dell'interscambio mercantile si aggiunge un peggioramento del saldo dei servizi; la stasi nelle entrate per le transazioni con l'estero connesse con i viaggi internazionali impedisce di bilanciare le uscite dovute ai redditi da capitale e ai trasferimenti unilaterali. Il disavanzo delle par-

tite correnti ammonterebbe a circa 5 mila miliardi (1.300 nel 1987).

La crescita delle esportazioni e le spinte esercitate dal fabbisogno pubblico, il quale supererà largamente i limiti fissati in novembre al momento della revisione della manovra di bilancio, hanno sostenuto l'attività produttiva. Per quanto concerne la domanda interna, la componente più dinamica è costituita dall'attività d'investimento; dato l'elevato grado di utilizzo della capacità produttiva, che nella prima parte dell'anno si è approssimato ai livelli raggiunti nel precedente picco del 1980, le imprese hanno ripreso ad ampliare gli impianti con riflessi positivi sull'occupazione. Nel comparto della trasformazione industriale si sta registrando un incremento del numero degli addetti (nel primo semestre vi è stato un aumento di circa il 2 per cento), che rappresenta un'inversione di tendenza dopo anni di riduzione dell'occupazione.

La domanda per consumi privati continua a essere molto sostenuta; essa riflette, soprattutto, l'espansione del reddito disponibile e risente ancora degli effetti ritardati del miglioramento delle ragioni di scambio degli anni precedenti.

Nella media dell'anno il deflatore implicito dei consumi delle famiglie dovrebbe risultare del 4,8 per cento, superando l'obiettivo programmatico dello 0,3 per cento. Il rialzo dei prezzi della seconda metà del 1987 (nei mesi di ottobre e novembre l'incremento dell'indice del costo della vita era stato del 5,3 per cento rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente) ha tardato a essere riassorbito. Alla fine dell'anno l'andamento tendenziale potrebbe superare il valore del 4,3 per cento indicato nella Relazione previsionale e programmatica.

Oltre che degli effetti ritardati della manovra fiscale dello scorso luglio, la crescita dei prezzi potrebbe risentire anche dell'aumento dei costi unitari variabili delle imprese manifatturiere, il cui saggio di crescita medio annuo è arrivato al 5 per cento dal 2 circa del 1987; poiché quest'ultimo tende a superare quello dei prezzi di produzione, i margini di profitto, dopo quattro anni di aumenti, dovrebbero contrarsi leggermente.

Nel complesso del settore privato, l'incremento del costo del lavoro per unità di prodotto dovrebbe raggiuagliarsi al 4,7 per cento, con un aumento della produttività di circa il 3 per cento. Non-

stante gli aumenti, applicati dal 1° gennaio 1988, connessi con gli accordi contrattuali, le retribuzioni del pubblico impiego dovrebbero svilupparsi di circa il 7,5 per cento, misura prossima a quella del settore privato; nell'anno precedente, tuttavia, erano stati corrisposti arretrati di competenza del 1986, che avevano determinato una crescita delle retribuzioni *pro capite* di oltre l'11 per cento.

Nei primi nove mesi dell'anno il fabbisogno di cassa del settore statale è ammontato a 94 mila miliardi di lire, 9 mila in più rispetto allo stesso periodo del 1987. Nella Relazione sulla situazione di cassa del settore pubblico al 30 giugno 1988 si stima che alla fine dell'anno esso si collocherà a un livello non inferiore a 118 mila miliardi, a fronte dei 114 mila dello scorso anno; si disosterà pertanto di circa 15 mila miliardi dal limite fissato in novembre e per 4.000 dall'obiettivo stabilito con il documento di programmazione economico-finanziaria del 30 maggio scorso. Perché venga rispettata l'indicazione contenuta nella Relazione sopra citata, il fabbisogno dell'ultimo trimestre dovrà risultare inferiore a quello del corrispondente periodo del 1987 di circa 5 mila miliardi. Nonostante l'effetto di contenimento esercitato dalle misure fiscali adottate negli scorsi mesi di maggio e luglio, sembra che tale risultato sia di difficile realizzazione.

Il mancato rispetto degli obiettivi è da attribuire all'espandersi delle spese, essendo le entrate aumentate in misura maggiore del previsto. Su queste ultime hanno influito il forte sviluppo del reddito, gli effetti di trascinarsi delle misure prese nell'estate del 1987 e quelli dei provvedimenti decisi nel 1988 (legge finanziaria e misure dei mesi di maggio e luglio scorsi).

L'accrescimento delle entrate e l'evoluzione dell'economia consentiranno la prosecuzione della fase di lento declino del peso del fabbisogno pubblico avviata nel 1984; in particolare, al netto degli interessi, le occorrenze finanziarie del settore statale dovrebbero scendere a poco più di 30 mila miliardi dai 37 mila del 1987 (dal 3,8 per cento al 2,9 del PIL).

Le spese, al netto di quelle per interessi, si vanno sviluppando a un tasso all'incirca pari a quello del prodotto lordo. Molto più sostenuta risulta l'espansione della spesa per il servizio del debito pubblico, a causa della aumentata consistenza di quest'ultimo e del maggior peso relativo

dei BOT rispetto ai titoli a medio e a lungo termine di nuova emissione. Dal mese di settembre, quando le aspettative di ulteriore crescita dei tassi sono venute meno e le attese di inflazione si sono affievolite, è ripresa la domanda di BTP da parte del pubblico.

L'espansione delle occorrenze finanziarie del settore pubblico e l'ampia domanda di credito connessa con il più intenso sviluppo dell'attività produttiva hanno posto problemi nella regolazione dei flussi finanziari. La forte richiesta di credito, anche per le difficoltà incontrate dalle imprese a finanziarsi con la raccolta azionaria o l'emissione di obbligazioni, è stata soddisfatta dalle banche con un ingente smobilizzo di titoli a medio e a lungo termine. Ne sono seguite difficoltà per il collocamento dei titoli di nuova emissione, cui è stato fatto fronte aggiustando la struttura dei tassi di interesse e accettando un accorciamento della vita media del debito pubblico. In questo contesto la politica monetaria è stata diretta allo stretto controllo della moneta e a evitare un troppo rapido sviluppo del credito che avrebbe avuto effetti negativi sul saldo delle partite correnti e sui prezzi.

I finanziamenti al settore non statale nel secondo trimestre sono aumentati oltre i limiti stabiliti, trascinati dagli impieghi bancari in rapida ac-

celerazione; quest'ultima è risultata ancor più accentuata per gli effetti connessi con la rimozione del massimale. Le banche hanno ampiamente corrisposto alla richiesta di credito, fino a maggio a tassi decrescenti.

Il saggio di sviluppo dei prestiti bancari, calcolato dall'inizio dell'anno e al netto della stagionalità, a maggio era superiore al 19 per cento, quello della componente in lire eccedeva il 24. L'innalzamento dei saggi di interesse ha contribuito a piegarne l'andamento tendenziale: a settembre il tasso di crescita dei prestiti bancari, sempre dall'inizio dell'anno, scendeva al 15 per cento e quello degli impieghi in lire al 17. L'espansione del credito speciale, sostenuta anche nei comparti meno direttamente collegati con l'attività di investimento, aveva una dinamica anch'essa elevata, ma più lineare nel corso dell'anno; ne seguiva che il tasso di crescita dei finanziamenti al settore non statale, a maggio pari al 17,5 per cento, scendeva al 15 a settembre.

Perché il tasso di crescita dei finanziamenti al settore non statale si collochi alla fine del 1988 intorno al 13 per cento, ritenuto coerente con il quadro macroeconomico di preconsuntivo, il rallentamento nell'andamento degli impieghi bancari registrato nel terzo trimestre dovrà proseguire anche nella restante parte dell'anno, ovvero il tasso

Tav. 21

Flussi finanziari

ANNI	Prodotto interno lordo		Fabbisogno statale (1)		Finanziamenti al settore non statale (B)		Credito totale interno (A) + (B)			Attività finanziarie del settore non statale (2)				Moneta (M2)			
	miliardi	var. %	comples-sivo	interno (A)	variazioni		miliardi	%	rapp. PIL (3)	variazioni		rapporti con il PIL (3)	%	rapp. (4)	variazioni		rapp. PIL (4)
					miliardi	%				miliardi	%				miliardi	%		miliardi	%
1980	390.432	.....	37.018	34.015	29.219	16,4	63.234	18,5	16,2	52.615	15,8	13,2	98,7	41.959	12,7	79,3
1981 (5)	468.049	19,9	53.293	45.239	28.098	13,5	73.336	18,1	15,7	65.410	17,0	14,0	96,5	30.932	10,0	72,8	
1982 (5)	545.124	16,5	72.799	69.133	31.604	13,4	100.737	20,9	18,5	89.810	19,9	16,5	99,5	61.587	18,1	73,8	
1983	631.575	15,9	88.260	85.197	35.432	13,2	120.629	20,7	19,1	111.545	20,6	17,7	103,8	49.432	12,3	71,5	
1984 (6)	727.798	15,2	95.695	91.708	48.325	15,6	140.033	19,7	19,4	129.287	19,7	17,9	109,0	54.867	12,1	69,6	
1985	815.630	12,1	110.036	107.281	46.441	12,9	153.722	18,1	19,1	138.280	17,6	17,2	114,9	55.805	11,0	69,0	
1986	902.238	10,6	109.557	106.714	45.694	11,4	152.408	15,2	16,9	156.863	16,9	17,4	121,3	52.720	9,4	68,2	
1987	982.596	8,9	113.962	105.834	45.667	10,3	151.500	13,1	15,4	152.764	14,1	15,5	126,1	51.099	8,3	67,8	
1988 (7)	1.045.000	7,5	103.500	97.000	(8) 39.000	6-10	136.000	10,4	13,0	138.000	11,1	13,2	131,7	(8)53.000	6-9	68,8	

(1) Dal 1985, nel fabbisogno complessivo non sono incluse le regolazioni di debiti pregressi in titoli e in contanti; queste ultime sono invece incluse nel fabbisogno interno. — (2) Sull'intero al netto delle azioni. — (3) Calcolati sul flusso del periodo. — (4) Calcolati sulle consistenze di fine periodo. — (5) Al netto dell'effetto del deposito infruttifero sui pagamenti all'estero. — (6) I finanziamenti al settore non statale sono corretti per le distorsioni nelle statistiche bancarie connesse con l'uscita dal massimale. — (7) Quadro programmatico. — (8) Importo equivalente al valore centrale della fascia obiettivo.

annualizzato degli impieghi nell'ultimo trimestre non dovrà superare il 6-7 per cento.

In dipendenza di ciò e del più elevato fabbisogno del settore statale, anche il credito totale interno dovrebbe crescere a un tasso superiore a quello indicato nel quadro programmatico: l'incremento di questo aggregato sarebbe dell'ordine del 13 per cento, misura analoga a quella registrata nel 1987, a fronte di una valutazione iniziale del 10,4 per cento. Le attività finanziarie sull'interno del settore non statale dovrebbero aumentare del 14 per cento circa. Gli ampi collocamenti di titoli pubblici nei portafogli dei risparmiatori dovrebbero permettere di mantenere l'espansione della moneta entro i limiti prestabiliti del 6-9 per cento.

Le prospettive per il 1989

L'economia internazionale

Le previsioni formulate in settembre dal Fondo monetario internazionale indicano per il prossimo anno un rallentamento dell'attività economica: il prodotto nazionale dei paesi industriali dovrebbe crescere del 2,8 per cento, oltre l'1 per cento in meno rispetto al 1988. La decelerazione più forte dovrebbe riguardare Stati Uniti, Regno Unito e Giappone; inferiore alla media risulterà lo sviluppo del prodotto interno lordo di Francia, Regno Unito e Germania federale. In quest'ultimo paese il tasso di aumento dovrebbe essere molto basso (1,9 per cento); altri organismi internazionali, peraltro, hanno formulato previsioni più ottimistiche. La minore crescita della domanda interna nei paesi industriali determinerà un rallentamento del commercio mondiale (5,6 per cento, contro una crescita del 7,5 nel 1988).

Lo sviluppo meno intenso dell'economia nell'area industriale è da ricondurre alla cessazione dell'effetto prodotto dal miglioramento delle ragioni di scambio e all'esaurirsi degli investimenti destinati ad ampliare la capacità produttiva; questi due fattori non dovrebbero trovare compensazione nelle politiche fiscali, il cui indirizzo sembra essere sostanzialmente restrittivo (negli Stati Uniti e nel Regno Unito per accompagnare la politica monetaria diretta a raffreddare la domanda in-

terna, in Giappone e nella Germania federale per la mancata riproposizione di misure fiscali di tipo espansivo che avevano caratterizzato i bilanci degli ultimi due anni).

Per quanto riguarda i paesi in via di sviluppo, la crescita del reddito dovrebbe raggiungere il 4 per cento, ma il dato aggregato nasconde andamenti molto differenziati tra gruppi di paesi. Nei paesi fortemente indebitati e in quelli dell'Africa sub-sahariana, a causa del perdurare di stringenti vincoli finanziari, la crescita potrebbe mantenersi al di sotto di questa media. Nei PVS asiatici, invece, lo sviluppo del reddito dovrebbe superare il 6 per cento, grazie alla continua espansione del volume delle esportazioni.

Anche per il 1989 il mantenimento della stabilità dei prezzi è uno dei capisaldi della strategia perseguita dai paesi industriali; per il complesso di questi ultimi, la variazione dei prezzi al consumo dovrebbe risultare lievemente più elevata di quella dello scorso anno (3,5 per cento, contro 3,3), risentendo sia dell'elevato grado di utilizzo della capacità produttiva, specialmente in paesi quali Stati Uniti, Regno Unito e Canada, sia dell'effetto ritardato del rialzo delle materie prime non petrolifere. Un contributo positivo alla stabilità dei prezzi dovrebbe essere offerto dall'esaurirsi dei rincari delle quotazioni delle materie prime non petrolifere. Resta, inoltre, una notevole incertezza per quanto concerne il prezzo del greggio, anche se i mercati dei prodotti petroliferi continuano a essere influenzati da un eccesso di offerta derivante dalla incapacità dei paesi produttori di accordarsi sulle quote estrattive.

In assenza di un più incisivo coordinamento delle politiche economiche si arresterebbero i progressi conseguiti nell'aggiustamento degli squilibri correnti all'interno dell'area industriale. L'allineamento delle diverse dinamiche della domanda interna e l'esaurimento degli effetti dei mutamenti di competitività finora intervenuti non consentirebbero un miglioramento dei saldi commerciali. Inoltre l'accumulo, in anni recenti, di ampie posizioni finanziarie nette tende ad aggravare gli squilibri nel comparto delle transazioni invisibili, accentuando i divari dei pagamenti correnti.

A uno sviluppo ordinato dell'economia dei paesi della CEE sono di ostacolo gli squilibri commerciali interni all'area, che stanno diventando molto rilevanti. La Germania federale sta

Tav. 22

Previsioni delle principali variabili macroeconomiche internazionali
(variazioni percentuali rispetto all'anno precedente)

	1987	1988 (1)	1989 (1)		1987	1988 (1)	1989 (1)
Prodotto lordo (2)				Bilance correnti (4)			
Paesi industriali	3,3	3,9	2,8	Paesi industriali	-42,9	-45,2	-51,4
<i>di cui:</i>				<i>di cui:</i>			
Stati Uniti	3,4	4,0	2,8	Stati Uniti	-154,0	-128,9	-128,7
Giappone	4,2	5,8	4,2	Giappone	87,0	78,0	80,9
Europa (3)	2,7	2,9	2,3	Europa (3)	42,1	23,1	16,6
Germania federale	1,8	2,9	1,9	Germania federale	45,0	44,9	41,5
PVS non petroliferi	4,2	4,2	4,4	PVS non petroliferi	5,7	0,9	-10,6
PVS esportatori di petrolio	0,5	1,1	2,1	PVS esportatori di petrolio	-5,4	-18,6	-15,5
Prezzi al consumo				Tasso di disoccupazione (5)			
Paesi industriali	3,0	3,3	3,5	Paesi industriali	7,6	7,1	7,0
<i>di cui:</i>				<i>di cui:</i>			
Stati Uniti	3,7	4,1	4,5	Stati Uniti	6,2	5,5	5,5
Giappone	0,1	1,1	1,6	Giappone	2,8	2,6	2,5
Europa (3)	2,9	3,2	3,4	Europa (3)	10,5	10,1	10,1
Germania federale	0,2	1,2	2,4	Germania federale	7,9	7,9	8,1
Commercio mondiale (2)	5,8	7,5	5,6	Importazioni (2)			
Esportazioni (2)				Paesi industriali	6,9	8,0	5,4
Paesi industriali	5,3	7,7	5,1	PVS non petroliferi	8,3	9,9	8,9
PVS non petroliferi	11,7	8,6	7,4	PVS esportatori di petrolio	-13,5	-2,5	2,0
PVS esportatori di petrolio	-2,5	3,3	3,6				

Fonte: FMI.

(1) Proiezioni ottobre 1988. — (2) A prezzi costanti. — (3) Paesi europei OCSE. — (4) Miliardi di dollari. — (5) Livello.

incrementando l'avanzo con i *partners* dello SME; una migliore distribuzione nei tassi di crescita in quest'area rafforzerebbe la stabilità dei tassi di cambio.

Per quanto concerne i PVS, dovrebbe registrarsi un peggioramento del saldo delle partite correnti sia per l'interrompersi dei rialzi delle quotazioni delle materie prime, sia perché nei paesi di nuova industrializzazione la domanda interna dovrebbe essere più sostenuta che in passato, quando lo sviluppo si rifletteva solo in parte sui consumi interni e determinava l'accumulo di cospicue attività finanziarie all'estero.

La situazione economico-finanziaria dei paesi fortemente indebitati è previsto che migliori, anche se negli ultimi anni gli organismi internazionali ne hanno sovrastimato la capacità di recupero. La crescita dovrebbe rimanere su livelli insufficienti ad alleviare in misura significativa il rapporto tra debito e prodotto lordo; gli alti tassi

di interesse internazionali contribuiranno a tenere elevato il rapporto tra servizio del debito ed esportazioni.

Lo scenario programmatico per l'economia italiana

Nel 1988 le possibilità offerte dalla favorevole evoluzione internazionale sono state ampiamente colte dalla nostra economia, grazie anche alle modificazioni che nel corso di questo decennio sono state apportate alle strutture produttive e ai cambiamenti intervenuti nei mercati e nei comportamenti degli operatori. L'espansione del commercio mondiale ha impedito che i conti con l'estero si deteriorassero eccessivamente sotto la pressione della domanda interna. Le circostanze esterne e interne presentavano un'occasione favorevole, che non è stata colta, per incidere significativamente sui conti pubblici; anche sul fronte dell'in-

flazione non si sono registrati gli avanzamenti programmati. Inalterata rimane pertanto per il 1989 l'urgenza di ridurre il fabbisogno pubblico e di contenere la crescita dei prezzi.

La Relazione previsionale e programmatica per il 1989 fissa obiettivi di sviluppo, che tengono conto del mutamento in atto nel contesto internazionale, e di risanamento della finanza pubblica, secondo gli indirizzi delineati nel Documento di programmazione economico-finanziaria. Il restringersi dei margini di manovra, dovuto a politiche piú restrittive dei principali *partners* commerciali, richiede che le politiche di bilancio, dei redditi, del cambio e della moneta operino integrandosi l'un l'altra perché gli indirizzi fissati siano perseguiti. Gli obiettivi principali, che scontano la prosecuzione del ciclo degli investimenti e la stabilizzazione dei cambi e dei prezzi internazionali delle materie prime, possono essere riassunti:

- in un fabbisogno del Tesoro pari a 117.350 miliardi e al 10,2 per cento del prodotto interno lordo;
- in un tasso di inflazione al consumo contenuto entro il 4 per cento nella media dell'anno;
- in una crescita del reddito pari al 3 per cento, in linea con altre economie che rallentano e scontando un andamento moderato di tutte le componenti della domanda interna, delle esportazioni e delle importazioni; nonostante l'ulteriore diminuzione del differenziale tra il tasso di crescita delle importazioni e quello delle esportazioni, il saldo delle partite correnti dovrebbe risultare in lieve peggioramento, ma contenuto entro lo 0,6 per cento del PIL.

Sul fronte dell'inflazione l'ulteriore avvicinamento a quella dei *partners* commerciali europei è richiesto non solo per il conseguimento pieno dei vantaggi dell'integrazione, ma anche perché in un'area con cambi sostanzialmente stabili, la competitività va ricercata principalmente nei processi di formazione dei costi e dei prezzi. Fattori di rischio per il conseguimento dell'obiettivo programmato riguardano sia la possibilità di una effettiva decelerazione, nell'ultima parte dell'anno in corso, dei prezzi al consumo nella misura prevista nella Relazione previsionale e programmatica, sia gli effetti delle misure fiscali previste nel 1989. La manovra concernente le imposte indirette dovrebbe avere un impatto sui prezzi dell'ordine

dello 0,5 per cento; ad esso si sommerà quello meno immediato, ma a regime altrettanto rilevante, dell'inasprimento dei contributi sociali in alcuni settori di attività.

Tenuto conto di queste difficoltà, per il conseguimento degli obiettivi contenuti nei programmi del Governo occorre rispettarne coerentemente le indicazioni per quanto riguarda prezzi e costi. In particolare, la crescita del complesso delle tariffe e dei prezzi sorvegliati non dovrà eccedere il 3 per cento. Le retribuzioni *pro capite* del settore privato e di quello pubblico non dovranno oltrepassare, rispettivamente, il 5,0 e il 6,7 per cento; per il pubblico impiego, l'aumento sconta gli effetti del contratto della scuola già definito e una crescita retributiva, per gli altri comparti, superiore solo di un punto al tasso programmatico d'inflazione. Occorre, infine, che i benefici dovuti agli aumenti di produttività e alle eventuali riduzioni dei prezzi delle materie prime si riflettano pienamente sui prezzi finali.

La manovra per il prossimo anno definita con la legge finanziaria e con i provvedimenti collegati conferma gli indirizzi delineati nel Documento di programmazione economico-finanziaria. Mira a una decisa riduzione del disavanzo primario; tra il 1988 e il 1989, il saldo netto da finanziare del bilancio di competenza dello Stato passerebbe, escludendo gli interessi, da 70.000 a 56.000 miliardi per effetto sia della riduzione apportata alle spese di competenza sia della rilevante azione di incremento delle entrate. La flessione risulta minore per il saldo complessivo, che dovrebbe passare da 150.000 a 143.000 miliardi.

Il fabbisogno di cassa del settore statale, sempre al netto degli interessi, dovrebbe ridursi in misura minore rispetto a quella indicata per il bilancio di competenza: da 30.000 a 21.000 miliardi, risentendo quasi esclusivamente degli interventi sulle entrate, fiscali e contributive, che dovrebbero dar luogo a introiti aggiuntivi dell'ordine di 11.000 miliardi; il ridimensionamento della competenza dovrebbe consentire di evitare un'accelerazione delle erogazioni rispetto agli anni precedenti, piuttosto che a contrarne l'ammontare.

L'intensità dell'azione condotta sul bilancio di competenza denota l'impegno del Governo nel perseguire l'obiettivo programmato. Essa permetterà, nei prossimi anni, di acquisire un maggior

Le principali misure previste dal disegno di legge finanziaria per il 1989 e dai provvedimenti di accompagnamento

La manovra finanziaria del Governo per il 1989 è basata: su un insieme di misure in materia fiscale; sulla limitazione dei trasferimenti al settore previdenziale e alla finanza locale, compensati rispettivamente da incrementi contributivi e dalla concessione di una maggiore capacità impositiva; sul contenimento delle assegnazioni al fondo sanitario nazionale, accompagnato da alcuni interventi volti alla riduzione degli esborsi. In sede di definizione del bilancio a legislazione vigente era stato inoltre attuato un significativo contenimento degli stanziamenti di competenza, con riguardo principalmente alle spese in conto capitale. In applicazione della recente riforma delle procedure di bilancio (si veda l'apposito riquadro nel capitolo dedicato alla finanza pubblica), la manovra si articola nel disegno di legge finanziaria, ridotto ai suoi elementi essenziali, e in un complesso di provvedimenti settoriali.

L'insieme delle misure previste, secondo le valutazioni ufficiali, dovrebbe consentire nel 1989 di contenere il fabbisogno del settore statale entro il limite di 117.350 miliardi; gli interventi dovrebbero determinare un contenimento del fabbisogno dell'ordine di 20.000 miliardi rispetto alle stime tendenziali effettuate a settembre, che già presentavano una riduzione di circa 10.000 miliardi rispetto a quelle di luglio (147.500 miliardi). Gli interventi nell'area tributaria e in quella dei contributi sociali dovrebbero assicurare maggiori entrate per circa 10.000 miliardi, le spese dovrebbero ridursi per un importo analogo (comprensivo di minori oneri per interessi in conseguenza della manovra per circa 4.000 miliardi). I provvedimenti in esame si aggiungono alle misure correttive già adottate tra maggio e luglio di quest'anno (vedi il relativo riquadro nel capitolo dedicato alla finanza pubblica) che dovrebbero determinare effetti finanziari sostanzialmente equivalenti nel 1988 e nel 1989 (oltre 5.000 miliardi).

Entrate tributarie. — I provvedimenti previsti dovrebbero assicurare un maggior gettito per quasi 5.000 miliardi; tale importo tiene conto sia degli oneri della revisione dell'Irpef sia di maggiori entrate per circa 3.000 miliardi derivanti da interventi ancora non compiutamente definiti.

Vengono modificati i limiti degli scaglioni, le aliquote e le detrazioni dell'Irpef; il conseguente onere per il bilancio è stimato per il 1989 in 5.950 miliardi e in 8.340 miliardi per il 1990. Gli sgravi sono tuttavia condizionati (mediante il meccanismo dei fondi speciali negativi) all'attuazione di specifici provvedimenti (alcune norme miranti a contenere l'elusione fiscale e ad ampliare gli imponibili, il nuovo regime fiscale per i lavoratori autonomi e le imprese minori, l'istituzione di una tassa sulla concessione della partita IVA, le disposizioni per la presentazione di una dichiarazione fiscale sostitutiva per gli anni pregressi da parte dei contribuenti che si sono avvalsi del regime forfettario); questi dovrebbero complessivamente accrescere le entrate di circa 7.700 miliardi nel 1989 e 9.150 miliardi nel 1990.

Viene ridisegnato il regime forfettario per l'IVA e per le imposte dirette, limitando la facoltà di ricorrervi ai «contribuenti minimi» cioè ai professionisti e alle imprese con ricavi inferiori a 36 milioni; per questi contribuenti la determinazione degli imponibili avviene attraverso l'utilizzo di

specifici coefficienti. Alle «imprese minori», con ricavi compresi fra 36 e 300 milioni annui, viene data la facoltà di optare per una contabilità semplificata per la determinazione delle imposte dirette. In relazione a questo secondo regime fiscale, facoltativo anche per le imprese con ricavi inferiori a 36 milioni, vengono introdotti i «coefficienti di riscontro» del reddito, basati su caratteristiche delle imprese (quali il settore di attività economica, la localizzazione, ecc.). In caso di scostamento tra il reddito calcolato sulla base di tali parametri e quello dichiarato, agli uffici competenti è consentita la rettifica delle dichiarazioni con una determinazione induttiva dei redditi sulla base di coefficienti presuntivi fondati su elementi analoghi a quelli di riscontro. Il Governo dovrà inoltre regolamentare l'istituzione di centri privati di assistenza fiscale.

Al fine di sanare le situazioni pregresse, si consente ai contribuenti che nel 1988 si sono avvalsi del regime forfettario allora in vigore (D.L. n. 853 del 1984) di presentare dichiarazioni sostitutive per gli anni dal 1983 al 1988 relativamente alle imposte sul reddito e all'IVA, conformandosi ai nuovi coefficienti presuntivi. Si richiede un versamento pari al 20 per cento dei maggiori imponibili dichiarati (al 25 per cento per quelli dichiarati dalle imprese ai fini delle imposte dirette). Vengono stabiliti limiti minimi e massimi dell'importo dovuto per ciascun anno.

A fronte di una riduzione degli stanziamenti per gli enti locali viene ampliata l'area impositiva di questi. La tassa di concessione comunale per i rinnovi di autorizzazione e di licenza (precedentemente dovuta in somma fissa o proporzionale alla superficie di esercizio) viene ora commisurata al volume di affari. E' concessa ai comuni la facoltà di istituire una sovrimposta comunale pari al 50 per cento dell'imposta di soggiorno e un'imposta locale sui consumi, gravante (con aliquote comprese tra 0,4 e 0,8 per cento) sul volume di affari degli esercizi di commercio al minuto, degli alberghi e dei pubblici esercizi. La tassa per lo smaltimento dei rifiuti solidi urbani dovrà tener conto anche dei costi della pulizia delle strade, del mantenimento del verde pubblico e di altri servizi ambientali. Sono stati inaspriti i livelli minimi di copertura tariffaria del costo di alcuni servizi.

Contributi sociali. — Il complesso delle disposizioni in materia contributiva dovrebbe determinare nel 1989 maggiori entrate per oltre 5.000 miliardi. A questo importo sono da aggiungere circa 1.200 miliardi derivanti da inasprimenti contributivi non ancora attuati, ma già autorizzati dalla precedente legge finanziaria; questi aumenti vennero stabiliti a copertura degli oneri derivanti dal cambiamento, a partire dal 1989, dell'indice utilizzato per l'adeguamento delle pensioni alle retribuzioni (dalle retribuzioni minime dell'industria a quelle medie dei lavoratori pubblici e privati).

Gli sgravi contributivi in vigore sono prorogati per il settore manifatturiero e per quello agricolo. Essi decadono invece per le imprese artigianali non manifatturiere e per le imprese del settore del commercio, con l'eccezione di quelle considerate esportatrici abituali, di quelle alberghiere e dei pubblici esercizi. Il beneficio contributivo previsto per tutte le imprese che assumono personale femminile in aggiunta alla forza lavoro preesistente, è accresciuto da 30.000 a

56.000 lire mensili. Uno sgravio pari a quest'ultimo ammontare viene inoltre introdotto per l'assunzione di personale di età non superiore ai 29 anni. Lo sgravio aggiuntivo per le imprese manifatturiere operanti nel Mezzogiorno è infine leggermente aumentato.

Si stabilisce che la retribuzione a cui sono commisurate le contribuzioni sociali non possa essere inferiore alle retribuzioni minime previste nei contratti collettivi di lavoro. Vengono rese più onerose le prosecuzioni volontarie delle contribuzioni. Vengono inoltre disposti provvedimenti atti ad agevolare la riscossione dei crediti contributivi da parte degli enti previdenziali, a rendere più limitati nel tempo e più onerosi i pagamenti rateali degli oneri sociali e a ridurre i fenomeni di erosione contributiva.

Nell'arco del triennio 1989-1991 le aliquote del contributo previdenziale a carico dei dipendenti delle amministrazioni pubbliche saranno progressivamente elevate per uniformarle a quella applicata ai lavoratori dipendenti assicurati dall'INPS (7,15 per cento); per i dipendenti statali l'aumento complessivo è pari a 0,55 punti percentuali.

Previdenza. — Il complesso dei trasferimenti di bilancio e delle anticipazioni di tesoreria all'INPS per il 1989 è fissato in 37.500 miliardi; il disavanzo dell'Istituto a carico del Tesoro per l'anno in corso è attualmente valutato in circa 38.000 miliardi, a fronte dei 36.000 miliardi stabiliti dalla precedente legge finanziaria. Per evitare nuovi sconfinamenti, viene stabilito che, qualora il 30 giugno di ogni anno il fabbisogno dell'INPS ecceda i 6/13 del complesso dei trasferimenti di bilancio e delle anticipazioni di tesoreria previsto dalla legge finanziaria, l'Istituto debba proporre corrispondenti aumenti contributivi.

A partire dal 1° gennaio 1989 l'INPS cessa di erogare le prestazioni economiche di malattia agli operai dell'industria e ai lavoratori dipendenti del settore del commercio; tali prestazioni, come già avviene per gli impiegati dell'industria, sono poste a carico dei datori di lavoro che, dalla stessa data, non sono più tenuti a versare all'INPS il contributo sociale previsto per il loro finanziamento. Questo contributo, fissato nel 2,22 per cento per il settore industriale, determina attualmente un lieve attivo nella relativa gestione.

Sanità. — Il finanziamento di parte corrente del Servizio sanitario nazionale a carico del bilancio dello Stato per il 1989 è fissato in 59.600 miliardi (comprensivi di circa 1.000 miliardi di oneri per il rinnovo dei contratti di lavoro e delle convenzioni). L'attuale valutazione ufficiale delle necessità di finanziamento per il 1988 è pari a oltre 58.000 miliardi, a fronte di stanziamenti per 52.650 miliardi disposti con la legge finanziaria per il medesimo anno. Al fine di garantire il rispetto dei limiti finanziari stabiliti è disposto che, dal 1989, qualora i rendiconti trimestrali della spesa regionale sanitaria eccedano la corrispondente quota assegnata, le Regioni interessate stabiliscano riduzioni delle prestazioni o inasprimenti dei tickets; inoltre, qualora il 30 giugno di ogni anno il complesso degli impegni assunti dalle USL superi la metà degli stanziamenti previsti, il Ministro della sanità e il Ministro del lavoro e della previdenza sociale sono autorizzati ad adeguare le aliquote contributive per l'assistenza sanitaria, anche in misura differen-

ziata per regione, mantenendo le proporzioni attualmente esistenti tra i contributi a carico dei diversi soggetti.

Le principali norme in materia sanitaria riguardano: la proroga al 31 dicembre 1989 del blocco del prezzo dei farmaci compresi nel prontuario terapeutico nazionale; il limitato aumento del numero dei farmaci soggetti alla quota più elevata (40 per cento) di partecipazione alla spesa farmaceutica; la limitazione dell'esenzione dal pagamento dei tickets ai soli pensionati (entro certi limiti di reddito), ai disoccupati e agli indigenti; l'introduzione di vincoli all'utilizzo dell'assistenza specialistica esterna; l'attribuzione al Ministero della sanità della potestà di effettuare ispezioni riguardanti la gestione delle singole Unità sanitarie locali; l'introduzione di una tessera individuale per usufruire dei servizi sanitari; l'assoggettamento al controllo contabile e di legittimità della Corte dei Conti delle situazioni di bilancio predisposte dalle USL ai fini del ripiano dei relativi disavanzi.

Personale. — In materia di pubblico impiego, la legge finanziaria precedente aveva stanziato per i rinnovi contrattuali delle amministrazioni statali 600 e 1.000 miliardi, rispettivamente, per il 1989 e il 1990. La successiva conclusione della contrattazione nel solo comparto della scuola aveva determinato oneri valutati in circa 1.000, 5.000 e 6.500 miliardi rispettivamente per gli anni 1988, 1989 e 1990 (finanziati in gran parte con maggiori entrate). L'attuale disegno di legge finanziaria aumenta di circa 2.000 miliardi per il 1989 e di 3.100 miliardi per il 1990 le disponibilità residue per gli altri contratti del personale delle amministrazioni statali e di quello degli enti locali.

Viene inoltre modificato l'attuale regime di blocco e di deroghe relativo alle assunzioni nel pubblico impiego, introducendo limitazioni al turnover e stabilendo il criterio della residualità delle assunzioni rispetto alle operazioni di mobilità.

Trasporti. — Sono previste alcune norme, riguardanti i trasporti locali, aerei, ferroviari e marittimi, volte al conseguimento di obiettivi di maggiore efficienza ed economia di gestione e alla riduzione dei trasferimenti statali verso questi settori.

Viene stabilito che a partire dal 1989 i contributi statali alle Regioni per i trasporti pubblici locali siano ridotti annualmente nella misura del 10 per cento rispetto a quanto stanziato nel 1988 e che tali contributi siano erogati ad enti e imprese tenendo conto della frequentazione delle linee. Le Regioni e i Comuni sono inoltre tenuti a definire annualmente tariffe minime ed effettive per ogni tipo di servizio, in relazione a criteri di copertura dei costi stabiliti dal Ministero dei trasporti; qualsiasi ulteriore agevolazione dovrà trovare copertura con finanziamenti propri. Viene inoltre disposto che le sovvenzioni di equilibrio per i collegamenti marittimi ritenuti essenziali siano determinate in base ai costi dei servizi non sovvenzionati.

Finanza decentrata. — Viene ridotto l'importo degli stanziamenti per gli enti locali e fissato un limite complessivo al finanziamento dei loro investimenti. I fondi attribuiti alle regioni a statuto speciale e alle province autonome di Trento e Bolzano sono ridotti rispetto a quanto previsto dalla normativa precedente.

grado di controllo sull'evoluzione della spesa dello Stato, con riferimento soprattutto a quella in conto capitale. Il saldo netto da finanziare del bilancio di competenza presenta una flessione rispetto al valore implicito nel Documento di programmazione economico-finanziaria. Va tuttavia rilevato che a questo miglioramento fa riscontro un mutamento nella composizione della spesa: rispetto alle ipotesi implicite nel predetto documento, a un aumento consistente degli stanziamenti correnti corrisponde una flessione ancor più rilevante delle assegnazioni in conto capitale.

Per assicurare i risultati del processo di risanamento è necessario incidere sin d'ora sui meccanismi strutturali di formazione della spesa corrente nei principali comparti di intervento. D'altro canto in assenza di questi interventi e tenuto conto che le possibilità di manovra dal lato delle entrate tendono a ridursi, nei prossimi anni l'unica alternativa sarebbe quella di incidere sulle spese in conto capitale, riducendo la quantità e il numero dei programmi di investimento di cui il Paese e, soprattutto, il Mezzogiorno necessitano per rafforzare le prospettive di crescita.

L'onere per interessi sarà di circa 96 mila miliardi; esso sconta, da un lato la crescita del debito, dall'altro una riduzione del livello medio dei tassi nominali e un allungamento della scadenza del debito già in atto dalla fine del 1988.

Coerentemente con gli obiettivi macroeconomici formulati dal Governo, la Banca d'Italia ha delineato e presentato al CIPE un quadro programmatico di crescita degli aggregati monetari e creditizi. In relazione all'aumento atteso del prodotto a prezzi correnti e di quello degli investi-

menti e all'esigenza di stabilità dei prezzi e del cambio, la crescita dei finanziamenti al settore non statale dovrà essere contenuta tra il 7 e il 10 per cento. Lo scostamento dal valore centrale dipenderà dall'evoluzione dell'economia reale, specialmente per quanto concerne la formazione di capitale fisso, e dalla possibilità per le imprese di ricorrere ai mercati finanziari; il lento recupero dei corsi delle azioni, sostenuto dal movimento dei profitti, dovrebbe consentire una raccolta azionaria superiore a quella di quest'anno. Dato l'ammontare del fabbisogno statale, il credito totale interno dovrebbe aumentare dell'11 per cento circa rispetto alla consistenza di fine 1987; esso risulterà pari a oltre il 13 per cento del prodotto lordo. Considerate le previsioni sull'andamento della bilancia dei pagamenti, anche le attività finanziarie complessive dovrebbero aumentare dell'11 per cento.

Quanto all'espansione della moneta, essa dovrà risultare più contenuta di quella del complesso delle attività finanziarie, approssimando la crescita del reddito nominale; pertanto verrà mantenuta, come nel 1988, entro una fascia compresa tra il 6 e il 9 per cento. Coerentemente con questo obiettivo, le altre attività finanziarie, in prevalenza costituite da titoli pubblici, detenute dal settore non statale aumenterebbero del 15 per cento circa, a un ritmo pressoché doppio di quello del PIL. Tenuto conto delle condizioni prevalenti sui mercati internazionali, alle quali occorrerà fare più stretto riferimento dopo la liberalizzazione valutaria divenuta operante dal primo ottobre scorso, l'andamento dei tassi di interesse potrà riflettere i progressi compiuti nel controllo dell'inflazione e nel risanamento dei conti pubblici.

Aggiornato con le informazioni disponibili al 28 ottobre.

Note

Il processo di revisione dell'ordinamento valutario (*)

1. Dal 1° ottobre 1988 è divenuto operante il nuovo ordinamento valutario, non più basato sul divieto generalizzato sancito nell'art. 2 del D.L. 6 giugno 1956, n. 476 convertito, con modificazioni, in legge 25 luglio 1956, n. 786, bensì sul principio della libertà nelle transazioni economiche e finanziarie con l'estero.

La rilevanza storica di tale evento è da individuare non soltanto nell'affermazione del diverso principio ma nel fatto stesso che l'intera architettura giuridica della nuova legislazione valutaria è improntata alla liberalizzazione e realizza così un ampio grado di apertura della nostra economia nei confronti degli altri paesi.

Sebbene il nuovo assetto legislativo preveda ancora la possibilità di:

- mantenere divieti permanenti rimuovibili a discrezione degli Organi valutari (art. 6 D.P.R. 29 settembre 1987, n. 454);
- introdurre, in presenza di tensioni valutarie, temporanei vincoli alle transazioni con l'estero (art. 13 cit. D.P.R.),

di fatto risulta chiaramente limitata la possibilità delle Autorità valutarie di introdurre vincoli amministrativi.

Ciò renderà necessario ricorrere a strumenti diversi da quelli amministrativi per perseguire gli obiettivi di politica monetaria e di bilancia dei pagamenti.

La nuova legislazione valutaria si è attuata attraverso un lungo iter, iniziato nel 1981 e terminato nel 1988, caratterizzato da un ampio ed approfondito dibattito sui diversi aspetti della delicata materia che interessa la vasta area dei rap-

porti economici e finanziari con l'estero con ampi riflessi sulla politica economica del Paese.

2. La riforma si è concretizzata con l'emanazione:

- a) da parte del Parlamento, della **legge 26 settembre 1986, n. 599** «Revisione della Legislazione Valutaria» con la quale, tra l'altro, il Governo è stato delegato ad attuare la riforma sulla base di una serie di principi e criteri direttivi indicati nell'art. 1;
- b) da parte del Governo, della nuova «legge valutaria» (**D.P.R. 29 settembre 1987, n. 454**) contenente l'affermazione del principio di «libertà» anche se nel contempo tale principio è stato temperato dalla possibilità di mantenere e introdurre, come si è detto, divieti permanenti e temporanei;
- c) da parte del governo, del «Testo Unico delle norme di legge in materia valutaria» (**D.P.R. 31 marzo 1988, n. 148**) che sostituirà dal 1° gennaio 1989 il cennato D.P.R. 454/87, recedendone per intero il contenuto;
- d) da parte del Parlamento, della legge di depenalizzazione dei reati valutari, che entra in vigore con la pubblicazione sulla Gazzetta Ufficiale, con la quale è attribuita rilevanza solo amministrativa alle infrazioni fino ad ora assoggettate alla normativa penale di cui alla legge n. 159/1976 come da ultimo modificata dalla legge 599/86.

La legge di depenalizzazione, retroattiva ai sensi dell'art. 2 c.p., è applicabile anche ai procedimenti penali tuttora pendenti, i quali,

(*) A cura del Servizio Rapporti con l'Estero.

ove non debbano essere conclusi in sede giudiziaria, saranno trasmessi all'Ufficio Italiano dei Cambi per l'irrogazione della sanzione amministrativa.

Il nuovo assetto legislativo è stato poi completato dal **D.M. 1° febbraio 1988, n. 21** («Disposizioni di attuazione del D.P.R. 29 settembre 1987, n. 454, contenente disposizioni in materia valutaria, ai sensi dell'art. 1 della legge 26 settembre 1986, n. 599») e dal **D.M. 26 luglio 1988 n. 329** («Linee di credito in favore dell'estero di durata superiore a 18 mesi») cui hanno fatto seguito le disposizioni emanate dall'Ufficio Italiano dei Cambi concernenti le istruzioni alle banche in materia di monopolio e gestione dei cambi, e l'assetto del nuovo sistema informativo valutario.

Il dibattito che ha preceduto e accompagnato l'*iter* parlamentare, è stato sollecitato anche dalla rilevanza penale che, a partire dal 1976 (legge n. 159), hanno assunto quelle infrazioni alla normativa valutaria che più direttamente incidono sull'equilibrio dei nostri conti con l'estero (illecita esportazione di capitali, illecita costituzione all'estero di disponibilità valutarie, omessa cessione di valuta, ecc.).

In particolare, la discussione si è incentrata sulla necessità di pervenire ad una normativa in materia caratterizzata da:

- *maggiore chiarezza*, al fine di evitare quelle incertezze interpretative che sono particolarmente gravi in un contesto normativo nel quale era stata introdotta la sanzione penale;
- *maggiore snellezza* delle procedure amministrative da seguire per l'effettuazione delle operazioni, specialmente commerciali, con l'estero;
- *meno vincoli*, così da assecondare il processo di integrazione della nostra economia nel contesto internazionale.

Alla realizzazione dei primi due obiettivi (chiarezza della normativa e snellezza delle procedure) ha peraltro teso, nella prima parte degli anni '80, l'adozione di alcuni provvedimenti amministrativi (1).

Circa la terza finalità (allentamento dei vincoli valutari), il miglioramento dei conti con l'estero

realizzatosi nel corso degli anni '80 ha reso possibile una graduale rimozione dei vincoli, buona parte dei quali erano stati introdotti nel corso degli anni '70 per fronteggiare le crisi di bilancia dei pagamenti discendente dagli *shocks* petroliferi, dall'abbandono di un sistema di cambi fissi e da squilibri interni (2).

In questo contesto si è così maturato il convincimento che il nostro paese potesse gradualmente procedere al completo abbattimento dei vincoli valutari con l'obiettivo di giungere ad una effettiva libertà nelle transazioni con l'estero e a una piena integrazione finanziaria nella Comunità Economica Europea.

Si è posto quindi il problema di stabilire se tale traguardo dovesse essere raggiunto:

- a) senza modifiche sostanziali dell'assetto legislativo vigente;
- b) ovvero, mediante una profonda revisione della stessa legislazione valutaria.

A favore della prima tesi si portava l'argomento che la legge valutaria del 1956, sebbene basata sul principio del divieto generalizzato, conferiva al sistema il giusto grado di elasticità poiché lasciava piena discrezionalità alle Autorità valutarie nello stabilire il grado di apertura della nostra economia consentendo loro di manovrare vincoli e autorizzazioni a seconda della situazione congiunturale dei conti con l'estero.

In antitesi — ed in favore quindi di una revisione degli assetti legislativi che sostituisse il «divieto» con l'opposto principio di «libertà» — si argomentava che era proprio l'«eccesso» di discrezionalità previsto dalla legge del 1956 ad ostacolare l'inserimento dell'economia italiana sui mercati internazionali; infatti gli operatori pur in presenza di un eventuale ampio grado di libertà loro «concesso», si sarebbero mossi con «prudenza» nel timore che i loro programmi di sviluppo venissero poi vanificati dalla reintroduzione repentina di vincoli valutari.

3. Il 21 aprile 1981, il Governo presentava al Parlamento un disegno di legge (atto Senato n. 2552) con il quale, sostanzialmente, chiedeva di essere delegato a:

- a) procedere ad una revisione della legislazione penale valutaria, volta a migliorarne gli aspetti procedurali con:

- l'elevazione da 500.000 a 15 milioni di lire del limite oltre il quale la violazione valutaria avrebbe avuto rilevanza penale;
- la risoluzione di alcuni problemi posti da difformi interpretazioni di talune disposizioni da parte dell'Autorità giudiziaria nonché degli Organi preposti all'attività preventiva e repressiva in materia valutaria.

b) emanare un Testo unico delle disposizioni di legge in materia valutaria.

Tale disegno di legge, seppure di portata rilevante per il tempo in cui è stato proposto, si muoveva però preminentemente in un'ottica di riordino e razionalizzazione degli assetti legislativi già esistenti. L'iniziativa, senza essere discussa in Commissione, decadeva con la fine anticipata dell'VIII Legislatura nella quale era stata presentata.

Nel frattempo, con legge 24 novembre 1981, n. 689 «Modifiche al sistema penale», venivano prese misure di carattere generale in tema di depenalizzazione degli illeciti, compresi quelli valutari, la cui soglia di rilevanza penale risultava quindi elevata a 5 milioni di lire.

Il Ministero del Commercio con l'Estero dal canto suo dava incarico ad un gruppo di esperti di formulare ipotesi di emendamento al suddetto disegno di legge delega.

Sulla base dei lavori del gruppo, vagliati e perfezionati attraverso intese tra tutte le Amministrazioni interessate, il Governo presentava in data 17 novembre 1983 (IX Legislatura) un nuovo disegno di legge (atto Senato n. 316) con il quale chiedeva al Parlamento di essere delegato ad attuare una revisione dell'ordinamento valutario di portata ben più ampia di quella prevista nella precedente iniziativa del 1981. Si andava infatti consolidando il miglioramento dei nostri conti con l'estero.

Il nuovo testo prevedeva:

- non solo una più ampia modifica del sistema sanzionatorio penale e amministrativo (3);
- ma anche una generale riforma del sistema valutario italiano basata sull'affermazione del principio della libertà nelle transazioni finanziarie ed economiche con l'estero ed è questo l'aspetto più qualificante della proposta di legge. Venivano qui fissati (art. 11) i principi ed i criteri direttivi ai quali il Governo stesso

avrebbe dovuto attenersi in tale opera di revisione. I suddetti criteri tendevano, sostanzialmente, a:

- predeterminare per legge l'ambito di discrezionalità delle Autorità valutarie con il dichiarato intento di ridurlo. Se infatti veniva consentito agli Organi valutari di introdurre eccezioni e limitazioni alla libertà, ciò poteva avvenire soltanto nel caso in cui esse fossero «dirette a perseguire finalità di politica monetaria ovvero a contrastare effetti dannosi all'economia nazionale o a suoi singoli settori...».
- individuare in modo tassativo quali «prestazioni a carattere patrimoniale» gli Organi valutari avrebbero, nel futuro, potuto adottare;
- imporre la massima chiarezza e conoscibilità delle norme valutarie;
- ampliare le possibilità di commercio dell'oro greggio (lingotti, ecc.);
- semplificare le procedure amministrative per l'esecuzione delle operazioni con l'estero.

Veniva infine previsto che per lo studio e la soluzione dei problemi concernenti la revisione valutaria dovesse essere costituita un'apposita Commissione e che i decreti delegati dovessero essere preventivamente sottoposti al parere delle Commissioni Permanenti della Camera e del Senato; in tal modo veniva riservato al Parlamento un giudizio finale, anche se non vincolante, sull'operato dell'Esecutivo.

Iniziava così nelle Commissioni del Senato e della Camera quell'ampio dibattito parlamentare nel corso del quale sono stati, tra gli altri, ascoltati il Ministro del Commercio con l'Estero, il Ministro di Grazia e Giustizia, il Ministro per la Finanza Pubblica, il Governatore della Banca d'Italia, nonché alti funzionari delle Amministrazioni interessate.

Il Senato, nella seduta del 20 giugno 1985, approvava il testo del disegno di legge n. 316 con modifiche; il testo così emendato (atto Senato n. 316-A) veniva quindi trasmesso alla Presidenza della Camera il 28 giugno 1985 per la successiva discussione.

Il testo della 316-A si distingue da quello presentato dal Governo perché, tra l'altro, viene:

- 1) ricompreso, tra principi e criteri direttivi, l'obbligo di riconfermare l'esistenza del monopolio dei cambi (4);
- 2) introdotto il principio dell'obbligo di comunicare al Parlamento sia le notizie sui movimenti valutari sia i provvedimenti amministrativi adottati dalle Autorità valutarie (decreti ministeriali, ecc.) (5);
- 3) disposta l'istituzione, presso l'Ufficio Italiano dei Cambi, di un sistema di rilevazione di dati attinenti le transazioni economiche e finanziarie con l'estero;
- 4) imposto l'obbligo di emanare norme volte al coordinamento dell'attività in materia valutaria svolta dalla Banca d'Italia, dall'Ufficio Italiano dei Cambi e dal Nucleo Speciale di Polizia Valutaria della Guardia di Finanza (6);
- 5) previsto l'istituto del silenzio-assenso (7);

L'esame del disegno di legge (atto Camera n. 2987), come peraltro era avvenuto anche al Senato, si incentra, in particolare, sul ruolo che l'ordinamento valutario deve svolgere nel nostro Paese e quindi sull'interrelazione che deve sussistere tra libertà nelle relazioni con l'estero, monopolio dei cambi, controllo amministrativo dei flussi valutari da e verso l'estero, penalizzazione degli illeciti valutari.

Nella seduta del 12 giugno 1986 la Camera ha approvato, con modifiche, il testo ad essa inviato dal Senato. Tali modifiche, nel loro complesso, rispettano la struttura del precedente testo e riguardano principalmente questioni formali o di portata relativamente limitata (8). Viene comunque introdotta, per la prima volta a livello legislativo, una disciplina valutaria dei compensi di mediazione.

Il 17 giugno 1986 il testo viene così trasmesso al Senato (atto Senato n. 316 B) che, dopo una breve discussione, lo approva definitivamente nella seduta del 23 settembre 1986.

Si arriva quindi alla promulgazione della legge 26 settembre 1986, n. 599 «Revisione della legislazione valutaria» con la quale:

- 1) il Governo viene delegato ad attuare, entro un anno, una revisione dell'ordinamento valutario sulla base dei principi e criteri indicati nell'art. 1;
- 2) vengono apportate, con effetto immediato, alcune significative modifiche alla legge penale

valutaria del 1976 (tra cui l'elevazione a 100 milioni di lire, nel corso del triennio, della soglia oltre la quale le violazioni valutarie hanno rilevanza penale);

- 3) viene introdotto, con effetto immediato, l'istituto della definizione in via oblativa delle violazioni valutarie avvalendosi della quale il trasgressore, previo pagamento di una somma stabilita dalla stessa legge (la cui entità è correlata alla gravità della violazione), vede estinto l'illecito.

4. In attuazione della delega, il Governo ha presentato alle Commissioni parlamentari due decreti delegati il cui esame inizia nelle sedute del 5 agosto 1987 e si conclude il 17 settembre 1987 con parere favorevole anche se accompagnato da alcune osservazioni — che non attengono comunque agli aspetti fondamentali del provvedimento — tra le quali quella di unificare i due testi.

Tenuto conto delle osservazioni così formulate, il Governo ha emanato la nuova legge valutaria (D.P.R. 29 settembre 1987, n. 454) che ai sensi dell'art. 32 è entrata in vigore il 1° ottobre 1988.

Quest'ultima ha ampiamente recepito le indicazioni di liberalizzazione valutaria contenute nella legge delega ed ha affrontato il delicato tema della coesistenza dei diversi principi di libertà, monopolio, vincoli amministrativi.

- da un lato, sancendo che le relazioni economiche e finanziarie con l'estero sono libere (art. 5 cit. D.P.R. n. 454) e che limiti a tale libertà possono essere adottati solo nei casi previsti nell'art. 13 stesso D.P.R. (tensioni valutarie) e nelle forme in esso indicate;
- dall'altro, facendo discendere dal monopolio dei cambi alcuni vincoli permanenti rimuovibili o introducibili a discrezione delle Autorità valutarie (art. 6 D.P.R. n. 454) (ad es. l'obbligo dell'offerta in cessione della valuta; il divieto per i residenti di costituire depositi all'estero; possibilità di disciplinare la posizione in cambi e la posizione netta verso l'estero delle banche abilitate).

Nello stesso tempo è stato mantenuto il cosiddetto obbligo di canalizzazione delle operazioni valutarie ed in cambi (art. 7 D.P.R. n. 454) sulla base del quale gli operatori sono tenuti ad effettuare le proprie operazioni da e verso l'estero nonché le negoziazioni di valuta,

rispettivamente, per il tramite e in contropartita con le banche abilitate.

In tale ottica di liberalizzazione si colloca peraltro lo stesso D.M. 1° febbraio 1988, n. 21 «Disposizioni di attuazione del D.P.R. 29 settembre 1987, n. 454, contenente disposizioni in materia valutaria, ai sensi dell'art. 1 della legge 26 settembre 1986, n. 599», il D.M. 26 luglio 1988 n. 329 e le circolari dell'UIC contenenti le disposizioni in materia di operatività in cambi delle banche abilitate e di segnalazioni statistiche.

In ossequio a quanto disposto nell'art. 1 comma terzo, della legge delega n. 599, viene infine emanato, con D.P.R. 31 marzo 1988, n. 148, il Testo Unico delle norme di legge in materia valutaria, che entrerà però in vigore il 1° gennaio 1989. Tale T.U. ha carattere normativo ed abroga espressamente la stessa nuova legge valutaria (che rimarrà formalmente in vigore solo tra il 1° ottobre 1988 ed il cennato 1° gennaio 1989) di cui peraltro recepisce il contenuto.

5. Nel giugno 1988 il Consiglio dei Ministri della Comunità Economica Europea ha approvato una nuova direttiva comunitaria, alla quale gli stati membri dovranno conformare la propria legislazione nazionale entro l'1.7.1990. In forza di tale direttiva i Paesi membri saranno obbligati ad abbattere ogni ulteriore vincolo alla trasferibilità dei capitali, compresi quelli di natura monetaria. Ciò comporterà, ad esempio, la possibilità per i residenti di effettuare liberamente depositi in valuta anche presso banche dell'estero rendendo in tal modo inoperante lo stesso monopolio dei cambi ribadito, come si è visto, dalla nuova legislazione valutaria italiana; ciò potrà avvenire anche in via amministrativa essendo stata prevista,

in sede legislativa la possibilità che le Autorità monetarie possano procedere alla rimozione dei vincoli e dei divieti in relazione non solo all'attuazione dell'Atto unico europeo ma anche alla progressiva integrazione monetaria europea di cui la cennata direttiva rappresenta un momento rilevante (art. 6 cit. D.P.R. n. 454).

(1) In particolare con il D.M. 12 marzo 1981 «Norme concernenti i regolamenti valutari ed i rapporti finanziari con l'estero» ed il D.M. 18 luglio 1985 «Disposizioni valutarie concernenti l'importazione e l'esportazione di merci» il Ministro del Commercio con l'Estero, di concerto con gli altri Ministri interessati, procedeva ad una generale revisione, rispettivamente, della disciplina attinente alle transazioni finanziarie e commerciali con l'estero.

(2) La loro rimozione ha riguardato, a seconda dei casi, la sfera degli interessi delle famiglie e degli operatori bancari e non bancari. Si ricordano, ad esempio, i provvedimenti di liberalizzazione relativi ai termini di regolamento delle transazioni con l'estero; l'abolizione degli obblighi di finanziamento in valuta; l'ampliamento delle possibilità di gestione delle tesorerie in valuta degli operatori e delle banche; la cessione di crediti verso l'estero fra residenti; l'investimento in titoli esteri; la possibilità per gli operatori di detenere conti all'estero; gli investimenti diretti; l'abolizione del plafond turistico annuale; l'abolizione del deposito infruttifero sugli investimenti italiani all'estero.

(3) Recepimento dei principi contenuti nella citata legge n. 689; elevazione della ripetuta soglia da 5 a 100 milioni di lire; previsione di una definizione in via obblativa delle violazioni amministrative; soluzione di alcuni problemi di natura esetica (poteri di accesso presso le aziende di credito da parte degli Organi ispettivi UIC, Guardia di Finanza, ecc.); controllo di congruità delle transazioni con l'estero; funzione delle dichiarazioni rilasciate dagli operatori; responsabilità penale dei funzionari di banca; rito direttissimo; applicabilità delle sanzioni amministrative da parte del Giudice penale; obbligatorietà della confisca, termini di prescrizione, ecc.)

(4) Nel disegno di legge presentato dal Governo non si faceva esplicito riferimento all'istituto del monopolio dei cambi.

(5) Nel testo definitivo licenziato dal Parlamento verrà poi precisato che tale comunicazione dovrà avvenire con cadenza semestrale (cfr. art. 1° punto g) della cit. L. n. 599 del 1986).

(6) Si ricorda che il problema del coordinamento di tale attività è stato affrontato per la prima volta nella legge penale valutaria del 1976 (legge 159) e nel D.M. 11 novembre 1976 «Conferimento di specifiche attribuzioni al Nucleo Speciale di Polizia Valutaria della Guardia di Finanza». Con tale norma fu, tra l'altro, istituito il cennato «Nucleo» con finalità di controllo valutario.

(7) Tale istituto era peraltro già stato introdotto, in via amministrativa, con disposizione del 15.12.83.

(8) Tra esse ricordiamo: l'equivalenza di dolo e colpa quali fattori costitutivi dell'elemento psicologico negli illeciti valutari amministrativi al fine di conformarli al principio sancito nell'art. 3 L. 689/81.

Documenti

Sistema telematico di negoziazione dei titoli pubblici

(Decreto istitutivo e convenzione tra gli operatori aderenti al sistema)

IL MINISTRO DEL TESORO

VISTI gli articoli 1 e 20 del R.D. 4 agosto 1913, n. 1068, così come modificati dal D.P.R. 29 dicembre 1987, n. 556;

VISTO l'articolo 7, comma terzo, del D.P.R. 31 marzo 1975, n. 138;

RITENUTA l'esigenza di disciplinare le negoziazioni di titoli di Stato e garantiti dallo Stato, quotati e non quotati in borsa, da svolgersi attraverso un'organizzazione di operatori non aperta al pubblico, allo scopo di facilitare la piena liquidabilità dei titoli stessi e la pubblicità dei prezzi delle negoziazioni;

RITENUTO altresì di dover individuare i soggetti abilitati ad operare nell'ambito di detta organizzazione, in modo da garantire una effettiva concorrenza;

SENTITE la Banca d'Italia e la CONSOB;

D E C R E T A

Art. 1

1. Per il funzionamento di un sistema di negoziazioni di titoli di Stato e garantiti dallo Stato, individuati ai sensi del successivo art. 4, lett. *d*), attraverso circuito telematico, secondo le modalità e alle condizioni previste dal presente decreto, gli operatori interessati sottoscrivono apposita convenzione.

2. Possono sottoscrivere la convenzione o aderire ad essa:

- a) la Banca d'Italia, le aziende ed istituti di credito, le commissionarie ammesse agli antirecinti alle grida delle borse valori, le società finanziarie di cui al primo comma dell'articolo 6 del decreto del Ministro del Tesoro 29 dicembre 1987 pubblicato nella Gazzetta Ufficiale del 4 gennaio 1988, n. 2, le quali di fatto svolgono quali attività esclusive o principali la compravendita, il possesso, la gestione o il collocamento di titoli pubblici e privati;
- b) le compagnie di assicurazione, le società di gestione dei fondi comuni di investimento mobiliare, limitatamente alla gestione stessa, le altre società finanziarie di cui al primo comma dell'art. 6 del citato decreto del Ministro del Tesoro 29 dicembre 1987.

3. I soggetti di cui al comma 2 debbono avere un patrimonio netto, ai sensi dell'art. 3, comma terzo, della legge 19 marzo 1983, n. 72, di almeno 5 miliardi.

4. Il Ministro del Tesoro approva la convenzione e le sue modificazioni, verificandone la conformità a quanto previsto dal presente decreto.

5. L'inizio e la continuità delle negoziazioni di cui al comma 1 sono condizionati alla partecipazione o adesione alla convenzione di almeno trenta dei soggetti aventi titolo, tra i quali non meno di dieci fra quelli di cui all'art. 2.

6. Dovrà essere prevista la possibilità dell'adesione successiva all'accordo di altri soggetti aventi titolo oltre agli originari stipulanti.

Art. 2

1. È istituito presso la Banca d'Italia un «elenco degli operatori principali». In detto elenco la Banca stessa inserisce, tenendo anche conto dell'esigenza di assicurare una effettiva concorrenza tra gli operatori, i soggetti di cui all'art. 1 comma secondo lettera *a)* che, avendo sottoscritto o aderito alla convenzione, ne fanno domanda e sono in possesso dei requisiti indicati nel successivo comma due. L'iscrizione nell'elenco stesso comporta l'impegno di formulare in via continuativa offerte di acquisto e di vendita, per almeno cinque specie di titoli di Stato, opportunamente differenziate per caratteristiche e di partecipare attivamente al mercato.

2. L'iscrizione nell'elenco previsto dal comma 1 non può essere effettuata ove manchino i seguenti requisiti:

- a)* possesso di un patrimonio netto, ai sensi dell'art. 3, comma terzo, della legge 19 marzo 1983, n. 72, superiore a 20 miliardi di lire;
- b)* avvenuta stipulazione, nell'anno precedente, di contratti di vendita di titoli di cui all'art. 1, comma 1, per un valore complessivo non inferiore a lire 5.000 miliardi;
- c)* possesso da parte degli amministratori e del direttore generale dei requisiti di onorabilità di cui all'art. 1, quarto comma, lett. *c*, della legge 23 marzo 1983, n. 77 e — limitatamente al presidente, all'amministratore delegato o unico ed al direttore generale — dei requisiti di professionalità di cui al medesimo art. 1, quarto comma, lett. *b*. Per le aziende ed istituti di credito si applica il disposto del D.P.R. 27 giugno 1985, n. 350.

Art. 3

1. I soggetti di cui all'art. 1, comma 2, lett. *a)*, si avvalgono di apposito circuito telematico, al fine di formulare le offerte di acquisto o di vendita dei titoli. Queste offerte possono essere accettate esclusivamente dai soggetti indicati nell'art. 1. Le negoziazioni sono effettuate in nome e per conto proprio.

2. Fermo il disposto dell'art. 4, comma 3, in via transitoria le offerte di cui al comma 1 pos-

sono essere formulate solo dai soggetti di cui all'art. 2.

3. I soggetti che sottoscrivono o aderiscono alla convenzione devono, ove ciò sia richiesto dalla Banca d'Italia ai fini della migliore esecuzione dei contratti, intrattenere rapporti di deposito con la Banca d'Italia e la Monte Titoli S.p.a. ed aderire alla liquidazione giornaliera dei titoli presso le stanze di compensazione, direttamente o attraverso altri soggetti abilitati.

Art. 4

1. Nella convenzione dovranno essere previste le modalità:

- a)* per l'accertamento dei requisiti per l'adesione alla convenzione dei nuovi partecipanti;
- b)* per la fissazione di un termine di durata, comunque non inferiore a tre mesi, all'impegno di cui al primo comma dell'articolo 2;
- c)* per lo svolgimento delle negoziazioni e la determinazione dei meccanismi di formulazione delle offerte, con la fissazione, tra l'altro, del lotto minimo di contrattazione che non potrà essere comunque inferiore a 5 miliardi di lire;
- d)* per la redazione dell'elenco dei titoli che formano oggetto di negoziazione attraverso il circuito telematico e per la ripartizione, tra i soggetti di cui all'art. 2, dei titoli sui quali sono tenuti ad effettuare le offerte, tenendo conto dell'esigenza che queste, nell'insieme, riguardino un numero di specie di titoli sufficientemente ampio per assicurare pluralità di offerte e condizioni di competitività;
- e)* per la verifica dell'adempimento degli obblighi dei partecipanti e per la sospensione o l'esclusione dei soggetti dalle negoziazioni a domanda o in caso di comportamenti non compatibili con la funzionalità delle negoziazioni;
- f)* per la modifica della convenzione, con l'indicazione delle maggioranze necessarie, e per il suo rinnovo alla scadenza;
- g)* per il riparto tra i partecipanti alla convenzione delle eventuali spese.

2. Il rinnovo della convenzione si intenderà approvato salvo diverso provvedimento del Mini-

stro del Tesoro da adottare entro il 30 novembre di ciascun anno.

3. Le modifiche del presente decreto sono automaticamente recepite nel testo della convenzione, ove ciò sia necessario, fatta salva la facoltà di recesso.

Art. 5

1. Nello stesso giorno di contrattazione i soggetti di cui all'art. 2 comunicano alla Banca d'Italia e alla Consob le notizie relative ai contratti conclusi. Il contenuto e le modalità delle comunicazioni sono stabiliti dalla Banca d'Italia, di intesa con la Consob.

2. La Banca d'Italia elabora in forma aggregata e pubblica le informazioni relative ai prezzi minimi, massimi e medi ponderati, nonché alle quantità negoziate attraverso il sistema.

Art. 6

1. Nell'esercizio dei poteri di controllo attribuiti dalle vigenti disposizioni di legge, la Consob, oltre ad adottare i provvedimenti di sua competenza, informa il Ministro del Tesoro delle irregolarità riscontrate che comportino disfunzioni del mercato.

Roma, addì 8 febbraio 1988

Il Ministro

CONVENZIONE

PREMESSO

- che il Ministro del Tesoro con decreto 8 febbraio 1988 pubblicato nella G.U. n. 62 del 15 marzo 1988 ha definito, ai sensi del D.P.R. 29 dicembre 1987 n. 556, i criteri e le condizioni per la negoziazione di titoli di Stato e di titoli garantiti dallo Stato, quotati e non quotati, attraverso una organizzazione di operatori non aperta al pubblico, con lo scopo di favorire la liquidazione dei titoli stessi;
 - che gli stessi intendono costituire una organizzazione avente i requisiti fissati dal predetto decreto ministeriale ed operante secondo le regole e le modalità previste dalla presente Convenzione, predisposta con il coordinamento dell'Associazione Bancaria Italiana (ABI) della Associazione Operatori Bancari in Titoli (ASSOBAT) e dell'Associazione Tesorieri Istituzioni Creditizie (ATIC);
- si conviene quanto segue:

Art. 1

Scopo della convenzione

1. La presente Convenzione ha lo scopo di definire, ai sensi del D.M. Tesoro 8 febbraio 1988, (appresso denominato: il decreto ministeriale), l'organizzazione ed i criteri di funzionamento del

sistema di negoziazione di titoli di Stato e di titoli garantiti dallo Stato, quotati e non quotati in borsa, tramite circuito telematico tra gli aderenti alla Convenzione (appresso denominato: il sistema).

Art. 2

Titoli negoziabili

1. Sono negoziabili, con le modalità e le tecniche previste dalla presente Convenzione, i titoli di Stato ed i titoli garantiti dallo Stato, quotati e non quotati in borsa espressamente individuati dal Comitato di gestione di cui all'Art. 8 (otto).

2. I titoli sono negoziati per quantitativi minimi di nominali 5 miliardi di lire.

Art. 3

Soggetti aderenti al sistema

1. Possono partecipare al sistema, attraverso l'adesione alla presente Convenzione, i soggetti di cui al comma 2° dell'Art. 1 (uno) del decreto ministeriale.

2. Possono essere inseriti, a richiesta, in un «elenco di operatori principali» tenuto dalla Banca d'Italia i soggetti di cui all'Art. 2 (due) del decreto ministeriale. I requisiti di cui alle lettere

a) e c) del comma 2° di detto articolo debbono essere posseduti per tutta la durata dell'iscrizione in detto elenco.

3. Con l'iscrizione di cui al comma precedente gli operatori principali assumono gli impegni di cui all'Art. 4 (quattro).

L'iscrizione nell'elenco ha effetto, salvo diversa determinazione, con il primo giorno del periodo trimestrale previsto dall'Art. 4 (quattro), comma 1°.

4. I soggetti aderenti alla Convenzione per essere iscritti nell'«elenco di operatori principali» rivolgeranno domanda scritta al Comitato di gestione il quale, raccolti gli elementi necessari, trasmetterà la domanda alla Banca d'Italia per le conseguenti decisioni.

5. I soggetti aderenti alla Convenzione si impegnano a non pubblicare al di fuori del sistema proposte di acquisto e/o di vendita per importi pari o superiori a quelli indicati all'Art. 2 (due), comma 2°, sui titoli individuati con le modalità di cui all'Art. 5 (cinque), comma 1°. Sugli stessi titoli i soggetti aderenti alla Convenzione diversi dagli operatori principali si impegnano ad effettuare il maggior volume possibile di contrattazioni nell'ambito del sistema; si impegnano altresì, nei limiti e per effetto dell'Art. 3 (tre), commi 1° e 2°, del decreto ministeriale, a non formulare nel sistema medesimo proposte di acquisto e/o di vendita per gli stessi titoli.

Art. 4

Impegni degli operatori principali

1. Gli operatori principali si impegnano a formulare in via continuativa, per un periodo di tempo di tre mesi identico per tutti, proposte sia di acquisto sia di vendita per almeno cinque titoli individuati ai sensi dell'Art. 5 (cinque). Tale impegno si rinnova automaticamente per uguale periodo, salvo che sia comunicata al Comitato di gestione, almeno quindici giorni prima della scadenza del periodo stesso, la richiesta di cancellazione dall'elenco di cui all'Art. 3 (tre), comma 2°. Il Comitato informerà prontamente la Banca d'Italia.

2. Gli operatori principali possono, anche occasionalmente, formulare all'interno del sistema proposte sui titoli di cui all'Art. 5 (cinque), comma 1°, diversi da quelli per essi individuati; in

tal caso si impegnano ad esporre le condizioni di prezzo sia in acquisto sia in vendita.

3. Le proposte dovranno essere formulate tutti i giorni di Borsa aperta dalle ore 10.00 alle ore 13.00 e dalle ore 15.00 alle ore 16.00.

4. In relazione alla esposizione delle proposte di acquisto e di vendita sul circuito telematico, l'operatore può modificare le proposte formulate in ogni momento. Tuttavia resta obbligato a stipulare almeno un contratto su un titolo per il quantitativo minimo e al prezzo proposto, ove ciò gli sia richiesto prima della cancellazione della proposta stessa.

5. Le modifiche delle condizioni di prezzo in acquisto e in vendita da parte di un operatore principale saranno apportate, secondo le modalità e le tecniche previste dal sistema, nel più breve tempo possibile e comunque entro un tempo massimo di cinque minuti dalla cancellazione della proposta precedente. Nel caso in cui sia stata effettuata almeno una transazione al prezzo precedente, il termine massimo è esteso a quindici minuti per tutti i titoli trattati.

6. Al fine di poter ottemperare agli impegni connessi alla presente Convenzione gli operatori principali si muniranno di almeno tre terminali destinati a questo scopo.

7. Ciascun operatore principale, per gravi e giustificati motivi, può chiedere al Comitato di gestione un'interruzione temporanea degli obblighi di cui al comma 1°, senza che ciò comporti il venir meno della qualifica di operatore principale.

Art. 5

Individuazione dei titoli

1. Il Comitato di gestione seleziona periodicamente almeno venti titoli da trattare nel sistema che siano significativamente rappresentativi del mercato.

2. I titoli per i quali ogni operatore principale si impegna ad indicare proposte di acquisto e di vendita vengono concordati tra il Comitato di gestione e gli operatori stessi nell'ambito dei titoli di cui al comma 1°.

3. Nell'individuazione dei titoli saranno osservati i seguenti criteri: la totale copertura dei titoli selezionati ai sensi del comma 1°, la necessità che ognuno di detti titoli sia quotato da più ope-

ratori principali, la piú ampia diversificazione dei titoli per caratteristiche.

Art. 6

Modalità tecniche di funzionamento del sistema

1. Il sistema si articola in moduli corrispondenti a distinte «pagine» che vengono fornite dalla società di gestione del circuito telematico in forza di contratti stipulati singolarmente da ciascun aderente alla presente Convenzione. Sarà conferito al Comitato di gestione il potere di rappresentanza degli aderenti per tutte le modifiche inerenti il circuito telematico che si rendano necessarie o utili per un miglior funzionamento del sistema.

2. La «pagina indice» individua l'elenco dei titoli che sono trattati con le modalità stabilite dalla presente Convenzione.

3. La «pagina per operatore principale», intestata ad ognuno di questi, espone le sue proposte, indica le condizioni di prezzo sia in acquisto sia in vendita per i titoli per esso individuati e per gli altri che intenda trattare. L'operatore principale potrà rendere tale pagina non visibile agli altri operatori.

4. La «pagina per titolo» evidenzia per ogni singolo titolo le proposte degli operatori principali e viene alimentata automaticamente sulla base dei dati contenuti nella «pagina per operatore principale».

5. La «pagina competitiva» visualizza per ogni titolo le quattro migliori condizioni di prezzo in acquisto e in vendita. L'aggiornamento della «pagina competitiva» avviene automaticamente sulla base delle modifiche che sono apportate alla «pagina per operatore principale».

Art. 7

Modalità di effettuazione e regolamento delle operazioni

1. Le operazioni sono effettuate attraverso il sistema telematico ed eventualmente per telefono nell'ipotesi di non funzionamento del circuito telematico, nel qual caso le relative informazioni saranno ugualmente inserite nel sistema, ai fini dell'Art. 13 (tredici), nel piú breve tempo possibile, a cura dell'operatore principale che ha esposto l'esito della sua accettazione ove non gli sia comunicato tramite il circuito telematico.

2. Le proposte degli operatori principali sono impegnative, secondo le modalità indicate nell'art. 4, comma 4, esclusivamente nei confronti dei soggetti aderenti alla Convenzione.

3. Le negoziazioni sono effettuate in nome e per conto proprio, con regolamento a pronti secondo gli usi del mercato finanziario accertati dal Comitato di gestione.

4. Il contratto s'intende concluso nel luogo dove il proponente ha la sua sede legale e nel momento in cui il proponente ha ricevuto l'accettazione, nei casi di cui alla seconda parte dell'Art. 4 (quattro), comma 4°; negli altri casi questo momento sarà determinato in via generale dal Comitato di gestione.

5. Il regolamento delle operazioni avviene con l'immissione delle stesse nella liquidazione giornaliera dei titoli presso la Stanza di Compensazione, secondo le modalità ed i tempi stabiliti dalla Banca d'Italia.

6. I soggetti che partecipano al sistema si impegnano, ove ciò sia richiesto dalla Banca d'Italia ai fini della migliore esecuzione dei contratti, ad intrattenere rapporti di deposito con la Banca d'Italia e con la Monte Titoli S.p.A. e ad aderire alla Stanza di compensazione per la liquidazione giornaliera dei titoli, direttamente o attraverso soggetti abilitati.

Art. 8

Comitato di gestione

1. Per assicurare il regolare funzionamento del sistema è istituito un apposito Comitato di gestione composto da:

- a) un componente designato dall'Associazione Bancaria Italiana (ABI), con funzione di Presidente;
- b) un componente designato dall'Associazione Operatori Bancari in Titoli (ASSOBAT);
- c) un componente designato dall'Associazione Tesorieri Istituzioni Creditizie (ATIC);
- d) quattro componenti rappresentativi degli operatori principali, di cui almeno uno rappresentativo di quelli non bancari, con rotazione semestrale.

2. Le associazioni di cui al comma 1° e gli operatori principali eletti ai sensi dell'Art. 10 (dieci), comma 1°, lett. a), indicano il componente effettivo e un suo sostituto.

3. Alle riunioni del Comitato di gestione sarà presente un delegato della Banca d'Italia. Le parti contraenti prendono altresì atto che, ai fini dell'esercizio delle funzioni di competenza dalla CONSOB, alle riunioni del Comitato potrà essere presente un funzionario della CONSOB stessa.

4. Il Comitato di gestione, che si avvale di una segretaria tecnica, ha sede presso l'Associazione Bancaria Italiana, Piazza del Gesù 49, Roma.

5. I componenti del Comitato di Gestione, la cui carica è gratuita, rispondono solo per dolo o colpa grave per le responsabilità connesse allo svolgimento dei compiti loro affidati.

Art. 9

Funzioni del Comitato di gestione

1. Il Comitato di gestione:
 - coordina e gestisce le questioni e le problematiche di carattere tecnico ed operativo connesse con il funzionamento del sistema;
 - riceve ed esamina le domande di adesione alla presente Convenzione e, dopo aver verificato l'esistenza dei requisiti richiesti, accoglie la domanda;
 - riceve le domande di iscrizione all'«elenco degli operatori principali» e, raccolti gli elementi necessari, le trasmette alla Banca d'Italia per la decisione;
 - individua periodicamente, su indicazione dei soggetti aderenti alla Convenzione e sentiti gli operatori principali, i titoli di cui all'Art. 5 (cinque) comma 1° ai fini del loro inserimento nella «pagina indice»;
 - decide sulle richieste di interruzione temporanea dell'obbligo di formulare proposte, di cui all'Art. 4 (quattro), comma 7°;
 - segue in via continuativa l'andamento delle negoziazioni;
 - dispone la sospensione, esclusione e decadenza degli aderenti ai sensi dell'Art. 12 (dodici);
 - esamina e/o propone le ipotesi di modifica alla Convenzione da sottoporre all'approvazione dell'Assemblea degli aderenti;
 - cura i rapporti con la società di gestione del circuito telematico per tutto quanto concerne il funzionamento del sistema.

2. Le sedute del Comitato di gestione sono valide se sono presenti almeno cinque membri. Il Comitato decide a maggioranza dei presenti; in caso di parità prevale il voto del Presidente.

3. Il funzionamento del Comitato di gestione è disciplinato da un regolamento approvato in Assemblea dagli operatori principali.

Art. 10

Assemblea degli aderenti alla Convenzione

1. L'Assemblea degli aderenti alla Convenzione:

- a) elegge gli operatori principali che designano i componenti del Comitato di gestione di cui al comma 1°, lettera d), dell'Art. 8 (otto);
- b) sceglie la società di gestione di cui all'Art. 6 (sei), comma 1°;
- c) approva il rendiconto annuale di cui all'art. 15, comma uno;
- d) approva il regolamento di cui all'Art. 9 (nove), comma 3° e quello necessario per il funzionamento dell'Assemblea stessa;
- e) delibera sulle modifiche della convenzione di cui all'Art. 11 (undici);
- f) elegge gli aderenti alla Convenzione che designano i componenti del Collegio dei Revisori di cui al successivo art. 10 bis.

2. L'Assemblea è validamente costituita in prima convocazione ove siano presenti in proprio e per delega almeno due terzi degli aderenti; in seconda convocazione qualunque sia il numero dei presenti. Le deliberazioni sono adottate con il voto favorevole della maggioranza dei presenti. Ogni aderente può farsi rappresentare in ogni singola Assemblea, con effetto anche per la seconda convocazione, da altro aderente conferendo delega scritta.

3. Qualora l'oggetto della deliberazione riguardi gli operatori principali alla votazione prendono parte solo gli appartenenti a questa categoria di aderenti e ad essa è riferito il quorum necessario.

Art. 10 bis

Collegio dei revisori dei conti

1. L'Assemblea ordinaria elegge gli aderenti di cui all'art. 10 lett. f), dei quali due non aventi la

qualità di operatori principali. I Revisori designati il cui incarico ha durata annuale, eleggono nel proprio seno un Presidente.

2. I Revisori dei conti controllano la gestione contabile ed i rendiconti semestrali del Comitato di gestione e riferiscono annualmente all'Assemblea.

Art. 11

Modifiche della Convenzione

1. Oltre al Comitato di gestione, ciascun aderente può proporre modifiche alla presente Convenzione. Solo gli operatori principali possono proporre modifiche riguardanti tale categoria di operatori.

2. Sull'ammissibilità delle proposte decide il Comitato di gestione, salvo che le stesse non siano presentate da almeno un quarto degli aderenti.

3. Le modifiche della Convenzione deliberate dall'Assemblea sono sottoposte, a cura del Comitato di gestione, all'approvazione del Ministro del Tesoro.

4. È fatta salva la facoltà di recesso da parte degli aderenti assenti o dissenzienti, con effetto dalla data di entrata in vigore delle modifiche.

5. Per le eventuali modifiche alla Convenzione che si rendano necessarie in conseguenza di disposizioni emanate con ulteriori decreti del Ministro del Tesoro, ai sensi del D.P.R. 29 dicembre 1987, n. 556 e del D.P.R. 31 marzo 1975, n. 138 (art. 7), non è necessaria la procedura prevista nei commi precedenti. A tal fine provvede il Comitato di gestione, con salvezza, anche in questo caso, della facoltà di recesso ai sensi del comma 4°.

Art. 12

Sospensione ed esclusione dalle negoziazioni Decadenza dell'adesione

1. La violazione degli impegni e delle modalità operative derivanti dall'applicazione della presente Convenzione, nonché comportamenti non compatibili con la funzionalità delle negoziazioni, e segnatamente il mancato rispetto dell'obbligo di esposizione delle proposte di acquisto e vendita di cui all'Art. 4 (quattro) o il rifiuto di ef-

fettuare operazioni in dipendenza delle proposte, comportano la sospensione sino al massimo di sei mesi o l'esclusione dalle negoziazioni.

2. L'esclusione comporta per il soggetto interessato l'inibizione a partecipare alle negoziazioni nel sistema prima che sia trascorso almeno un anno. Qualora il soggetto non sia riammesso entro due anni dall'esclusione, può essere dichiarata la decadenza della sua adesione alla Convenzione.

3. Sulla sospensione, esclusione e decadenza dell'aderente ha competenza il Comitato di gestione, che decide con il voto favorevole di almeno 5 componenti.

Art. 13

Comunicazioni sulle operazioni concluse

1. Gli operatori principali sono tenuti a comunicare alla Banca d'Italia e alla CONSOB, nello stesso giorno di contrattazione, le notizie relative ai contratti conclusi, in base al contenuto e secondo le modalità stabilite ai sensi dell'Art. 5 (cinque) del decreto ministeriale.

Art. 14

Tassa sui contratti di Borsa

1. Per le operazioni eseguite nel rispetto della presente Convenzione la tassa sui contratti di borsa è a carico del soggetto che ha aderito alla proposta dell'operatore principale.

Art. 15

Ripartizione delle spese e rendiconto

1. Il rendiconto economico annuale, predisposto dal Comitato di gestione sulla base dei rendiconti semestrali, viene sottoposto all'approvazione dell'Assemblea ordinaria, accompagnato dalla relazione dei Revisori dei conti.

2. Le spese sostenute per la realizzazione e la gestione del sistema, quali risultano dal rendiconto di cui al comma uno, vengono annualmente ripartite in quote uguali fra gli aderenti alla Convenzione.

3. Il Comitato può chiedere agli aderenti anticipi sulla quota annuale, al fine di far fronte alle spese inerenti alla gestione.

Art. 16

Efficacia e scadenza della Convenzione

1. La convenzione ha efficacia dopo la sua approvazione da parte del Ministro del Tesoro e scade il 31 dicembre 1988, intendendosi tacitamente rinnovata di anno in anno.

art. 17

Adesioni e recessi

1. L'inizio e la continuità delle negoziazioni previste dalla presente Convenzione sono subordinati all'adesione alla stessa da parte di almeno trenta soggetti aventi titolo e all'iscrizione nell'elenco di cui al comma 2° dell'Art. 3 (tre) di almeno dieci operatori principali.

2. La volontà di recedere dalla presente Convenzione deve essere comunicata al Comitato di gestione entro il 10 novembre di ciascun anno. Il recesso ha effetto con decorrenza dal 1° gennaio dell'anno successivo.

3. La presente Convenzione è aperta. L'adesione di soggetti aventi titolo, diversi dai sottoscrittori originali, è consentita, a domanda degli interessati, dal Comitato di gestione e ha effetto a partire dal primo giorno del mese successivo alla delibera del Comitato.

Art. 18

Disposizioni transitorie

1. Al fine di favorire un avvio graduale del nuovo sistema e consentire quindi il consolidamento delle strutture organizzative e professionali dei soggetti interessati, è previsto un periodo transitorio di quattro mesi, a partire dalla data di inizio delle negoziazioni, nel corso del quale agli operatori principali è riservata, in deroga agli obblighi di cui all'Art. 4 (quattro), la facoltà di so-

spendere la pubblicazione delle proprie proposte di acquisto e di vendita per uno o più periodi complessivamente non superiori a 10 giorni.

2. In deroga all'Art. 8 (otto), comma 1°, lett. d) e dell'Art. 10 (dieci), comma 1°, lett. a) i convenuti designano a far parte del Comitato di gestione, fino al 31 dicembre 1988, i signori:

- 1) Rag. POLIUTO BOARETTO, nato a Moncalieri (TO) il 7 aprile 1941, codice fiscale n. BRTPLT41D07F375B;
- 2) Dr. MARCO PALADINI, nato a Carenno (BG) il 18 maggio 1943, codice fiscale n. PLDMRC43E18B763L;
- 3) Dr. BENITO COVOLAN, nato a Milano il 7 ottobre 1934, codice fiscale n. CVLBNT34R07F205Z;
- 4) Rag. GIUSEPPE D'ALBERTI, nato a Marsala (TP) il 29 aprile 1938, codice fiscale n. DLBGPP38D29E974Y.

3. La prima assemblea degli aderenti è convocata, senza ulteriori comunicazioni, per il giorno 8 giugno 1988 ore 10.00, presso l'Associazione Bancaria Italiana, per deliberare sulle materie ad essa demandate dalla Convenzione. Questa Assemblea sarà presieduta dal Presidente del Comitato di gestione.

4. Fermo il disposto degli articoli 16 (sedici), 17 (diciassette) comma 1° e 1° comma del presente articolo, le negoziazioni inizieranno in via sperimentale il 16 maggio 1988, previa comunicazione del Comitato di gestione agli aderenti. Fino al 2 ottobre 1988 è sospesa l'applicazione degli adempimenti prescritti dagli articoli 4 (quattro), comma 6°, e 5°; le informazioni relative alle operazioni effettuate per telefono, di cui all'Art. 7 (sette), comma 1°, saranno fornite solo a fine giornata.

Il presente atto resterà depositato presso il Notaio autenticante.

Accordo internazionale sulla valutazione del patrimonio e sui coefficienti patrimoniali minimi

Nel Bollettino Economico n. 10 del febbraio 1988 fu pubblicato un documento, approvato dai Governatori delle Banche Centrali del Gruppo dei Dieci, contenente una serie di proposte per la convergenza delle procedure di calcolo dei requisiti minimi patrimoniali che i gruppi bancari maggiormente presenti sui mercati internazionali saranno tenuti ad osservare. Ultimata la fase di consultazioni, che ha interessato anche gli organi di controllo di paesi non appartenenti al Gruppo dei Dieci, è stata approvata dai Governatori, nel corso della riunione dell'11 luglio 1988, la versione rivista del documento che assume ora la veste definitiva di una raccomandazione rivolta alle autorità di vigilanza dei vari paesi. Rispetto alla proposta originaria la versione definitiva dell'accordo, della quale si fornisce una traduzione, non presenta mutamenti di fondo, ma una serie di affinamenti e precisazioni concernenti la definizione degli aggregati. Hanno formato oggetto di revisione il sistema delle ponderazioni (in particolare è ora prevista una ponderazione ridotta per i crediti a banche ed enti pubblici dei paesi OCSE) e le condizioni di computabilità delle azioni privilegiate.

L'iniziativa si presenta sostanzialmente compatibile con i progetti di direttiva sul medesimo argomento attualmente in via di perfezionamento presso la Comunità europea e, pur presentando elementi innovativi nei criteri di costruzione degli aggregati sottoposti a controllo (patrimonio e attività di rischio), risulta affine, nell'impostazione generale, alla normativa adottata in Italia nel marzo 1987.

La disciplina prevista dall'accordo, che implica l'osservanza di un coefficiente patrimoniale minimo a partire dal 31 dicembre 1990, si applica in Italia ai gruppi facenti capo a 16 aziende di credito con filiali o filiazioni bancarie all'estero. Va peraltro ricordato che la direttiva comunitaria sulla stessa materia si applicherà a tutte le istituzioni creditizie e che il suo recepimento, che richiederà la revisione dell'attuale normativa italiana, dovrebbe avvenire entro la fine del 1990.

Introduzione

1. Il presente documento riassume i risultati dei lavori svolti dal Comitato (1) nel corso di diversi anni al fine di realizzare la convergenza internazionale delle regolamentazioni di vigilanza che disciplinano l'adeguatezza patrimoniale delle banche operanti a livello internazionale. Successivamente alla pubblicazione delle proposte del Comitato del dicembre 1987 (*) è stato avviato un processo di consultazioni in tutti i paesi del Gruppo dei Dieci e le proposte sono state trasmesse anche alle autorità di vigilanza dei paesi esterni al Gruppo. Sulla base delle osservazioni emerse nel quadro delle consultazioni sono state

apportate talune modifiche alle proposte originarie. Il presente documento costituisce ora un testo finale concordato da tutti i membri del Comitato. Esso fissa in forma particolareggiata il metodo comune per il calcolo dell'adeguatezza patrimoniale e individua il coefficiente minimo di capitale che le autorità di vigilanza rappresentate nel Comitato intendono introdurre nei rispettivi paesi. Il metodo di calcolo ed il coefficiente patrimoniale sono stati approvati dai Governatori delle banche centrali dei paesi del Gruppo dei Dieci.

2. È ora previsto che le autorità nazionali considerino i tempi e i modi secondo i quali l'accordo sarà attuato nei rispettivi paesi, con l'obiet-

tivo di un'applicazione la piú rapida possibile. Il presente documento è trasmesso alle autorità di vigilanza di tutti i paesi nell'intento di incoraggiare l'adozione di questo metodo anche al di fuori dell'area del Gruppo dei Dieci nei confronti delle banche che effettuano in misura significativa operazioni internazionali.

3. Due obiettivi fondamentali sono al centro dei lavori del Comitato rivolti alla convergenza delle regolamentazioni. In primo luogo, il nuovo schema mira a rafforzare la solidità e la stabilità del sistema bancario internazionale; in secondo luogo la sua applicazione dovrà essere, nei differenti paesi, equa ed uniforme, così da attenuare un importante fattore di disparità concorrenziale fra le banche internazionali. Il Comitato rileva che, nel rispondere all'invito di commentare le sue proposte originarie, le banche hanno accolto favorevolmente l'impostazione generale e la logica dello schema ed hanno espresso il loro sostegno all'obiettivo di una sua applicazione quanto piú uniforme possibile a livello nazionale.

4. Nel corso dell'intero processo di consultazioni sono stati mantenuti stretti contatti fra il Comitato di Basilea e i responsabili dei lavori in seno alla Comunità Europea a Bruxelles che stanno perseguendo un'iniziativa parallela al fine di elaborare su basi analoghe il coefficiente di solvibilità da applicare alle istituzioni creditizie in ambito comunitario. L'obiettivo è stato quello di assicurare il massimo grado di compatibilità fra lo schema concordato a Basilea e quello da applicarsi nella Comunità. Il Comitato confida e si attende che tale compatibilità possa essere conseguita, sebbene vada rilevato che la regolamentazione della Comunità Europea è concepita per essere applicata alla generalità delle istituzioni creditizie, mentre lo schema elaborato dal Comitato è diretto piú specificamente alle banche che effettuano operazioni internazionali.

5. Nell'elaborare lo schema descritto in questo documento il Comitato ha cercato di formulare una serie di principi che siano concettualmente coerenti e che allo stesso tempo tengano nella dovuta considerazione le peculiarità proprie dei sistemi di vigilanza e di contabilità vigenti nei singoli paesi membri. Esso ritiene che questo obiettivo sia stato raggiunto. Lo schema prevede

un periodo transitorio, affinché la situazione esistente nei diversi paesi possa trovare espressione in soluzioni flessibili che consentano un adeguamento graduale.

6. Per certi ambiti assai ristretti (segnatamente per quanto concerne alcuni dei fattori di ponderazione del rischio) le modalità concordate di applicazione dello schema sono state concepite in modo da consentire una certa discrezionalità a livello nazionale. L'impatto delle eventuali differenze, sul risultato globale, dovrebbe tuttavia essere soltanto marginale e si ritiene che esse non pregiudichino l'obiettivo fondamentale. Nondimeno, il Comitato intende verificare e riesaminare l'applicazione dello schema nel periodo a venire, al fine di realizzare un'ancora maggiore omogeneità.

7. Va sottolineato che lo schema concordato si prefigge di stabilire livelli patrimoniali *minimi* per le banche internazionali. Le autorità nazionali saranno libere di adottare prescrizioni che fissino coefficienti piú elevati.

8. È opportuno altresì sottolineare che l'adeguatezza patrimoniale — così come viene calcolata in base al presente schema — sebbene importante è solo uno dei fattori da considerare nel valutare la solidità delle banche. Lo schema di misurazione presentato in questo documento è diretto principalmente a valutare la consistenza patrimoniale in relazione al rischio creditizio (rischio di insolvenza della controparte); tuttavia altri tipi di rischio, e in particolare il rischio di tasso di interesse ed il rischio di investimento in titoli, devono rientrare nella valutazione dell'adeguatezza patrimoniale effettuata dalle autorità di vigilanza. Il Comitato sta esaminando i possibili modi di trattare queste categorie di rischio. Inoltre, e piú in generale, i coefficienti patrimoniali, se giudicati isolatamente, possono fornire un'indicazione fuorviante della solidità «relativa». Molto dipende anche dalla qualità dell'attivo di una banca e, in misura considerevole, dal livello degli accantonamenti di cui essa può disporre, in aggiunta al capitale, a fronte degli impieghi di dubbio esito. Riconoscendo la stretta relazione intercorrente fra il capitale e gli accantonamenti, il Comitato continuerà a seguire le politiche di accantonamento delle banche nei paesi membri e cercherà di pro-

muovere la convergenza delle regolamentazioni in questo come in altri ambiti.

Nel valutare i progressi compiuti dalle banche dei paesi membri per il rispetto dei requisiti patrimoniali concordati, il Comitato terrà quindi accuratamente conto delle diversità nelle politiche e nelle procedure seguite dalle banche dei differenti paesi nella fissazione del livello degli accantonamenti e nelle relative modalità tecniche di costituzione.

9. Il Comitato è consapevole che le diversità esistenti fra i vari paesi nel trattamento fiscale e nei criteri di appostazione contabile a fini fiscali di determinate categorie di accantonamenti a fronte di perdite e di riserve derivanti da utili non distribuiti possono in certa misura alterare la comparabilità della posizione patrimoniale reale o apparente delle banche internazionali. La convergenza dei sistemi fiscali, per quanto auspicabile, esula dalle responsabilità del Comitato e in questo documento non sono affrontate considerazioni sulla specifica materia. Il Comitato desidera nondimeno esaminare ulteriormente tali aspetti nella misura in cui essi incidono sulla comparabilità dell'adeguatezza patrimoniale fra i diversi sistemi bancari nazionali.

10. Il presente accordo è destinato ad applicarsi alle banche su base consolidata, comprendendo nell'area di consolidamento le filiazioni che svolgono attività bancaria e finanziaria. Al tempo stesso il Comitato riconosce che le strutture proprietarie e la posizione delle banche nei conglomerati finanziari stanno subendo cambiamenti significativi. Il Comitato si adopererà affinché queste strutture proprietarie non siano tali da indebolire la situazione patrimoniale delle banche o da esporla a rischi provenienti da altre unità del gruppo. Il Comitato continuerà a seguire tali sviluppi alla luce della particolare regolamentazione in essere nei singoli paesi membri, al fine di assicurare il mantenimento dell'integrità patrimoniale delle banche. Per quanto concerne molti degli aspetti oggetto di ulteriore studio sopra menzionati, e in particolare il rischio di investimento e la vigilanza su base consolidata dei gruppi finanziari, la Comunità Europea ha intrapreso o si accinge ad intraprendere lavori con obiettivi analoghi, e anche a questo riguardo verrà mantenuto uno stretto collegamento.

11. Il presente documento si suddivide in quattro Sezioni. Le prime due descrivono lo schema concordato: la Sezione I considera gli elementi costitutivi del patrimonio, la Sezione II il sistema di ponderazione del rischio. La Sezione III tratta dello standard di patrimonializzazione che si è posto come obiettivo (coefficiente patrimoniale minimo), mentre la Sezione IV enuncia le disposizioni transitorie e di attuazione.

I. Gli elementi costitutivi del patrimonio

a) Patrimonio di base (o primario)

12. Il Comitato ritiene che gli elementi chiave del patrimonio su cui va posta maggiormente l'attenzione siano il capitale sociale (2) e le riserve palesi. Questi sono gli unici elementi comuni ai sistemi bancari di tutti i paesi; sono chiaramente rilevabili nei bilanci pubblicati e costituiscono la base su cui si fonda la maggior parte delle valutazioni degli operatori di mercato circa l'adeguatezza patrimoniale; tali elementi hanno inoltre un'incidenza determinante sulla redditività e sulla capacità concorrenziale di una banca. L'enfasi posta sul capitale sociale e sulle riserve palesi riflette l'importanza che il Comitato attribuisce al progressivo miglioramento qualitativo, oltreché quantitativo, delle risorse complessive di capitale detenute dalle banche maggiori.

13. Nondimeno, i paesi membri del Comitato ritengono che vi siano diverse altre importanti e valide componenti dei fondi patrimoniali di una banca che possono essere incluse in uno schema internazionale di misurazione (fatte salve talune condizioni indicate nel paragrafo b) qui di seguito).

14. Il Comitato ha convenuto che il patrimonio debba essere definito, a fini di vigilanza, individuando due classi di componenti, in modo tale che esso risulti costituito per almeno il 50% da una base di qualità primaria (capitale sociale e riserve di bilancio rivenienti da utili non distribuiti al netto delle imposte, classe 1). Gli altri elementi (patrimonio supplementare) saranno ammessi nella classe 2 fino a un ammontare pari a quello del patrimonio di base. Le componenti del patrimonio supplementare e le condizioni particolari

richieste per la loro inclusione nel patrimonio sono descritte qui di seguito e, in modo più particolareggiato, nell'Allegato 1. Le autorità nazionali potranno includere o meno, a loro discrezione, ciascuno di questi elementi, alla luce delle regolamentazioni in materia di contabilità e di vigilanza in vigore nei rispettivi paesi (3).

b) Patrimonio supplementare

i) Riserve occulte

15. Le riserve che non compaiono in bilancio o riserve occulte possono essere costituite in vari modi, a seconda delle prescrizioni legali o contabili in vigore nei paesi membri. Sotto questo titolo sono ricomprese soltanto le riserve che, sebbene non iscritte in bilancio, sono transitate per il conto profitti e perdite e sono ammesse dalle autorità di vigilanza. Benché di fatto esse possano avere la stessa qualità intrinseca delle riserve palesi, nel contesto di un accordo internazionale sull'adeguatezza patrimoniale la mancanza di trasparenza, unitamente al fatto che molti paesi non riconoscono le riserve occulte, sia come prassi contabile sia come componente legittima dei fondi propri, fa ritenere opportuna la loro esclusione dal concetto di patrimonio di base.

ii) Riserve di rivalutazione

16. Le prescrizioni in materia di scritture contabili e di vigilanza in alcuni paesi consentono che determinati cespiti dell'attivo siano rivalutati in modo da rispecchiare il loro valore corrente — o un valore più vicino a quello corrente del costo storico — e che le relative riserve di rivalutazione siano comprese nel patrimonio. Tali rivalutazioni possono determinarsi in due modi:

- a)* con una rivalutazione formale in bilancio degli immobili di proprietà;
- b)* con una maggiorazione teorica del capitale in relazione alle plusvalenze non realizzate derivanti dalla prassi di iscrivere in bilancio le disponibilità in titoli valutate ai costi storici.

Siffatte riserve possono essere incluse nel patrimonio supplementare a condizione che le autorità di vigilanza ritengano che le attività corrispondenti siano valutate secondo criteri cautelativi tali da riflettere appieno la possibilità di oscillazioni dei prezzi e di una vendita forzata.

17. L'ipotesi *b)* è rilevante per quelle banche che detengono tradizionalmente un ingente portafoglio di azioni contabilizzate ai costi storici, che però possono essere — ed occasionalmente sono — realizzate a prezzi correnti per compensare eventuali perdite. Il Comitato ritiene che queste riserve di rivalutazione potenziali possano essere comprese fra le componenti del patrimonio supplementare in quanto utilizzabili per assorbire perdite nell'ambito della gestione corrente a condizione che il loro valore sia decurtato di un consistente margine di scarto cautelativo che tenga conto della volatilità del mercato e dell'onere fiscale che insorgerebbe in caso di realizzo delle plusvalenze. Si ritiene che, alla luce di tali considerazioni, sia appropriata una decurtazione del 55% sulla differenza fra il valore contabile ai costi storici ed il valore di mercato. Il Comitato ha preso in considerazione, respingendola, la proposta che le riserve potenziali derivanti dall'iscrizione in bilancio a valore ridotto degli stabili di proprietà siano parimenti incluse nella definizione di patrimonio supplementare.

iii) Accantonamenti generali e/o riserve generali per perdite su crediti

18. Gli accantonamenti generali o riserve generali per perdite su crediti sono costituiti a fronte dell'evenienza di future perdite. Laddove tali accantonamenti non sono collegati a particolari componenti dell'attivo e non rappresentano una posta rettificativa del valore di particolari attività, essi sono idonei ad essere compresi nel patrimonio, ed è stato concordato che siano computati fra gli elementi del patrimonio della classe 2 (patrimonio supplementare). Se invece gli accantonamenti sono stati costituiti a fronte di perdite individuate o di comprovabili diminuzioni del valore di specifiche attività, essi non sono liberamente disponibili per assorbire perdite indeterminate che possono gravare su altre componenti dell'attivo, e pertanto non possiedono una delle caratteristiche essenziali del patrimonio. Questi accantonamenti a destinazione specifica non dovranno dunque essere ricompresi nel patrimonio.

19. Il Comitato riconosce tuttavia che in pratica non è sempre possibile operare una chiara distinzione fra gli accantonamenti generali (o le riserve generali per perdite su crediti) che sono senz'altro liberamente disponibili e gli accantona-

menti che in realtà sono impegnati a fronte di attività delle quali è stato già accertato un deterioramento. Questa difficoltà deriva, in parte, dalle diversità esistenti nelle prescrizioni contabili, di vigilanza e, soprattutto, fiscali relative agli accantonamenti e alle definizioni nazionali del capitale proprio. Ciò comporta inevitabilmente che vi sarà all'inizio un certo grado di disomogeneità nelle caratteristiche degli accantonamenti generali o delle riserve generali per perdite su crediti compresi nello schema di misurazione dei diversi paesi membri.

20. Alla luce di questa incertezza, il Comitato intende chiarire durante il previsto periodo di transizione (cfr. paragrafi 45-50) la distinzione effettuata nei paesi membri fra quegli elementi che dovrebbero essere concettualmente considerati come componenti del patrimonio e quelli che invece non sono idonei a farne parte. Il Comitato si propone di formulare entro la fine del 1990 una serie di soluzioni definitive applicabili a tutti i paesi membri, al fine di assicurare coerenza nella definizione degli accantonamenti generali e delle riserve generali per perdite su crediti aventi i requisiti per essere compresi nel patrimonio al momento in cui diverranno vincolanti i coefficienti minimi intermedi e finali.

21. A titolo di ulteriore salvaguardia, nel caso in cui non si pervenga a un accordo su una definizione più precisa delle risorse non impegnate da includere nel patrimonio supplementare, e qualora gli accantonamenti generali e le riserve generali per perdite su crediti possano comprendere accantonamenti volti a rettificare valori dell'attivo ovvero a tener conto di perdite potenziali non identificate presenti nel bilancio, l'ammontare di tali riserve o accantonamenti ammessi a far parte dei fondi propri sarebbe ridotto progressivamente. In tal modo, al termine del periodo di transizione e in epoca successiva detto importo sarebbe presente in misura non superiore a 1,25 — o, eccezionalmente e temporaneamente, fino a 2,0 — punti percentuali delle attività di rischio, all'interno della seconda classe delle componenti del patrimonio.

iv) Strumenti ibridi di capitale-debito

22. In questa categoria rientrano diversi strumenti che associano determinate caratteristiche

del capitale azionario con determinate caratteristiche dell'indebitamento. Ciascuno di essi presenta aspetti particolari che si ritiene possano condizionare la loro qualità di componenti del patrimonio. È stato convenuto che allorché tali strumenti presentino una stretta analogia con il capitale, e in particolare quando possano coprire perdite nel quadro della gestione corrente senza che siano necessari procedimenti di liquidazione, essi possano essere inclusi nel patrimonio supplementare. Oltre alle azioni con privilegio sui dividendi cumulabile negli anni, possono essere ammessi, ad esempio, i seguenti titoli: azioni privilegiate a lungo termine in Canada, «titres participatifs et titres subordonnés à durée indéterminée» in Francia, «Genussscheine» in Germania, strumenti di «perpetual debt» nel Regno Unito e strumenti debitori con vincolo di convertibilità negli Stati Uniti. I criteri di idoneità per questa categoria di strumenti sono indicati nell'Allegato 1.

v) Prestiti subordinati a termine

23. Il Comitato ha ritenuto che gli strumenti di «subordinated term debt» hanno considerevoli carenze come componenti del patrimonio in considerazione della loro scadenza fissa e inidoneità a coprire perdite salvo che in sede di liquidazione. Queste carenze giustificano una restrizione ulteriore relativamente all'ammontare di tale forma di finanziamento ammesso a far parte del patrimonio. Conseguentemente, si è concluso che i prestiti subordinati a termine possano essere compresi fra gli elementi del patrimonio supplementare soltanto nella misura massima del 50% del patrimonio di base e a condizione che la loro durata originaria risulti superiore a cinque anni e che siano previste adeguate clausole di ammortamento.

c) Deduzioni dal patrimonio

24. È stato convenuto che le seguenti poste debbano essere detratte dal patrimonio al fine di calcolare il coefficiente patrimoniale minimo ponderato in relazione al rischio. Tali detrazioni sono costituite da:

- i) avviamento, da detrarre dalle componenti del patrimonio della classe 1 (patrimonio di base);
- ii) partecipazioni in filiazioni bancarie e finanziarie che non siano consolidate nei sistemi nazio-

nali. La prassi normale sarà quella di consolidare le filiazioni al fine di valutare l'adeguatezza patrimoniale dei gruppi bancari. Laddove non è operato tale consolidamento, la detrazione è essenziale per impedire l'impiego multiplo delle stesse risorse patrimoniali nelle differenti componenti del gruppo. La detrazione delle partecipazioni in parola viene effettuata dal patrimonio complessivo. Le attività che rappresentano le partecipazioni in società affiliate il cui patrimonio è stato detratto da quello della casa madre non sono comprese nell'attivo complessivo ai fini del computo del coefficiente.

25. Il Comitato ha attentamente considerato la possibilità di raccomandare la deduzione di partecipazioni detenute dalle banche in altre banche o istituzioni che raccolgono depositi, siano esse nella forma di azioni o di altri strumenti rappresentativi di quote di capitale. Le autorità di vigilanza di diversi paesi del Gruppo dei Dieci prescrivono attualmente tale tipo di deduzione al fine di scoraggiare il sistema bancario nel suo insieme dal creare partecipazioni incrociate, anziché reperire capitale da investitori esterni. Il Comitato è perfettamente consapevole che tale impiego multiplo di risorse di capitale può comportare pericoli sistematici per il sistema bancario rendendolo più vulnerabile di fronte alla rapida propagazione di difficoltà da un'istituzione all'altra, e alcuni membri ritengono che tali pericoli giustificano la scelta di una piena deduzione di tali partecipazioni.

26. Nonostante queste preoccupazioni, il Comitato in complesso non è attualmente favorevole a una politica generale di deduzione di tutte le partecipazioni in altre banche, per la ragione che tale politica potrebbe impedire che si realizzino taluni cambiamenti importanti e auspicabili nella struttura dei sistemi bancari nazionali.

27. Il Comitato ha nondimeno convenuto che:

- a) le singole autorità di vigilanza siano libere di adottare discrezionalmente una politica di deduzione, per tutte le partecipazioni in altre banche, oppure per le partecipazioni che eccedono un limite stabilito in relazione al capitale della banca partecipante o al capitale della

banca partecipata, oppure in base a un approccio «caso per caso»;

- b) laddove non è applicata nessuna deduzione, agli investimenti di una banca in strumenti di capitale di altre banche sia attribuita una ponderazione del 100%;
- c) nell'applicare tali politiche, i paesi membri considerino che non devono essere permesse le partecipazioni bancarie incrociate dirette a gonfiare artificialmente il patrimonio delle banche in questione;
- d) il Comitato seguirà attentamente il grado delle duplicazioni nel computo delle risorse patrimoniali («double gearing») nel sistema bancario internazionale e non esclude la possibilità di introdurre restrizioni in epoca successiva. A tale scopo le autorità di vigilanza intendono assicurare la disponibilità di adeguate rilevazioni statistiche, così da consentire alle medesime e al Comitato di seguire l'evoluzione degli investimenti bancari in quegli strumenti di capitale azionario e di debito emessi da altre banche che sono compresi fra le componenti dei fondi propri nel quadro del presente schema.

II. La ponderazione in base al rischio

28. Il Comitato considera che un coefficiente ponderato in funzione del rischio, ove il patrimonio sia posto in relazione a differenti gruppi di attività o di esposizioni fuori bilancio, ponderate con riferimento ad alcune fasce di rischiosità relativa, costituisce il metodo preferibile per valutare l'adeguatezza patrimoniale delle banche. Con ciò non si vuole negare l'utilità di altri metodi per la misurazione del patrimonio, ma questi sono considerati dal Comitato come integrativi rispetto a quello basato sui fattori di ponderazione del rischio. Il Comitato ritiene che quest'ultimo metodo presenti i seguenti vantaggi rispetto al criterio più semplice del rapporto patrimonio/attivo («gearing ratio»):

- i) fornisce una base più corretta per comparazioni internazionali fra sistemi bancari con strutture diverse;

- ii) consente di incorporare piú facilmente nella misurazione le esposizioni «fuori bilancio»;
- iii) non scoraggia la detenzione da parte delle banche di mezzi liquidi o di altre attività a basso rischio.

29. Il sistema di ponderazione è stato mantenuto il piú semplice possibile, facendo uso soltanto di cinque fattori: 0, 10, 20, 50 e 100 per cento. La scelta dei fattori di ponderazione da applicare alle diverse categorie di attività comporta inevitabilmente criteri di giudizio semplicistici, e i fattori stessi non vanno considerati come sostitutivi di una valutazione commerciale ai fini della determinazione del prezzo di mercato dei vari strumenti.

30. La struttura del sistema di ponderazione è esposta in modo particolareggiato negli Allegati 2 e 3. Vi sono sei aspetti della struttura su cui si richiama in particolare l'attenzione.

i) Categorie di rischio comprese nello schema

31. Diversi sono i tipi di rischio dai quali va salvaguardata la gestione di una banca. Per la maggior parte delle aziende il rischio principale è costituito dal rischio creditizio, ossia il rischio di una possibile insolvenza della controparte. Vi sono tuttavia molti altri tipi di rischio, quali ad esempio il rischio di investimento, il rischio di interesse, il rischio di cambio, il rischio di concentrazione delle esposizioni. Il punto focale del presente schema è costituito dal rischio creditizio e, come aspetto ulteriore del rischio creditizio, dal rischio-paese. In aggiunta, le autorità di vigilanza nazionali hanno la facoltà di inserire discrezionalmente taluni altri tipi di rischio. Alcuni paesi, ad esempio, potranno applicare una ponderazione alle posizioni scoperte in cambi oppure a determinati aspetti del rischio di investimento.

Allo stadio attuale, non è stata tentata alcuna standardizzazione nel trattamento di queste altre categorie di rischio nello schema concordato.

32. Il Comitato ha considerato l'opportunità di cercare di incorporare ponderazioni addizionali che rispecchino il rischio di investimento dei portafogli in titoli a tasso fisso del settore pubblico — una manifestazione del rischio di interesse che è ovviamente presente in tutta la gamma

delle operazioni bancarie, iscritte in bilancio e «fuori bilancio».

Per il momento è stato concordato che le singole autorità di vigilanza siano libere di applicare una ponderazione nulla *oppure* bassa alle attività verso il settore pubblico (ad esempio il 10% per tutti i titoli, oppure il 10% per quelli con scadenza inferiore a un anno e il 20% per quelli con scadenza di un anno e oltre). Tutti i membri hanno convenuto, tuttavia, che il rischio di interesse richiederebbe un'analisi supplementare e che, qualora a tempo debito gli ulteriori lavori rendessero possibile l'elaborazione di un soddisfacente metodo di misurazione di questa categoria di rischio per l'insieme delle operazioni, dovrebbe essere valutata la possibilità di tenerne conto ad integrazione del presente schema di misurazione del rischio creditizio. A tale riguardo, sono già in corso studi per esplorare le diverse possibilità.

ii) Rischio-paese

33. Nell'affrontare l'aspetto del rischio-paese il Comitato è stato ben consapevole della difficoltà che comporta la definizione di un metodo soddisfacente per tenere conto di tale rischio nello schema di misurazione. Nel precedente documento propositivo sono stati delineati due approcci alternativi sottoposti alla valutazione delle parti interessate. Il primo prevedeva una semplice differenziazione fra attività verso istituzioni residenti (amministrazione centrale degli Stati, altri enti del settore pubblico e banche) e attività verso tutti i paesi esteri; il secondo prevedeva una differenziazione basata sulla selezione di un determinato raggruppamento di paesi considerati di elevata affidabilità creditizia.

34. I commenti pervenuti al Comitato dalle banche e dalle associazioni bancarie dei paesi del Gruppo dei Dieci durante la fase di consultazioni sono stati largamente a favore della seconda opzione. A sostegno di essa sono state addotte in particolare tre argomentazioni. In primo luogo, si è sottolineato come una semplice contrapposizione interno/estero ignori il fatto che il rischio-paese differisce grandemente a seconda dei paesi e che la rilevanza di questo rischio è tale da rendere necessaria qualche distinzione fra il merito di credito dei paesi industriali e di quelli non in-

dustriali, nel quadro di uno schema di misurazione concepito per le banche internazionali. In secondo luogo, è stato osservato che la contrapposizione interno/estero non tiene in dovuto conto l'ampia integrazione dei mercati finanziari e che l'assenza di un criterio di distinzione più analitico scoraggerebbe la detenzione da parte delle banche internazionali di titoli di Stato emessi dai maggiori paesi esteri, come forma di copertura liquida a fronte delle loro passività euro-valutarie. In questo senso il criterio basato sulla distinzione interno/estero sarebbe in contraddizione con un importante obiettivo del sistema di ponderazione del rischio, che è quello di incoraggiare una prudente gestione della liquidità. Infine, e soprattutto, i paesi membri della Comunità Europea intendono fermamente attenersi al principio che tutte le attività verso le banche, le amministrazioni centrali dello Stato e gli altri enti del settore pubblico nell'ambito della Comunità debbano avere parità di trattamento. Di conseguenza, applicando questo principio verrebbe a crearsi un'indesiderabile asimmetria nel modo in cui la distinzione interno/estero verrebbe applicata dai sette paesi del Gruppo dei Dieci che appartengono alla Comunità rispetto al modo in cui sarebbe applicata dai paesi non comunitari.

35. Alla luce di queste argomentazioni il Comitato ha convenuto che fosse opportuno adottare un determinato raggruppamento di paesi come base per una ponderazione differenziata e che tale raggruppamento dovesse essere costituito dai paesi che sono membri a pieno titolo dell'OCSE o che hanno concluso speciali accordi di finanziamento con il FMI in connessione con gli accordi generali di prestito (GAB) del Fondo. Questo gruppo di paesi è denominato «area OCSE» nel resto del documento.

36. Questa decisione ha le seguenti conseguenze sul sistema di ponderazione. Ai crediti verso le amministrazioni centrali degli Stati dell'area OCSE si applica un peso nullo (oppure un peso ridotto se l'autorità di vigilanza nazionale decide di incorporare il rischio di tasso di interesse); ai crediti verso gli altri enti del settore pubblico dell'area OCSE si applica un peso ridotto (cfr. il punto *iii*) qui di seguito). Ai crediti verso le amministrazioni centrali degli Stati e le banche centrali dei paesi esterni all'area OCSE si appli-

cherà parimenti un peso nullo (o un peso ridotto se l'autorità di vigilanza nazionale decide di incorporare il rischio di investimento), a condizione che questi crediti siano denominati nella moneta del paese debitore e finanziati con passività nella stessa moneta. Ciò per tenere conto dell'assenza del rischio relativo alla disponibilità e al trasferimento di valuta connesso a tali crediti.

37. Per quanto concerne il trattamento delle attività interbancarie, è stato concordato che, al fine di salvaguardare l'efficienza e la liquidità del mercato interbancario internazionale, non vi sia alcuna differenziazione fra le posizioni creditorie a breve termine verso le banche con sede all'interno oppure all'esterno dell'area OCSE. Tuttavia il Comitato opera una distinzione fra, da un lato, i collocamenti a breve presso altre banche, costituenti una forma corrente di gestione della liquidità sul mercato interbancario cui è associato un basso grado di rischiosità, e, dall'altro, i prestiti esteri a più lungo termine a banche, i quali sono spesso collegati a particolari transazioni e recano un maggiore rischio-paese e/o di credito. Sarà pertanto applicata una ponderazione del 20% ai crediti verso tutte le banche, indipendentemente dal paese di insediamento, con durata residua inferiore o uguale a un anno; ai crediti a più lungo termine verso le banche dell'area OCSE sarà applicata una ponderazione del 20%; ai crediti a più lungo termine verso le banche con sede al di fuori dell'area OCSE sarà applicato un fattore di ponderazione del 100%.

iii) Crediti verso enti del settore pubblico non appartenenti alle amministrazioni centrali degli Stati

38. Il Comitato ha preso atto che non era possibile stabilire un'unica ponderazione comune suscettibile di essere applicata a tutte le attività verso enti del settore pubblico interno diverse dalle amministrazioni centrali dello Stato (enti locali, imprese pubbliche, ecc.) in considerazione del carattere particolare e della diversa affidabilità di credito di tali istituzioni nei vari paesi membri. Il Comitato ha pertanto optato per la soluzione che lascia alla discrezionalità di ciascuna autorità di vigilanza nazionale la determinazione dei fattori di ponderazione appropriati per gli enti del settore pubblico all'interno del proprio paese

e che agli enti del settore pubblico di paesi esteri sia attribuita una ponderazione standard del 20%. Queste disposizioni saranno oggetto di riesame da parte del Comitato in vista dell'ulteriore convergenza verso fattori di ponderazione comuni e definizioni coerenti nei paesi membri, nonché alla luce delle decisioni da prendersi in seno alla Comunità Europea sulla definizione di un coefficiente di solvibilità comune per le istituzioni creditizie. Alle imprese commerciali a capitale pubblico sarà applicata una ponderazione uniforme del 100%, anche al fine di evitare diseguaglianze concorrenziali rispetto ad analoghe imprese commerciali del settore privato.

iv) Garanzie reali e personali

39. Lo schema riconosce l'importanza delle garanzie reali come fattore di riduzione del rischio creditizio, ma soltanto in misura limitata. In considerazione della diversità nelle prassi seguite dalle banche nei singoli paesi nell'assunzione di garanzie reali, nonché delle differenti esperienze quanto alla stabilità del valore dei beni materiali o finanziari costituiti in garanzia, non è risultato possibile elaborare una base per incorporare in maniera generale le garanzie reali nel sistema di ponderazione. Questo più limitato riconoscimento delle garanzie riguarderà solo i crediti garantiti da contante o da titoli emessi da amministrazioni centrali degli Stati dell'area OCSE e da determinate banche multinazionali di sviluppo. Essi saranno soggetti alla ponderazione applicata al valore costituito in garanzia (ossia un peso nullo o ridotto). Ai crediti parzialmente garantiti da queste attività saranno parimenti applicati corrispondenti pesi ridotti per la parte che è pienamente coperta dalla garanzia.

40. Per quanto riguarda i prestiti e le altre esposizioni con garanzia di terzi, il Comitato ha stabilito che i prestiti garantiti da amministrazioni centrali degli Stati, enti del settore pubblico e banche dell'area OCSE dovrebbero essere soggetti al fattore di ponderazione attribuito a un credito diretto verso il garante (cioè il 20% nel caso delle banche). Ai crediti garantiti da banche con sede all'esterno dell'area OCSE sarà parimenti riconosciuto un fattore di ponderazione del 20%, ma soltanto nel caso in cui la transazione sottostante abbia una durata residua non superiore a un anno. Il Comitato intende sorvegliare l'applicazione

di quest'ultima disposizione per assicurare che essa non dia luogo ad un'inappropriata ponderazione dei crediti commerciali. Per i crediti assistiti da garanzia parziale, la ponderazione ridotta verrà applicata soltanto alla frazione di credito coperta dalla garanzia. Gli impegni assunti dalle banche sotto forma di garanzia saranno soggetti a un fattore di conversione in rischio di credito pari al 100% (cfr. capoverso *vi*) qui di seguito).

v) Prestiti garantiti da ipoteca su immobili residenziali

41. I prestiti pienamente garantiti da ipoteca su immobili residenziali occupati fanno registrare un'incidenza molto bassa di perdite nella maggior parte dei paesi. Lo schema riconosce questo fatto attribuendo una ponderazione del 50% ai prestiti assistiti da piena garanzia ipotecaria su immobili residenziali che sono locati oppure sono occupati — o sono destinati ad essere occupati — direttamente dal mutuatario. Nell'applicare il fattore di ponderazione del 50% le autorità di vigilanza nazionali si assicureranno — tenuto conto della propria regolamentazione vigente per la concessione di crediti per l'edilizia abitativa — che questa ponderazione ridotta sia applicata in modo restrittivo e in osservanza di rigorosi criteri cautelativi. Ciò potrà significare, ad esempio, che in taluni paesi membri il peso del 50% si applicherà soltanto alle ipoteche di primo grado, o che, in altri paesi membri, esso verrà applicato solo a condizione che una procedura di valutazione severa e con fondamento giuridico assicuri un considerevole margine addizionale di garanzia eccedente l'ammontare del prestito. La ponderazione del 50% non si applicherà specificamente ai prestiti erogati a società che operano con fini speculativi nel settore dell'edilizia abitativa. Altre forme di garanzia reale non saranno considerate come giustificative di una riduzione dei fattori di ponderazione altrimenti applicabili (4).

vi) Impegni «fuori bilancio» («off-balance-sheet»)

42. Il Comitato ritiene estremamente importante che tutte le operazioni fuori bilancio siano comprese nello schema di misurazione dell'adeguatezza patrimoniale. Al tempo stesso si riconosce la limitatezza dell'esperienza acquisita nella

valutazione dei rischi inerenti ad alcune di queste operazioni; inoltre l'adozione di un metodo analitico e di sistemi di segnalazione frequenti e particolareggiati non appare del tutto giustificabile per alcuni paesi, laddove l'ammontare di tale tipo di operazioni, e in particolare di quelle riguardanti gli strumenti innovativi più recenti, è soltanto di modesta entità. Il metodo concordato, che è conforme nelle linee essenziali a quello descritto nel rapporto del Comitato sul trattamento a fini di vigilanza delle esposizioni fuori bilancio, distribuito alle banche nel marzo 1986, è esaustivo in quanto tutte le categorie di impegni fuori bilancio, comprese le innovazioni più recenti, saranno convertite in equivalenti di rischio creditizio moltiplicando gli ammontari nominali di capitale per un fattore di conversione e ponderando quindi gli importi così risultanti in base alla natura della controparte. Gli strumenti e le tecniche sono suddivisi in cinque ampie categorie (all'interno delle quali i paesi membri disporranno di un certo grado di discrezionalità nel classificare particolari strumenti a seconda delle loro caratteristiche peculiari nei mercati nazionali):

- a) garanzie aventi il carattere di sostituti del credito (ad esempio fideiussioni, avalli e accettazioni, lettere di credito «stand-by» utilizzate come garanzie finanziarie per il collocamento di prestiti e titoli) — a queste posizioni si applica un fattore di conversione in rischio di credito del 100%;
- b) determinati impegni di firma collegati a transazioni come, ad esempio, fideiussioni a garanzia di offerte e garanzie di esecuzione («bid bonds» e «performance bonds»), garanzie e lettere di credito «stand-by» connesse a specifiche operazioni — fattore di conversione in rischio di credito del 50%;
- c) impegni di firma a breve, autoliquidantisi, collegati a transazioni mercantili (ad esempio, crediti documentari assistiti da garanzia reale sulla fornitura) — fattore di conversione in rischio di credito del 20%;
- d) impegni alla concessione di credito con scadenza originaria (5) superiore a un anno (la scadenza a più lungo termine è assunta a indicatore di massima di un più elevato rischio) e tutte le facilitazioni di tipo NIF e RUF — fattore di conversione in rischio di credito del 50%. Poiché si stima che gli impegni a più breve termine o gli impegni incondizionatamente revocabili in ogni momento comportino in generale un rischio assai ridotto, si ritiene giustificato applicare loro per semplicità una ponderazione pari a zero;
- e) strumenti collegati a tassi di interesse o tassi di cambio (ad esempio «swaps», «options», «futures»). L'equivalente in termini di rischio creditizio per tali contratti sarà calcolato secondo una delle due modalità descritte nell'Allegato 3.

43. Le poste indicate al punto e) richiedono un trattamento particolare poiché le banche non sono esposte al rischio di credito per l'intero ammontare nominale dei contratti, bensì soltanto per il costo di sostituzione dei relativi flussi monetari qualora la controparte si renda inadempiente. La maggior parte dei membri del Comitato concorda che il metodo corretto per valutare il rischio creditizio di tali posizioni consista nel calcolare il costo di sostituzione corrente ai prezzi di mercato, con l'aggiunta di un fattore che rispecchi l'esposizione potenziale durante la vita residua del contratto. Alcuni paesi membri esprimono tuttavia riserve sulla coerenza di tale metodo con il resto dello schema di calcolo che opera soltanto distinzioni di massima fra la rischiosità relativa delle diverse poste di bilancio, in particolare nel caso di quelle banche le cui posizioni fuori bilancio rappresentano attualmente solo una parte esigua dei rischi totali. Tali paesi preferirebbero applicare un metodo alternativo consistente in fattori di conversione basati sull'ammontare nominale sottostante a ciascun contratto in funzione del tipo di durata. Il Comitato ha convenuto che sia consentito alle autorità nazionali di scegliere uno dei due metodi.

I particolari dei metodi alternativi sono esposti nell'Allegato 3.

III. Coefficiente minimo standard

44. Alla luce delle consultazioni e delle sperimentazioni preliminari dello schema di misurazione, il Comitato ha convenuto che si debba fin d'ora stabilire un coefficiente minimo patrimoniale che le banche internazionali in generale saranno chiamate a rispettare entro la fine del pe-

riodo di transizione. È stato altresì concordato che tale coefficiente standard debba essere fissato ad un livello compatibile con l'obiettivo di assicurare progressivamente indici di patrimonializzazione congrui e basati su rigorosi criteri di misurazione per tutte le banche internazionali. Di conseguenza il Comitato conferma che il coefficiente patrimoniale minimo in rapporto alle attività ponderate in base al rischio debba essere fissato nella misura dell'8% (con la quota di patrimonio di base pari ad almeno il 4%). Si tratta di un parametro minimo di adeguatezza patrimoniale che le banche internazionali dei paesi membri saranno tenute a rispettare entro la fine del 1992, con un periodo di transizione di circa quattro anni e mezzo, durante il quale le banche potranno effettuare gli aggiustamenti necessari per raggiungere tali livelli. Il Comitato è pienamente consapevole del fatto che il passaggio dalle definizioni e dai metodi di misurazione del patrimonio attualmente in uso, spesso basati su una prassi da tempo consolidata, a un nuovo parametro standard concordato a livello internazionale non sarà necessariamente realizzato con facilità e in tempi brevi. Le banche hanno a disposizione l'intero periodo fino alla fine del 1992 per operare il progressivo aggiustamento, cosicché le istituzioni i cui indici di capitalizzazione sono attualmente inferiori al coefficiente minimo dell'8% non saranno costrette ad adottare misure immediate o precipitose.

IV. Disposizioni transitorie e di attuazione

i) Periodo di transizione

45. Sono state concordate disposizioni transitorie per assicurare che venga compiuto un costante sforzo durante il periodo di transizione affinché le singole banche migliorino la propria situazione patrimoniale in direzione del parametro standard posto come obiettivo finale e siano facilitate l'aggiustamento ordinato e l'integrazione graduale delle nuove regolamentazioni nella pluralità dei sistemi di vigilanza attualmente in vigore.

46. Il periodo di transizione andrà dalla data del presente documento alla fine del 1992, termine entro il quale tutte le banche impegnate in misura significativa in operazioni internazionali

(cfr. paragrafo 50) dovranno conformarsi appieno al parametro standard. Inoltre sarà stabilito un coefficiente intermedio da rispettare entro la fine del 1990 (cfr. paragrafo 49).

47. Nella fase iniziale non sarà fissato alcun coefficiente minimo. È opinione generale del Comitato, tuttavia, che le banche meno capitalizzate dovranno essere incoraggiate in tutti i modi ad accrescere il grado di patrimonializzazione quanto più rapidamente possibile; il Comitato si attende che nelle banche dei singoli paesi membri non abbia luogo alcuna erosione degli attuali livelli di patrimonializzazione. Pertanto nel periodo di transizione tutte le banche che necessitano di incrementare i fondi propri per portarli al parametro intermedio e finale non dovranno diminuire, neppure temporaneamente, il loro attuale livello di patrimonializzazione (fatte salve le fluttuazioni che possono intervenire nel periodo in cui viene raccolto nuovo capitale). Alcuni paesi considerano che un livello del 5%, ottenuto applicando il presente schema e le disposizioni transitorie, rappresenti un parametro ragionevole che le banche a bassa capitalizzazione dovrebbero cercare di raggiungere nel breve periodo. I singoli paesi membri saranno ovviamente liberi di fissare e annunciare, all'inizio del periodo di transizione, il livello di base a partire dal quale tutte le banche dei rispettivi sistemi debbano muoversi per raggiungere i parametri intermedio e finale. Al fine di comparare e valutare i progressi compiuti durante il periodo iniziale di adeguamento fino alla fine del 1990 in un modo che tenga conto sia dei sistemi di vigilanza esistenti sia delle nuove regolamentazioni, il Comitato e le autorità dei singoli paesi applicheranno inizialmente la base di misurazione esposta al paragrafo 48.

48. Nel misurare la posizione patrimoniale delle banche all'inizio del periodo di transizione, una frazione del patrimonio di base può essere costituita da fondi propri supplementari fino a un massimo del 25% dello stesso patrimonio di base; tale frazione dovrà scendere al 10% entro la fine del 1990. Inoltre per tutto il periodo di transizione sino alla fine del 1992, fatte salve eventuali politiche più restrittive che i singoli paesi decidano di applicare, i prestiti subordinati a scadenza determinata possono essere ricompresi senza limiti fra le componenti dei fondi propri supplementari e si

potrà rinunciare alla detrazione dell'avviamento dagli elementi del patrimonio di base.

49. Alla fine del 1990 vi sarà un coefficiente minimo intermedio del 7,25%, rappresentato per almeno la metà da elementi del patrimonio di base. Tuttavia, nel periodo compreso fra la fine del 1990 e la fine del 1992 il 10% del patrimonio di base prescritto potrà essere costituito da fondi propri supplementari. Ciò significa, in termini approssimativi, che dovrà essere raggiunta entro la fine del 1990 una quota minima di patrimonio primario del 3,6%, costituito almeno in misura del 3,25% da componenti patrimoniali della classe 1. Inoltre, a partire dalla fine del 1990, all'interno dei fondi propri supplementari, gli accantonamenti generali e/o riserve generali per perdite su crediti che siano in parte rettificativi di valori dell'attivo ovvero tengano conto di potenziali perdite non identificate, presenti nel bilancio, dovranno essere limitati a 1,5 — ovvero eccezionalmente a 2,0 — punti percentuali delle attività di rischio.

50. Il periodo di transizione si concluderà alla fine del 1992. A quella data il coefficiente minimo ammonterà all'8%; esso dovrà essere costituito per almeno il 4 per cento dal patrimonio primario (classe 1: capitale sociale e riserve); fra i fondi propri supplementari, che saranno ammessi in misura non superiore al patrimonio primario, i prestiti subordinati con scadenza determinata non potranno eccedere il 50% del patrimonio di base (classe 1). Inoltre, dalla fine del 1992 gli accantonamenti generali e/o riserve generali per perdite su crediti (aventi le caratteristiche descritte al paragrafo 49) saranno ammessi fra i fondi propri supplementari nella misura massima di 1,25 — o eccezionalmente e temporaneamente di 2,0 — punti percentuali (6).

Per facilitare la consultazione, le disposizioni descritte nei paragrafi 45-50 sono sintetizzate in una tabella nell'Allegato 4.

ii) Attuazione

51. Le disposizioni descritte nel presente documento saranno attuate a livello nazionale in tempi quanto più possibile brevi. Ciascun paese deciderà autonomamente circa i modi in cui le au-

torità di vigilanza introdurranno ed applicheranno queste raccomandazioni alla luce del rispettivo quadro normativo e della regolamentazione di vigilanza esistente. In alcuni paesi, modifiche alle prescrizioni in materia di adeguatezza patrimoniale potranno essere introdotte, previa consultazione, in tempi relativamente brevi senza la necessità di provvedimenti legislativi. In altri paesi possono rendersi necessarie procedure più complesse, richiedenti, in alcuni casi, un iter legislativo. A tempo debito gli Stati Membri della Comunità Europea dovranno altresì assicurare che il proprio ordinamento sia compatibile con le proposte normative della Comunità in questo campo. Nessuno di questi fattori dovrà comportare sfasamenti temporali nell'attuazione dello schema fra i paesi membri. Ad esempio, alcuni paesi potranno applicare, formalmente o informalmente, lo schema qui descritto parallelamente al sistema attualmente in vigore. Ciò avverrà sicuramente nel periodo iniziale di transizione. In tal modo le banche potranno essere incoraggiate ad avviare tempestivamente il necessario processo di aggiustamento, prima che vengano introdotti in forma ufficiale cambiamenti sostanziali nei sistemi nazionali.

(*) Cfr. Bollettino Economico della Banca d'Italia n. 10 del febbraio 1988, pag. 25* (n.d.l.).

(1) Il Comitato di Basilea per le Regolamentazioni Bancarie e le Pratiche di Vigilanza è composto da rappresentanti delle banche centrali e delle autorità di vigilanza dei paesi del Gruppo dei Dieci (Belgio, Canada, Francia, Germania federale, Giappone, Italia, Paesi Bassi, Regno Unito, Stati Uniti, Svezia e Svizzera) e del Lussemburgo. Il Comitato si riunisce presso la Banca dei Regolamenti Internazionali, Basilea, Svizzera.

(2) Azioni ordinarie emesse ed interamente liberate ed azioni privilegiate irredimibili senza privilegio sui dividendi cumulabile negli anni (escluse quindi quelle il cui privilegio è trasferibile indefinitamente nel tempo nel caso di incapienza degli utili).

(3) Un paese membro, tuttavia, permane dell'opinione che una definizione internazionale del patrimonio dovrebbe essere limitata agli elementi di capitale primario ed afferma che continuerà ad esercitare pressioni affinché il Comitato riconsideri in futuro tale definizione.

(4) Un paese membro è fermamente convinto che la ponderazione ridotta debba applicarsi anche agli altri prestiti garantiti da ipoteca su immobili siti nel territorio nazionale, a condizione che l'ammontare del prestito non superi il 60% del valore dell'immobile calcolato secondo rigorosi criteri legali di valutazione.

(5) Allo scopo di facilitare la raccolta dei dati, durante la fase di transizione, fino alla fine del 1992, ma non oltre, le autorità di vigilanza nazionali potranno discrezionalmente adottare la vita residua come base della valutazione degli impegni.

(6) Questi limiti si applicherebbero soltanto nel caso in cui non fosse raggiunto un accordo su una base coerente per includere nel capitale gli accantonamenti non impegnati o riserve senza destinazione specifica (cfr. paragrafi 20 e 21).

Basilea, luglio 1988.

Allegato 1

Definizione degli elementi costitutivi del patrimonio(applicabile alla fine del 1992 - vedi *Allegato 4* per le disposizioni transitorie)**A. Componenti del patrimonio****Classe 1**

- a) Capitale azionario versato
- b) Riserve palesi

Classe 2

- a) Riserve occulte
- b) Riserve di rivalutazione
- c) Accantonamenti generali/riserve generali per perdite su crediti
- d) Strumenti ibridi di capitale-debito
- e) Prestiti subordinati a scadenza determinata

L'ammontare degli elementi compresi nelle classi 1 e 2 potrà essere computato come patrimonio, tenuto conto delle limitazioni che seguono.

B. Limiti e restrizioni

- i) il totale degli elementi della classe 2 (elementi supplementari) sarà considerato fino a un ammontare massimo pari al 100% del totale degli elementi della classe 1 (patrimonio di base);
- ii) i prestiti subordinati a scadenza determinata saranno considerati fino a un ammontare massimo pari al 50% degli elementi della classe 1;
- iii) nel caso in cui gli accantonamenti generali/riserve generali per perdite su crediti comprendano accantonamenti volti a rettificare i valori dell'attivo ovvero a tenere conto di perdite potenziali non identificate, presenti nel bilancio, l'ammontare di tali accantonamenti e riserve da comprendere nel patrimonio sarà limitato all'1,25% o, eccezionalmente e temporaneamente, al 2% delle attività di rischio (1);
- iv) le riserve di rivalutazione degli attivi sotto forma di utili su titoli potenziali, ma non realizzati (vedi di seguito) saranno ridotte del 55%.

C. Deduzioni dal patrimonio

Dalla classe 1: Avviamento

Dal patrimonio totale:

- i) Partecipazioni in banche e istituzioni finanziarie affiliate non consolidate.

N.B.: Si presume che lo schema sia applicato ai gruppi bancari su base consolidata.

- ii) Partecipazioni al capitale di altre banche e istituzioni finanziarie (a discrezione delle autorità nazionali).

D. Definizione degli elementi del patrimonio**i) Classe 1:**

Comprende solamente il *capitale azionario permanente* (capitale versato, sotto forma di azioni ordinarie e azioni privilegiate e irredimibili senza privilegio sui dividendi cumulabile negli anni) e le *riserve palesi* (riserve generali e riserve legali create o incrementate con attribuzione di proventi non distribuiti o altre eccedenze, quali sovrapprezzi di emissione e utili non distribuiti (2)). Quando la contabilità è tenuta su base consolidata, questa voce include le interessenze di minoranza in affiliate non possedute al 100%. La definizione di patrimonio di base esclude le riserve di rivalutazione e le azioni privilegiate che abbiano una remunerazione predeterminata non riducibile o non sopprimibile.

ii) Classe 2:

- a) le *riserve occulte* sono incluse negli elementi supplementari a condizione che siano accettate dagli organi di vigilanza. Queste riserve sono costituite da utili non distribuiti al netto delle imposte, che le banche di alcuni paesi possono mantenere come riserva occulta. Pur non essendo identificabili nel bilancio, queste riserve devono avere le stesse caratteristiche e la stessa alta qualità delle riserve palesi; esse pertanto non devono essere gravate da nessun onere né riferirsi ad alcuna passività già conosciuta, ma essere libere e immediatamente disponibili per fronteggiare perdite future impreviste.

Questa definizione di riserve occulte non comprende le riserve potenziali presenti negli investimenti in titoli detenuti in bilancio a prezzi inferiori a quelli correnti (vedi di seguito);

- b) le *riserve di rivalutazione* possono sorgere in due modi. In primo luogo, in alcuni paesi è consentito alle banche (e ad altre imprese commerciali) di rivalutare periodicamente le proprie immobilizzazioni materiali — di regola gli stabili di proprietà — per adeguarne il valore ai prezzi di mercato. In alcuni casi l'entità di tale rivalutazione è stabilita per legge. Questo tipo di rivalutazione si riflette sul bilancio con l'iscrizione di una riserva di rivalutazione.

In secondo luogo, possono essere presenti plusvalenze o riserve di rivalutazione potenziali nel caso di investimenti di lungo periodo in azioni iscritte in bilancio al costo storico.

Entrambi i tipi di riserve di rivalutazione possono essere inclusi nella classe 2 purché gli attivi cui si riferiscono siano stati valutati con criteri cautelativi e tenendo pienamente conto delle possibilità di fluttuazione dei prezzi e di vendita forzata. Per le riserve di rivalutazione potenziali è stata prevista una deduzione del 55% dalla differenza fra il costo storico iscritto in bilancio e il valore di mercato, in considerazione della volatilità potenziale di questi guadagni di capitale non realizzati e del carico fiscale implicito;

- c) *accantonamenti generali/riserve generali per perdite su crediti*: gli accantonamenti costituiti per perdite future non ancora identificate sono liberamente disponibili per fronteggiare perdite al loro verificarsi e hanno pertanto le caratteristiche necessarie per la loro inclusione fra gli elementi supplementari del patrimonio. Le riserve specifiche costituite a fronte della perdita di valore di determinati cespiti attivi o a fronte di passività note dovrebbero invece essere escluse. Inoltre, nel caso in cui gli accantonamenti generali/riserve generali per perdite su crediti comprendano accantonamenti volti a rettificare i valori

dell'attivo ovvero a tenere conto di perdite potenziali non identificate presenti nel bilancio, l'ammontare di tali fondi da comprendere nel patrimonio sarà limitato a un massimo dell'1,25% — o, eccezionalmente e temporaneamente, fino al 2% — degli attivi a rischio (1);

- d) *strumenti ibridi di capitale-debito*. Sotto questa rubrica viene considerata una serie di strumenti che associano caratteristiche tipiche dei fondi propri con altre tipiche dell'indebitamento. Tali strumenti differiscono da paese a paese; tuttavia, essi dovrebbero soddisfare le seguenti condizioni:

- essere non garantiti, subordinati e interamente versati;
- non essere redimibili su iniziativa del detentore o senza il previo consenso dell'autorità di vigilanza;
- essere disponibili per coprire perdite senza che la banca sia obbligata a cessare la propria attività (contrariamente a quanto avviene per i prestiti subordinati tradizionali);
- anche quando sia previsto un obbligo di pagamento di interessi non riducibile o non sopprimibile (contrariamente a quanto avviene per il dividendo delle azioni ordinarie), deve essere possibile differire la remunerazione quando (come avviene per le azioni privilegiate con privilegio cumulabile sui dividendi) la redditività della banca non è sufficiente a permettere il pagamento.

Le azioni con privilegio cumulabile sui dividendi che abbiano queste caratteristiche possono essere incluse in questa categoria. Sono inoltre compresi in questa categoria i seguenti strumenti, che vengono riportati a titolo di esempio: «long-term preferred shares» in Canada, «titres participatifs et titres subordonnés à durée indéterminée» in Francia, «Génussscheine» in Germania, «perpetual subordinated debt and preference shares» nel Regno Unito e «mandatory convertible debt instruments» negli Stati Uniti. Gli strumenti ibridi di capitale che non rispondono ai criteri riportati possono essere inclusi nella categoria e) seguente;

e) *prestiti subordinati a scadenza determinata*: comprendono i tradizionali prestiti subordinati non garantiti a scadenza fissa — con durata originaria di oltre cinque anni — e le azioni privilegiate redimibili di durata limitata. Durante i cinque anni precedenti la scadenza, sarà applicato un fattore cumulativo di riduzione (o ammortamento) del 20% annuo per tener conto del valore decrescente di questi strumenti in termini di solidità patrimoniale. Contrariamente a quelli inclusi nella categoria d), gli strumenti di questa categoria non sono

di norma disponibili per coprire le perdite di una banca che continua la propria attività. Per tale ragione, la loro inclusione nel patrimonio è limitata a un importo pari al 50% del capitale di classe 1.

(1) Questo limite si applicherà solamente se non sarà possibile raggiungere un accordo per la definizione di modalità coerenti per la computabilità nel patrimonio degli accantonamenti non impegnati o delle riserve generali per perdite su crediti (cfr. paragrafi 20 e 21).

(2) Compresi, a discrezione delle autorità nazionali, gli accantonamenti a riserva effettuati nel corso dell'anno con assegnazione di utili non distribuiti dell'esercizio corrente.

Allegato 2

Fattori di ponderazione del rischio per categorie di attività «in bilancio»

0%	<ul style="list-style-type: none"> a) Contante e valori assimilati (1) b) Crediti verso governi centrali e banche centrali denominati in moneta del paese debitore e finanziati con raccolta in moneta locale c) Altri crediti verso governi centrali (2) e banche centrali dell'area OCSE (3) d) Crediti garantiti da contante o da titoli (3) emessi da governi centrali dell'area OCSE, oppure garantiti da governi centrali dell'area OCSE (4) 	<ul style="list-style-type: none"> b) Crediti verso banche con sede legale nell'area OCSE e prestiti garantiti (4) da banche con sede legale nell'area OCSE c) Crediti verso banche con sede legale in paesi esterni all'area OCSE, con durata residua fino a un anno, e prestiti con durata residua fino a un anno garantiti da banche con sede legale in paesi esterni all'area OCSE d) Crediti verso enti del settore pubblico, esclusi governi centrali, di paesi compresi nell'area OCSE e prestiti garantiti (4) da tali enti
0, 10, 20 o 50% (*)	<ul style="list-style-type: none"> a) Crediti verso enti del settore pubblico nazionale, esclusi governi centrali, e crediti garantiti (4) da tali enti 	<ul style="list-style-type: none"> e) Valori in corso di riscossione
20%	<ul style="list-style-type: none"> a) Crediti verso banche multilaterali di sviluppo (Banca Internazionale per la Ricostruzione e lo Sviluppo, Banca Interamericana di Sviluppo, Banca Asiatica di Sviluppo, Banca Africana di Sviluppo, Banca Europea per gli Investimenti) (5) e crediti garantiti da tali istituzioni o da titoli emessi dalle medesime (4) 	<p style="text-align: center;">50%</p> <ul style="list-style-type: none"> a) Mutui integralmente assistiti da garanzia ipotecaria su immobili residenziali che sono — o saranno — occupati dal mutuatario oppure che sono locati <p style="text-align: center;">100%</p> <ul style="list-style-type: none"> a) Crediti verso soggetti del settore privato b) Crediti verso banche con sede legale all'esterno dell'area OCSE, con durata residua superiore a un anno

- c) Crediti verso governi centrali di paesi esterni all'area OCSE (salvo che siano denominati in moneta del paese debitore, e finanziati con raccolta in moneta locale; cfr. sopra)
- d) Crediti verso imprese commerciali a capitale pubblico
- e) Stabili, impianti e attrezzature e altri investimenti fissi
- f) Proprietà immobiliari e altri investimenti (comprese le partecipazioni non consolidate in altre società)
- g) Titoli emessi da altre banche rappresentativi di strumenti computabili tra gli elementi del patrimonio (se non dedotti dal patrimonio)
- h) Altre attività
- (1) Compreso (a discrezione delle autorità nazionali) l'oro in lingotti detenuto presso l'azienda o depositato in custodia nominativa, nella misura in cui è bilanciato da passività della stessa specie.
- (2) Alcuni paesi membri intendono applicare fattori di ponderazione ai titoli emessi dalle amministrazioni centrali dei paesi OCSE per tener conto del rischio di investimento. Tali fattori sarebbero, ad esempio, del 10% per tutti i titoli, oppure del 10% per i titoli con durata residua fino a un anno e del 20% per quelli con durata residua superiore a un anno.
- (3) L'area OCSE comprende i paesi che sono membri a pieno titolo dell'OCSE o che hanno concluso speciali accordi di finanziamento con il FMI collegati agli Accordi Generali di Prestito (GAB) del Fondo.
- (4) I crediti commerciali parzialmente garantiti da questi enti saranno soggetti a equivalenti pesi ridotti per la parte del prestito che è interamente coperta. Analogamente, ai prestiti parzialmente garantiti da contante o da titoli emessi da amministrazioni centrali di paesi dell'area OCSE e da banche multilaterali di sviluppo saranno applicati pesi ridotti per la frazione del prestito interamente coperta.
- (5) Le attività verso altre banche multilaterali di sviluppo di cui siano membri partecipanti paesi del Gruppo dei Dieci possono essere parimenti soggette — a discrezione dell'autorità nazionale — ad una ponderazione del 20%.
- (*) A discrezione delle autorità nazionali.

Allegato 3

Fattori di conversione del credito per le voci «fuori bilancio»

Lo schema tiene conto del rischio creditizio delle esposizioni «fuori bilancio» applicando appositi fattori di conversione alle diverse categorie di strumenti o contratti di tale tipo. Gli importi dei fattori di conversione sono riportati nel prospetto seguente ad esclusione di quelli relativi alle operazioni sui tassi di cambio e di interesse. Essi rispecchiano l'entità stimata e la probabilità del concretizzarsi dell'esposizione creditizia, nonché il relativo grado di rischiosità individuato nel documento a cura del Comitato «The management of banks' off-balance-sheet exposures: a supervisory perspective» pubblicato nel marzo 1986 (*). I fattori di conversione del credito verrebbero quindi moltiplicati per i pesi applicabili alle categorie di controparte relative alle operazioni «in bilancio» (cfr. Allegato 2).

Tipi di strumenti	Fattori di conversione
1. Sostituti diretti del credito, quali le garanzie personali (comprese le «stand-by letters of credit» utilizzate come garanzie finanziarie per prestiti e titoli) e le accettazioni (compresi gli avalli aventi carattere di accettazione)	100%
2. Determinati impegni di firma collegati a transazioni (come «bid bonds», «performance bonds», garanzie e «stand-by letters of credit» collegate a specifiche operazioni)	50%

3. Impegni di firma a breve, autoliquidantisi, collegati a operazioni commerciali (quali i crediti documentari assistiti da garanzia reale sulla fornitura)	20%
4. Vendite con patto di riacquisto e cessioni di credito pro-solvendo, quando il rischio creditizio permane a carico della banca (1)	100%
5. Acquisti a termine, depositi «forward forward» e quote da versare per azioni e titoli (1) che rappresentano impegni a esazione certa	100%
6. Facilitazioni in appoggio all'emissione di titoli (facilitazioni NIF e RUF)	50%
7. Altri impegni alla erogazione di credito (come accordi «stand-by» e linee di credito) con scadenza originaria (2) superiore a un anno	50%
8. Impegni analoghi con scadenza originaria (2) fino a un anno o revocabili in qualsiasi momento	0%

(N.B.: Ai paesi membri è lasciata una certa discrezionalità nell'includere particolari strumenti nelle categorie da 1 a 8 a seconda delle caratteristiche assunte da questi nei rispettivi mercati nazionali).

Esposizioni collegate ai tassi di cambio o di interesse

Le posizioni collegate ai tassi di cambio e di interesse richiedono un trattamento particolare poiché le banche non sono esposte al rischio creditizio per l'intero ammontare nominale dei contratti sottostanti, bensì soltanto a un rischio pari al costo potenziale di sostituzione del «cash flow» (sui contratti con valore intrinseco positivo) se la controparte si rende inadempiente. Gli ammontari equivalenti in termini di esposizione creditizia dipenderanno, tra l'altro, dalla durata del contratto e dalla volatilità dei tassi cui è collegato il contratto stesso.

Nonostante l'ampia gamma di diversi strumenti sul mercato, la base teorica adottata per la valutazione del rischio creditizio è la stessa per la totalità degli strumenti. Essa si fonda su uno stu-

dio del comportamento di coppie bilanciate di «swaps» in differenti ipotesi di volatilità dei tassi. Per i contratti in cambi, che comportano uno scambio di capitale alla scadenza e sono generalmente esposti a una maggiore volatilità dei corsi, sono previsti fattori di conversione più elevati. I contratti collegati ai tassi di interesse (3) comprendono gli «swaps» di tassi in una stessa valuta, i «basis swaps», i «forward rate agreements», i «futures», le opzioni su tassi di interesse acquistate e strumenti assimilabili. I contratti collegati ai tassi di cambio (3) comprendono i «cross-currency interest rate swaps», le negoziazioni in cambi a termine, i «futures», le opzioni in valuta acquistate e strumenti assimilabili. Sono esclusi i contratti in cambi con durata originaria non superiore a 14 giorni.

La maggioranza delle autorità di vigilanza dei paesi del Gruppo dei Dieci è dell'opinione che il modo migliore per valutare il rischio creditizio delle posizioni in discorso consista nel richiedere alle banche di calcolare il costo di sostituzione dei contratti ai prezzi correnti di mercato, cogliendo così l'esposizione corrente senza la necessità di stime, e di aggiungere quindi un fattore («maggiorazione») che rispecchi l'esposizione potenziale futura per la durata residua del contratto. È stato concordato che, al fine di calcolare l'ammontare equivalente di credito delle posizioni fuori bilancio collegate ai tassi di cambio e di interesse, secondo questo metodo dell'esposizione corrente, le banche sommino:

- il costo totale di sostituzione ai prezzi correnti di mercato («marking to market») di tutti i contratti con valore intrinseco positivo, e
- un ammontare corrispondente all'esposizione creditizia futura potenziale, calcolato sulla base del totale del valore capitale nominale dei contratti sottostanti, suddivisi secondo la loro durata residua, come segue:

Durata residua	Contratti sui tassi di interesse	Contratti sui tassi di cambio
Inferiore a 1 anno	0%	1,0%
Pari o superiore a 1 anno	0,5%	5,0%

Nessuna esposizione creditizia potenziale verrebbe calcolata per gli «swaps» di tassi d'inte-

resse variabili su una stessa valuta; l'esposizione creditizia a fronte di tali contratti sarebbe valutata esclusivamente in funzione del loro valore ai prezzi correnti di mercato.

Alcune autorità di vigilanza dei paesi del Gruppo dei Dieci ritengono che il suddetto metodo in due fasi, che comporta una valutazione riferita ai prezzi correnti di mercato, non sia coerente rispetto al resto dello schema di misurazione dell'adeguatezza patrimoniale. Essi sono in favore di un metodo più semplice, in cui l'esposizione creditizia potenziale viene stimata per ciascun tipo di contratto, applicando un fattore di ponderazione teorico al capitale e prescindendo dal valore di mercato che il contratto può avere a una certa data di segnalazione. È stato pertanto convenuto che le autorità di vigilanza nazionali possano applicare discrezionalmente (4) il metodo alternativo di computo descritto più avanti, secondo il quale i fattori di conversione in ammontare equivalente di credito sono stabiliti senza fare riferimento al prezzo corrente di mercato degli strumenti. Nel decidere quali debbano essere i predetti fattori di conversione teorici si è ritenuto concordemente che sia giustificato un criterio leggermente più prudentiale in quanto l'esposizione corrente non è calcolata su una base regolare.

Al fine di determinare gli importi equivalenti di esposizione creditizia impiegando il metodo basato sull'esposizione originaria, le banche applicheranno semplicemente una delle due serie di fattori al valore del capitale nominale di ciascun contratto, in funzione della tipologia e della durata dello stesso.

Durata (5)	Contratti sui tassi di interesse	Contratti sui tassi di cambio
Inferiore a 1 anno	0,5%	2,0%
Da 1 anno a meno di 2 anni	1,0%	5,0%
		(ossia 2% + 3%)
Per ogni anno addizionale	1,0%	3,0%

Si sottolinea che i fattori di conversione sopra indicati così come le «maggiorazioni» sono da considerare provvisori e potranno essere modificati sulla base di cambiamenti nella volatilità dei tassi di cambio e di interesse.

Sono state attentamente considerate le argomentazioni addotte per il riconoscimento della compensazione ai fini della ponderazione, ossia

di un computo dell'esposizione creditizia effettuato su base netta, anziché lorda, delle attività derivanti da «swaps» e contratti analoghi conclusi con le stesse controparti. Il criterio sul quale si è basata la decisione è il trattamento riservato alla compensazione nella legislazione nazionale in materia di liquidazione concorsuale. Se il liquidatore di una controparte fallita ha (o può avere) il diritto di dissociare i contratti compensati, esigendo l'esecuzione dei contratti favorevoli al fallito e ricusando l'esecuzione di quelli ad esso sfavorevoli, non vi è alcuna riduzione del rischio di inadempienza della controparte. Pertanto è stato convenuto che:

- le banche possono compensare i contratti soggetti a novazione (6), in quanto il rischio di inadempienza della controparte appare effettivamente ridotto con la sostituzione di un contratto novato che estingue giuridicamente la precedente obbligazione. Tuttavia, poiché la legislazione fallimentare di taluni paesi prevede che i liquidatori possano impugnare la compensazione per le transazioni effettuate entro un determinato periodo di tempo, invocando il trattamento preferenziale fraudolento, le autorità di vigilanza nazionali potranno discrezionalmente stabilire che debba essere trascorso un dato periodo prima che un contratto di novazione possa essere riconosciuto nel quadro dello schema di ponderazione;
- per il momento le banche non potranno compensare i contratti che recano clausole di «close-out» (7) (compensazione «in futurum»). L'efficacia di tali clausole in caso di insolvenza non è ancora stata verificata in sede giudiziale, né si è potuto ottenere un soddisfacente parere legale sulla possibilità di un loro disconoscimento da parte dei liquidatori. Tuttavia il Comitato non desidera scoraggiare gli operatori di mercato dall'uso di clausole che, in talune circostanze, potrebbero fornire una certa protezione in determinate giurisdizioni nazionali ed è disposto a riconsiderare le proprie conclusioni se in seguito la giurisprudenza convaliderà l'efficacia di accordi della specie (8). In ogni caso il Comitato proseguirà il lavoro al fine di valutare l'accettabilità delle varie forme di compensazione.

Quando la banca avrà calcolato gli importi equivalenti di credito, secondo il metodo dell'e-

sposizione corrente oppure secondo quello dell'esposizione originaria, questi dovranno essere ponderati in base alla categoria della controparte applicando gli stessi criteri descritti per le operazioni «in bilancio», compresi i coefficienti di ponderazione ridotti per le esposizioni assistite dalle garanzie personali e reali riconosciute come valide. Inoltre, poiché nella maggior parte dei casi le controparti nelle operazioni in questione, soprattutto nei contratti a lungo termine, tendono ad essere firme di prim'ordine, è stato convenuto di applicare un peso del 50% per le categorie di controparte che altrimenti richiederebbero una ponderazione del 100% (9). Nondimeno, il Comitato intende sorvegliare attentamente il merito di credito dei partecipanti a tali mercati e si riserva la facoltà di innalzare i coefficienti di ponderazione qualora constatasse un deterioramento dell'affidabilità creditizia media o un'accresciuta incidenza delle perdite.

(*) Traduzione italiana pubblicata nel Bollettino Economico della Banca d'Italia, n. 7, ottobre 1986 (n.d.t.).

(1) Queste poste sono ponderate in base al tipo di attività e non in base alla categoria della controparte nella transazione. Le operazioni di riporto attivo (con acquisto a pronti e l'impegno di cessione a termine dell'attività da parte della banca) sono considerate come anticipazioni

garantite, conformemente all'effettiva natura economica della transazione. Il rischio va dunque misurato come esposizione creditizia verso la controparte. Allorché le attività acquisite temporaneamente sono costituite da titoli soggetti a ponderazione preferenziale del rischio, esse verrebbero riconosciute come garanzia e la ponderazione del rischio sarebbe corrispondentemente ridotta.

(2) Si veda tuttavia la nota 5 del testo.

(3) Gli strumenti trattati nelle borse valori possono essere esclusi se essi sono soggetti a margini di garanzia giornalieri. Le opzioni acquistate fuori borsa sono incluse con gli stessi fattori di conversione degli altri strumenti, ma questa disposizione potrà essere riconsiderata alla luce della futura esperienza.

(4) Talune autorità nazionali potranno permettere a singole banche di scegliere quale metodo adottare, fermo restando che alla banca che ha optato per il metodo dell'esposizione corrente non sarà consentito di applicare successivamente il metodo dell'esposizione originaria.

(5) Per i contratti su tassi di interesse, le autorità nazionali potranno stabilire discrezionalmente se i fattori di conversione debbano essere basati sulla durata originaria o sulla durata residua. Per i contratti su tassi di cambio i fattori di conversione dovranno essere calcolati in base alla durata originaria dello strumento.

(6) La compensazione per novazione, così come definita nel presente contesto, è un contratto bilaterale in base al quale le obbligazioni reciproche di consegnare una data valuta ad una data scadenza sono automaticamente raggruppate con tutte le altre obbligazioni per la stessa valuta e la stessa scadenza, sostituendo giuridicamente un singolo ammontare netto alle preesistenti obbligazioni lorde.

(7) La clausola di «close-out» (compensazione «in futurum»), così come intesa nel presente contesto, è un contratto bilaterale in base al quale, se una parte è posta in liquidazione, le obbligazioni in essere fra i contraenti diventano esigibili e sono compensate per determinare l'esposizione netta della controparte.

(8) L'altra principale forma di compensazione, ovvero la compensazione dei pagamenti, volta a ridurre il rischio di inadempienza della controparte derivante dai regolamenti giornalieri, non è riconosciuta nello schema di misurazione del patrimonio poiché essa non ha in ogni caso effetto alcuno sulle obbligazioni lorde della controparte.

(9) Alcuni paesi membri si riservano la facoltà di applicare il coefficiente di ponderazione del 100%.

Allegato 4

Disposizioni transitorie

VOCI	Periodo iniziale	Fine 1990	Fine 1992
1. Coefficiente minimo	Livello in essere a fine 1987	7,25%	8,0%
2. Formula di misurazione	Patrimonio primario più 100%	Patrimonio primario più 100% (3,625% + 3,625%)	Patrimonio primario più 100% (4% + 4%)
3. Fondi propri supplementari ammessi nel patrimonio primario	Fino al 25% del patrimonio primario totale	Fino al 10% del patrimonio primario totale (ossia 0,36%)	Nessuno
4. Accantonamenti generali e/o riserve generali per perdite su crediti ammessi nei fondi propri supplementari (*)	Nessun limite	1,5 punti percentuali, o eccezionalmente fino a 2,0 punti percentuali	1,25 punti percentuali, o eccezionalmente e temporaneamente fino a 2,0 punti percentuali
5. Prestiti subordinati a scadenza determinata ammessi nei fondi propri supplementari	Nessun limite (discrezionale)	Nessun limite (discrezionale)	Fino al 50% del patrimonio primario
6. Deduzione per l'avviamento	Dedotto dal patrimonio primario (discrezionale)	Dedotto dal patrimonio primario (discrezionale)	Dedotto dal patrimonio primario

(*) Questo limite si applicherebbe soltanto nel caso in cui non si pervenisse ad un accordo su base coerente per l'inclusione nel patrimonio degli accantonamenti e/o riserve non impegnati (cfr. paragrafi 20 e 21).

Interventi

Cooperazione e conflitto nelle politiche monetarie e commerciali

*Intervento del dr. Lamberto Dini, Direttore Generale della Banca d'Italia
International Management and Development Institute
US - European Top Management Roundtable*

Milano, 19 febbraio 1988

Considerazioni generali

Nel trattare gli argomenti emersi nel corso della discussione, approfitterò del mio «vantaggio comparato» e concentrerò l'attenzione sugli aspetti macroeconomici. La prima parte del mio intervento sarà dedicata ad una sintetica interpretazione degli anni ottanta, dalla quale cercherò di trarre qualche insegnamento utile al dibattito. Nella seconda parte esaminerò le prospettive della cooperazione internazionale.

L'interpretazione dell'esperienza storica richiede un quadro teorico di riferimento. Mi pare utile a questo riguardo distinguere tra cooperazione e coordinamento. La cooperazione comporta fondamentalmente scambio di informazioni, consultazioni tra le autorità e possibilmente l'elaborazione di un giudizio comune circa le ripercussioni internazionali delle politiche adottate dai singoli paesi. Il coordinamento comporta invece che i *policy-makers* dei vari paesi concordino obiettivi comuni ed assumano congiuntamente decisioni che differiscono da quelle che essi avrebbero adottato in assenza di coordinamento. Il «conflitto» rappresenta, in un certo senso, l'opposto del «coordinamento». Esso può verificarsi qualora non si tenga conto delle ripercussioni internazionali delle politiche nazionali. In definitiva, possiamo considerare la cooperazione internazionale come un *continuum* che va dal coordinamento, che è il livello più alto di cooperazione, al conflitto, che si verifica quando la cooperazione cessa del tutto.

Nella maggior parte dei casi, la semplice cooperazione è già sufficiente a guidare la politica economica: il reciproco scambio di informazioni e di valutazioni migliora il processo decisionale nei singoli paesi e gli obiettivi nazionali risultano coerenti o quanto meno non in conflitto. In alcuni casi, tuttavia, il coordinamento delle politiche diventa non soltanto necessario, in quanto gli obiettivi interni si dimostrano incompatibili, ma anche possibile, dal momento che tutti i paesi interessati possono migliorare i propri risultati mediante accordi che, pur sacrificando alcuni obiettivi, riducano i danni che si produrrebbero in assenza di coordinamento. Appare chiaro che, in questo contesto, la cooperazione rappresenta la condizione generale, mentre il coordinamento può aversi sporadicamente, di solito in risposta a conflitti in atto o potenziali.

In questo *continuum* che ho descritto, la situazione dipenderà, in ogni momento, anche dalle regole che disciplinano le relazioni economiche internazionali e dal grado di consenso esistente sulle cause e sulle possibili soluzioni dei problemi economici. Per esempio, il regime di Bretton Woods può essere definito come un sistema di coordinamento (semi) automatico: in esso, infatti, il vincolo del tasso di cambio imponeva limiti ben definiti alle politiche economiche nazionali e i paesi erano fondamentalmente disposti a rispettarlo. La priorità assegnata al vincolo del tasso di cambio era l'espressione di un consenso di fondo circa il ruolo delle politiche macroeconomiche nell'assicurare la stabilità interna ed esterna. A

partire dall'avvento del sistema di cambi fluttuanti, all'inizio degli anni settanta, abbiamo assistito al verificarsi di una varietà di situazioni che andavano dal coordinamento al conflitto. Nella maggior parte dei casi, tuttavia, in tale regime, gli obiettivi di politica interna dei maggiori paesi non erano coordinati, mentre ricadeva sui tassi di cambio l'onere di renderli reciprocamente compatibili. Quando è emerso il conflitto, è apparso sovente chiaro che il consenso di fondo sul ruolo delle politiche macroeconomiche si era quanto meno assai indebolito.

Primi anni ottanta: l'assenza di coordinamento conduce al conflitto

Nella prima metà di questo decennio i tre più importanti paesi industriali non hanno coordinato le proprie politiche economiche interne nella lotta all'inflazione. La convinzione prevalente era che le politiche miranti a «mettere ordine in casa propria» avrebbero assicurato anche il corretto funzionamento dell'economia internazionale. I sostenitori di questa linea di condotta affermavano che il sistema di cambi fluttuanti avrebbe garantito un sufficiente «isolamento» dai disturbi esterni. Di conseguenza, gli Stati Uniti adottarono una politica monetaria assai restrittiva ed una politica fiscale espansiva, mentre la Germania federale e il Giappone preferirono adottare politiche fiscali restrittive e politiche monetarie relativamente più espansive. Il dollaro subì un netto apprezzamento. Sebbene tutti i principali paesi industriali siano riusciti a riportare sotto controllo l'inflazione, le ampie deviazioni dei tassi di cambio, l'accumularsi di enormi squilibri commerciali e il conseguente incremento delle pressioni protezionistiche hanno posto in particolare rilievo l'errore di tale approccio. È proprio nell'ambito degli scambi commerciali che la minaccia del conflitto è stata più acutamente avvertita, al punto da rimettere in discussione l'intera struttura del sistema di scambi multilaterali organizzato nell'ambito del GATT.

Il ripristino della cooperazione internazionale: dagli accordi del Plaza a quelli del Louvre

Il riconoscimento che un'impostazione non cooperativa stava mettendo in pericolo gli scambi

commerciali e persino la realizzazione degli stessi obiettivi nazionali determinò finalmente uno spostamento verso una maggiore enfasi sul coordinamento. Il rapporto dei Sostituti del Gruppo dei Dieci, pubblicato nel giugno 1985, pur riconoscendo che il ritorno a un sistema di cambi fissi era prematuro, sottolineò la necessità di una stretta e continua cooperazione tra i maggiori paesi, al fine di promuovere la convergenza dei risultati economici e di rafforzare per questa via la stabilità dei cambi. Va notato, comunque, che il coordinamento fu inizialmente limitato a due specifici episodi e che esso ebbe più la natura di strumento di gestione delle fasi di crisi che quella di un ritorno ad una forma continua di collaborazione.

Il primo episodio si verificò alla fine del febbraio 1985, quando le banche centrali dei maggiori paesi industriali effettuarono massicci interventi concertati sui mercati valutari per arrestare l'apprezzamento del dollaro. Il secondo si verificò alla fine di settembre, con l'accordo del Plaza, destinato ad accelerare il deprezzamento del dollaro. Di nuovo, il coordinamento fu limitato nel tempo e nell'ampiezza; gran parte degli effetti furono conseguiti attraverso la semplice affermazione del comune obiettivo di un deprezzamento del dollaro; gli interventi nei mercati valutari furono consistenti soltanto per un breve periodo; anche le politiche monetarie rivestirono una certa importanza dal momento che i tassi di interesse calarono negli Stati Uniti più rapidamente che altrove.

Il dollaro finì col deprezzarsi, evitando peraltro una caduta precipitosa. La ragione di questo successo risiede nel fatto che l'obiettivo comune era coerente con le condizioni di fondo delle economie e che un allentamento delle politiche monetarie più pronunciato negli Stati Uniti era anch'esso chiaramente compatibile con il perseguimento degli obiettivi nazionali. Fu così possibile indurre una modifica duratura nelle aspettative degli operatori.

Nei mesi successivi si ritornò a una situazione di scarsa cooperazione; il dollaro continuò a deprezzarsi e proseguì l'allentamento delle politiche monetarie; ciò che non si riuscì a realizzare fu invece il riequilibrio delle politiche fiscali. L'incapacità di usare questo strumento per favorire la necessaria redistribuzione della domanda interna

dai paesi in *deficit* a quelli in *surplus*, e l'impatto del deprezzamento del dollaro sull'interscambio in termini di valore provocarono un ulteriore aggravamento degli squilibri dei pagamenti. Alcuni dei problemi derivanti dall'incapacità di coordinare le politiche fiscali furono riconosciuti esplicitamente nel corso del Vertice di Tokio del maggio 1986. Si pervenne così alla decisione di rafforzare le procedure di sorveglianza multilaterale, principalmente attraverso un sistema di indicatori maggiormente vincolante, volto a rendere le politiche nazionali più coerenti con le necessità dell'aggiustamento esterno.

Dall'estate del 1986 cominciarono a manifestarsi resistenze verso un ulteriore deprezzamento del dollaro da parte dei paesi la cui valuta si apprezzava; in questi paesi le autorità erano sempre più preoccupate della perdita di competitività delle proprie esportazioni. L'atteggiamento degli Stati Uniti era meno chiaro, sebbene cominciarono a diffondersi timori di una ripresa dell'inflazione.

Nel *meeting* del settembre 1986, i Ministri delle finanze del Gruppo dei Sette espressero la convinzione che le loro politiche «avrebbero dovuto contribuire a stabilizzare i tassi di cambio... così da ridurre sufficientemente gli squilibri senza ulteriori, significativi aggiustamenti degli stessi». Questo annuncio, che non fu seguito da alcuna concreta iniziativa, non fece altro che turbare i mercati, rivelandosi così controproducente.

Fu soltanto dopo un ulteriore deprezzamento del dollaro, e in presenza di continui peggioramenti degli squilibri di parte corrente, che si decise di riunirsi ancora per cercare di arrestare la caduta del dollaro e di ripristinare un qualche ordine nei mercati valutari. L'accordo del Louvre, raggiunto a Parigi nel febbraio del 1987, prevedeva iniziative coordinate, e chiaramente definite per ciascun paese, non soltanto nelle politiche monetarie, ma anche in quelle fiscali.

Le conseguenze dell'accordo del Louvre

Successivamente il Giappone adottò un pacchetto di misure fiscali espansive e gli Stati Uniti intrapresero azioni volte a ridurre il *deficit* federale. La Germania federale, d'altra parte, non concordò sulla necessità di un maggiore stimolo fiscale. L'onere della stabilizzazione del dollaro

ricadde ancora una volta sulla politica monetaria. Pesanti interventi sui mercati valutari condussero ad una netta accelerazione della crescita monetaria al di fuori degli Stati Uniti. Il mancato sostegno da parte delle autorità tedesche, la percezione che il *deficit* federale americano non si sarebbe ridotto nel corso del 1988 e la constatazione di squilibri commerciali ancora crescenti indussero gli operatori a considerare insufficiente la manovra fiscale. Le autorità dei paesi la cui valuta si apprezzava cominciarono a preoccuparsi del tasso di espansione monetaria. Gli Stati Uniti apparivano sempre più preoccupati dall'assenza di miglioramenti nei conti con l'estero, né erano disposti ad accettare un rallentamento della domanda interna. Dopo un breve periodo di calma, nel maggio-giugno 1987 le pressioni sul dollaro ripresero vigore.

Verso la fine dell'estate i mercati si accorsero che la cooperazione stava venendo meno e che stava cominciando a manifestarsi una situazione di conflitto, con i tassi di interesse che tendevano al rialzo in tutti i maggiori paesi industriali. Questa percezione dei mercati generò timori di recessione negli Stati Uniti e contribuì al crollo della Borsa del 19 ottobre. La risposta della Federal Reserve dette priorità alla stabilizzazione dei mercati finanziari interni, abbandonando esplicitamente, per il momento, l'obiettivo della stabilità del dollaro, come fu chiaramente espresso in una dichiarazione pubblica del Segretario al Tesoro, Baker, all'inizio di novembre.

L'attuale dibattito sul coordinamento

Sulla base di questi eventi, si sono avute di recente, soprattutto negli Stati Uniti, numerose prese di posizione contro il coordinamento internazionale e a favore del perseguimento degli interessi nazionali da parte degli stati sovrani. Questa posizione è stata per esempio autorevolmente espressa da Martin Feldstein in un articolo su «The Wall Street Journal» del 10 novembre 1987. Gli Stati Uniti, egli sostiene, «dovrebbero ora, in maniera chiara ma amichevole, porre fine al coordinamento internazionale delle politiche macroeconomiche. Dovremmo continuare a cooperare con gli altri paesi, scambiandoci informazioni sulle decisioni di politica economica attuali e future, ma dovremmo anche riconoscere esplicita-

mente che il Giappone e la Germania hanno il diritto di perseguire le politiche monetarie e fiscali che essi ritengono più opportune per i propri interessi». Feldstein continua affermando che i tradizionali argomenti a favore del coordinamento internazionale non sono giustificati dal grado di interdipendenza tra le maggiori economie industriali; l'espansione della domanda interna in Giappone, nella Germania federale e negli altri paesi industriali avrebbe un impatto limitato sugli squilibri commerciali. Gli Stati Uniti dovrebbero perciò essere disposti ad accettare un ulteriore deprezzamento del dollaro nella misura necessaria ad eliminare il *deficit* commerciale. La stabilizzazione del tasso di cambio al livello attuale richiederebbe tassi di interesse più elevati ed accrescerebbe quindi i rischi di una recessione. Allo stesso tempo, il Giappone e l'Europa dovrebbero riconoscere che il deprezzamento del dollaro è inevitabile, e fornire alle proprie economie i necessari stimoli compensativi attraverso un aumento della domanda interna.

A tali argomentazioni si possono opporre varie obiezioni. Esaminiamone due.

In primo luogo, mentre Feldstein e altri ammettono la necessità di modifiche nelle politiche fiscali, esiste di fatto il rischio che l'aggiustamento del tasso di cambio possa essere considerato un sostituto dei necessari interventi di politica economica. In secondo luogo, l'assenza di misure di accompagnamento può a sua volta provocare una tendenza all'*overshooting* del tasso di cambio, dando l'avvio ad un circolo vizioso di inflazione/svalutazione negli Stati Uniti e di deflazione/rivalutazione nella Germania federale e in Giappone.

Bisogna comunque riconoscere che il problema è non solo quello di armonizzare priorità nazionali non coerenti tra di loro, ma anche quello delle differenti valutazioni del contributo che ci si può attendere dal tasso di cambio e dalle politiche macroeconomiche come strumenti di correzione degli squilibri commerciali.

Perché una più stretta cooperazione è così difficile?

Nonostante le obiezioni che ho formulato nei confronti dell'emergere di una visione non cooperativa del processo di aggiustamento internazionale, rimane evidente che gli ostacoli sulla strada di una cooperazione più stretta sono numerosi.

Abbiamo a che fare in questo campo con paesi sovrani e con obiettivi di politica interna fissati dai parlamenti nazionali. È perciò difficile porre in essere politiche mutualmente compatibili. I processi politici interni sono così complessi che le considerazioni di carattere internazionale non possono che assumere un peso molto ridotto nella formulazione delle politiche. Soltanto nei momenti di «crisi» si perviene ad un più chiaro riconoscimento del comune interesse al coordinamento delle iniziative, rendendo così possibile il raggiungimento di accordi internazionali sulle politiche. Inoltre, poiché la cooperazione internazionale è un «bene pubblico», ciascun paese interessato tenderà ad essere consapevole più dei costi che essa comporta — in particolare in termini di perdita di sovranità nazionale — che dei benefici che ne potrà trarre in prospettiva.

Non esiste un'opinione comune né un'autorità sovranazionale generalmente riconosciuta in grado di stabilire quali politiche siano necessarie per correggere gli attuali squilibri dell'economia mondiale. L'evidenza empirica offerta dai modelli econometrici non è di grande aiuto a questo riguardo: essa infatti mostra che se una cooperazione sistematica comporta dei vantaggi, questi non sono in media molto ampi. Tali risultati si basano inoltre sull'ipotesi che le autorità dei vari paesi «utilizzino tutte lo stesso modello» o che, in altri termini, adottino tutte punti di vista simili circa il funzionamento dell'economia mondiale. Se questa condizione non è soddisfatta, è facile dimostrare che i vantaggi derivanti dalla cooperazione sono ben lungi dall'essere acquisiti o anche solo riconosciuti. Per di più, in determinate circostanze, l'«effetto credibilità» derivante dall'annuncio del coordinamento può essere controproducente su altri fronti. Ad esempio, l'annuncio che i tassi di cambio saranno stabilizzati, senza un adeguato sostegno da parte delle politiche fiscali, può convincere gli operatori privati che non sarà più possibile mantenere sotto controllo gli aggregati monetari, provocando così un riaccendersi delle aspettative inflazionistiche.

Esistono oggi prospettive realistiche per una maggiore cooperazione?

In termini più generali, il coordinamento è possibile e utile nella misura in cui esso procura

ai paesi interessati vantaggi che essi non potrebbero ottenere operando separatamente. Tali vantaggi devono inoltre essere visibili e superiori ai costi derivanti dal sacrificio di obiettivi interni; in questo modo è possibile raggiungere un compromesso. Penso che ciò sia vero nella situazione attuale, in cui l'economia mondiale si trova a dover affrontare contemporaneamente due obiettivi: eliminare gli ampi squilibri esterni ed evitare il duplice pericolo dell'inflazione e della recessione. È chiaro comunque che bisogna valutare realisticamente l'ambito in cui il coordinamento è possibile ed i suoi potenziali vantaggi. Dobbiamo riconoscere che gli squilibri esterni persisteranno per un lungo periodo, a prescindere dalle politiche adottate, e che la loro correzione non sarà facile né indolore.

È chiaro altresì che già il solo fatto che esistano divergenze così ampie nelle condizioni di fondo delle economie dei maggiori paesi industriali non si concilia con il ritorno a tassi di cambio fissi. Gli accordi sulla stabilizzazione dei tassi di cambio possono essere considerati soltanto come operazioni a carattere temporaneo. Essi sono necessari perché gli effetti delle variazioni dei tassi di cambio sui flussi commerciali sono intensi ma lenti a manifestarsi, di modo che il cambio ha una tendenza all'*overshooting*.

Questo modo di considerare le operazioni di stabilizzazione si concilia con un altro importante insegnamento dell'esperienza recente: in presenza di divergenze nelle condizioni di fondo delle economie, i vari paesi vorranno e potranno aderire soltanto ad accordi di stabilizzazione dei tassi di cambio che abbiano durata limitata, validi cioè fino a quando tali divergenze non provochino conflitti con gli obiettivi interni. L'esempio più evidente di ciò è rappresentato dal crollo della Borsa dell'ottobre scorso che ha posto fine agli accordi del Louvre, ma se ne potrebbero citare altri. Ciò non vuol dire tuttavia che gli accordi di stabilizzazione non debbano comportare alcun vincolo per le politiche nazionali: tali accordi potranno essere veramente utili soltanto se saranno in grado di subordinare gradualmente le politiche e le priorità interne alle necessità dell'aggiustamento internazionale. Si tratta di ricercare in questo caso una difficile via di mezzo tra disciplina e flessibilità; le valutazioni di politica economica dovranno essere elaborate sulla base delle condizioni dei mercati valutari, degli sviluppi interni e

dei progressi dei maggiori paesi industriali sul fronte dei conti con l'estero.

Tale visione realistica della cooperazione dovrebbe riflettersi anche nelle dichiarazioni pubbliche. È essenziale evitare il diffondersi di aspettative eccessive, in particolare dell'idea che la cooperazione sia «tutto per sempre» o nulla. Allo stesso modo dovrebbero essere evitate pubbliche manifestazioni di disaccordo.

Una caratteristica ulteriore delle strategie cooperative è rappresentata dal fatto che esse non dovrebbero continuare a basarsi soltanto sui tre principali paesi industriali. Altri gruppi di paesi dovrebbero poter partecipare agli sforzi concertati in vista dell'aggiustamento. Le dimensioni degli avanzi accumulati dai NICs asiatici e, in particolare, il ruolo che le misure protezionistiche e la gestione «competitiva» dei tassi di cambio hanno assunto nella creazione di tali avanzi indicano come a questo gruppo di paesi vada riservata una particolare attenzione nell'individuazione dei requisiti dell'aggiustamento.

Passando a considerare i contenuti del coordinamento, ogni strategia dovrà naturalmente basarsi sulla correzione degli squilibri risparmi-investimento nei paesi industriali. Poiché il margine di manovra della politica monetaria è limitato, la politica fiscale dovrà fornire un contributo maggiore, tanto negli Stati Uniti quanto nella Germania federale. Il ruolo di quest'ultima è particolarmente importante poiché la sua politica fiscale prudente influenza notevolmente gli altri paesi europei che partecipano al meccanismo di cambio dello SME. Una politica più coraggiosa orientata alla crescita e capace di sfruttare in pieno il potenziale di sviluppo dell'economia tedesca contribuirebbe a mettere in moto un meccanismo virtuoso che consentirebbe all'Europa nel suo complesso di contribuire alla crescita e all'aggiustamento dell'economia mondiale.

L'Europa deve rendersi conto che essa non può attendersi un grande aiuto da Stati Uniti e Giappone per venir fuori dalle attuali condizioni di scarsa crescita ed elevata disoccupazione, a causa delle ridotte interdipendenze commerciali tra le due aree. Infatti, mentre l'Europa ha molto da perdere da una flessione del dollaro, essa non ha molto da offrire agli Stati Uniti in cambio della propria partecipazione agli sforzi di stabilizzazione della valuta americana.

Il Giappone si trova invece in una situazione alquanto diversa, a causa della sua stretta interdipendenza con gli USA. Poiché la posizione deficitaria e debitoria degli Stati Uniti e quella eccedentaria e creditoria del Giappone sono in larga misura speculari, i benefici della cooperazione sono in questo caso maggiori e più evidenti alle rispettive autorità nazionali.

È il caso di domandarsi se gli Stati Uniti abbiano interesse a partecipare ad una strategia coordinata.

Le azioni di politica fiscale proposte si sono fino ad oggi dimostrate politicamente difficili da attuare. D'altra parte, se il governo federale non riduce la propria domanda netta di fondi, l'aggiustamento del *deficit* esterno dovrà necessariamente avvenire tramite un calo degli investimenti o un aumento del risparmio privato a fronte di tassi di interesse reali più elevati o di un ulteriore calo delle quotazioni azionarie.

Il dibattito sul coordinamento internazionale delle politiche economiche è spesso confinato alla sfera macroeconomica. Si tratta di una semplificazione eccessiva, poiché esiste almeno un'altra

area in cui un'azione concertata è importante, vale a dire quella delle politiche commerciali.

I «vantaggi» derivanti dal coordinamento potrebbero dimostrarsi più ampi se l'ambito di quest'ultimo fosse esteso al commercio internazionale o a quello della difesa e della politica estera, poiché in tal modo sarebbero ampliate le possibilità di accordi e conseguenti vantaggi. Le politiche commerciali e quelle macroeconomiche non possono essere tenute separate, poiché la praticabilità di un sistema di libero scambio dipende da una ragionevole configurazione dei tassi di cambio.

Impedire il diffondersi di pressioni protezionistiche dovrebbe costituire un imperativo primario della cooperazione internazionale; l'esperienza recente mostra chiaramente che la persistenza e l'aggravamento degli squilibri esterni e le ampie deviazioni dei tassi di cambio favoriscono il proliferare di misure legislative di restrizione del libero scambio. Quando si discute se gli squilibri di bilancia dei pagamenti siano «sostenibili» o meno, non dovrebbe essere sottovalutato l'elemento di «sostenibilità politica» rappresentato da un aumento del protezionismo. Vi è un urgente bisogno di isolare le politiche commerciali dagli effetti di squilibri macroeconomici persistenti.

Sistema finanziario e regolamentazione (*)

*Intervento del dr. Tommaso Padoa-Schioppa, Vice Direttore Generale della Banca d'Italia
Conference on Financial Conglomerates
Commissione delle Comunità Europee
Bruxelles, 14-15 marzo 1988*

1. Introduzione e sintesi

La convocazione di questa Conferenza testimonia come la Commissione sia sempre più consapevole che la creazione di un mercato finanziario unificato in Europa richiede non solo di smantellare le frontiere nazionali, ma anche di governare una delicata fase di cambiamenti nei mercati, nelle istituzioni, negli organismi di vigilanza. Tale atteggiamento va accolto con approvazione.

Per entrare in sintonia con la Conferenza ed essere bene informato sulla linea di pensiero della Commissione, ho letto attentamente il *Third Commission Working Paper on Financial Conglomerates*. Mi sia consentito affermare che, mentre l'oggetto della Conferenza è quanto mai stimolante e attuale, il documento non esprime appieno le proporzioni del cambiamento in atto, né il grado in cui alcune caratteristiche di vecchia data dei sistemi finanziari ne sono investite. L'espressione «dissolversi delle frontiere finanziarie» evoca l'idea di mutamenti nelle linee amministrative tracciate dall'uomo su un'immutata realtà geofisica. Ma ormai siamo testimoni di notevoli tremori della terra, se non di veri e propri terremoti. E per descrivere ciò che sta accadendo è stata persino avanzata una analogia con l'evento cosmico del *Big Bang*.

Non proporrò qui un'ennesima descrizione dei rapidi cambiamenti finanziari che avvengono in tutto il mondo. Inflazione, incertezza, progresso nelle telecomunicazioni e tentativi di aggirare le regolamentazioni sono stati di frequente identificati quali forze motrici dell'innovazione finanziaria. Sono emersi nuovi strumenti e intermediari. È convinzione ampiamente condivisa che nei mercati finanziari e nella struttura normativa una simile intensità di cambiamenti non si verifi-

casse dagli anni trenta. Per la prima volta si giunge a porre in discussione alcuni dei pilastri eretti allora. È scemato, tra i partecipanti al mercato, l'entusiasmo per la deregolamentazione. Si ricercano, quasi dappertutto, principi normativi coerenti con la nuova fisionomia che i mercati finanziari vanno assumendo.

L'impostazione sinora seguita dalla Commissione nell'elaborare proposte per una legislazione comunitaria concernente i mercati finanziari si basa sullo schema che ha tradizionalmente caratterizzato la maggior parte dei paesi industrializzati. Tale impostazione poggia sulla duplice tripartizione — a livello delle istituzioni e dei contratti finanziari — tra attività in titoli, bancaria e assicurativa.

L'esperienza recente e le diverse forme assunte dal processo di dissolvimento delle frontiere finanziarie — processo sul quale mi intratterò nel corso dell'intervento — mostrano, tuttavia, l'inadeguatezza di questa impostazione tradizionale e rendono opportuno un riesame dei principi di fondo dei sistemi finanziari e delle strutture normative. L'impatto congiunto dell'innovazione finanziaria e della globalizzazione dei mercati ci impone il difficile compito di riformare in maniera coerente le regolamentazioni dei nostri paesi. E l'eterogeneità delle diverse esperienze nazionali ci deve spingere a concentrare l'attenzione sugli obiettivi che una regolamentazione soddisfacente dovrebbe conseguire.

L'analisi che svolgerò ha due principali implicazioni normative. La prima è che per fini di rego-

(*) L'autore esprime gratitudine al dottor Curzio Giannini per la preziosa assistenza e gli utili suggerimenti nella preparazione di questo lavoro. I dottori Claudio Conigliani e Giulio Lanciotti hanno anch'essi offerto commenti e contributi.

lamentazione non possiamo più riferirci ai mercati finanziari usando il plurale. I rapporti ufficiali prodotti a seguito della crisi borsistica dell'ottobre scorso hanno ampiamente documentato i rischi che un sistema di supervisione frammentato comporta quando il grado di integrazione dei mercati è in rapido aumento. La stabilità finanziaria e la trasparenza del mercato sono beni pubblici indivisibili: la supervisione «del» sistema finanziario nella sua interezza dovrebbe scongiurare il rischio che differenze normative conducano ad arbitraggi indesiderati tra i diversi comparti del mercato finanziario, divenendo esse stesse fonte di instabilità.

La seconda implicazione è che non dovremmo più limitare il campo dei controlli di stabilità al solo sistema bancario, perché ormai le banche costituiscono parte di una più ampia categoria di istituzioni, il cui denominatore comune è un mandato dei risparmiatori a gestire i propri fondi in modo discrezionale. La crescente complessità del mercato finanziario, nonché l'applicazione di nuove tecnologie nel trattamento delle informazioni, hanno aumentato considerevolmente il ruolo svolto da queste istituzioni. I fondi comuni d'investimento, i fondi pensione, le gestioni dei portafogli, per menzionare solo pochi esempi, esercitano un potere d'investimento delegato molto simile a quello delle banche e compiono, con gradazioni differenti, la stessa funzione di trasformazione tipica dell'attività bancaria.

In pratica, ciò richiede una più netta distinzione tra la regolamentazione mirata al mercato in quanto tale e quella rivolta alle istituzioni che, nel normale corso della loro attività, operano in via prevalente sul mercato dei valori mobiliari per conto degli investitori finali. La prima potrebbe denominarsi regolamentazione del *market making* o di «trasparenza», mentre alla seconda appartengono i cosiddetti controlli prudenziali e di stabilità.

Una chiara demarcazione tra le due aree sembra molto opportuna in via di principio, anche se si possono incontrare alcuni problemi di applicazione pratica. La stabilità sistemica si protegge meglio se la sostanziale unicità del sistema finanziario trova riscontro in un insieme coerente e ben ordinato di controlli prudenziali, il quale si applichi a tutte le istituzioni operanti in qualità di investitori delegati. Per di più, come regola generale,

l'autorità responsabile della supervisione prudenziale non dovrebbe essere anche incaricata della trasparenza del mercato; e viceversa. La desiderabilità di un sistema di *checks and balances*, tuttavia, non implica in alcun modo che i due obiettivi siano in conflitto; al contrario, essi sono complementari e devono essere perseguiti in modo coerente dalle autorità cui sono demandati.

Nella sezione 2, passerò in rassegna i contratti e le istituzioni finanziarie fondamentali, nonché i diversi aspetti del processo che sta minando la validità delle distinzioni tradizionali. Ne scaturirà la proposta di uno schema binario, basato sulla distinzione tra *market makers* e investitori delegati. Nella sezione 3 prospetterò un ordinamento basato sulla distinzione tra i due obiettivi della trasparenza del mercato e della stabilità finanziaria. Infine, nella sezione 4, esaminerò quattro problemi specifici che sono particolarmente rilevanti nelle condizioni attuali dei mercati finanziari.

2. Lo schema concettuale

2.1 I contratti e le istituzioni

Se non esistesse incertezza sul futuro, la forma contrattuale mediante la quale i mercati finanziari convogliano fondi dai risparmiatori agli investitori non avrebbe importanza. Siccome, invece, l'incertezza è ineliminabile e gli agenti economici prendono decisioni basandosi su informazioni incomplete o distribuite in modo non uniforme, ogni transazione finanziaria comporta un certo grado di rischio. Di conseguenza, i diversi contratti finanziari, mentre agiscono quale veicolo per la trasmissione dei risparmi, forniscono agli operatori economici meccanismi alternativi per la ripartizione del rischio.

Fondamentalmente, i contratti sottoscritti sui mercati finanziari ricadono in tre ampie categorie: assicurativi, azionari e di debito.

Stipulare un'assicurazione è, in via di principio, il modo migliore di affrontare il rischio, poiché l'assicurazione di rischi tra di loro non correlati da parte di un'istituzione specializzata dà luogo a una riduzione del rischio complessivo, grazie all'operare della legge dei grandi numeri.

Per varie ragioni — tra le quali il *moral hazard* svolge un ruolo preminente — non ogni alea può essere assicurata. In particolare, la rilevanza che l'informazione «privata», cioè non accessibile a tutti gli operatori indistintamente, ha nell'istituzione di nuove imprese o nel varo di nuovi progetti, pone i rischi connessi alle decisioni d'investimento tra gli eventi che non possono di norma essere assicurati.

Il contratto azionario si colloca in un certo senso all'estremo opposto, perché in esso il flusso di reddito percepito dall'investitore è fatto dipendere dall'andamento dell'impresa. Esso offre il vantaggio di permettere la ripartizione del rischio connesso a progetti d'investimento dal rendimento incerto, e di offrire allo stesso tempo ai detentori di azioni la possibilità tecnica e l'incentivo economico a promuovere la massimizzazione del profitto da parte degli organi direttivi dell'impresa.

I contratti di debito, nella loro forma più generale, differiscono da quelli azionari perché avendo valore nominale fisso e tasso di rendimento predeterminato impongono un onere minore all'investitore, che può così trascurare, salvo che per il caso estremo della bancarotta, l'effettivo andamento dell'impresa che ha finanziato. Perciò, il debito fornisce un adeguato meccanismo di suddivisione del rischio proprio in quei frangenti, quali una disuguale informazione tra le parti, in cui il contratto azionario risulta di difficile attuazione.

Nel procedere dai contratti alle istituzioni e ai mercati occorre considerarne le caratteristiche della negoziabilità e della trasformazione. Non tutte le attività sono facilmente negoziabili. In alcuni casi l'intermediazione di un'istituzione finanziaria costituisce il passaggio logico necessario per dar luogo al contratto. Assicurazioni e prestiti (debiti non negoziabili) devono passare attraverso lo stato patrimoniale di una istituzione a causa della natura stessa del contratto sottostante. I contratti assicurativi necessitano di un'istituzione perché la loro profittabilità per l'assicuratore dipende dalla legge dei grandi numeri. I prestiti, a loro volta, costituiscono un particolare tipo di contratto debitorio che richiede, da parte dei mutuatanti, specifiche professionalità e procedure di valutazione. Il carattere confidenziale e il costo delle informazioni agiscono da barriere allo svi-

lupparsi di un mercato dei prestiti impersonale. Senza la presenza di istituzioni specializzate nel valutare il merito del credito per il prenditore finale di fondi, l'attività di prestito non avrebbe probabilmente mai perso il carattere della occasionalità. Storicamente, tale funzione specializzata è stata assunta dalle banche, che possono avvalersi delle conoscenze tecniche e delle informazioni confidenziali acquisite nell'effettuare pagamenti per conto della clientela. Insomma, sia l'attività di assicurazione sia quella di prestito richiedono istituzioni specializzate, la cui capacità di onorare gli impegni con la clientela dipende criticamente dal fatto che l'istituzione esercita la propria intermediazione su un consistente volume di fondi.

2.2 *Il dissolversi delle frontiere finanziarie*

Se l'assicurazione, l'azione e il debito sostanzialmente esauriscono la tassonomia dei contratti, i tradizionali canali dell'intermediazione sono rappresentati dalle compagnie di assicurazione, dal mercato dei capitali e dalle banche. L'inquadramento normativo dell'attività finanziaria si basa, nella maggioranza dei paesi, su tale duplice tripartizione, nonché su un forte grado di corrispondenza tra contratti e istituzioni. Senonché, il processo di innovazione finanziaria, il progresso tecnologico e il tentativo degli operatori economici di congegnare meccanismi sempre più flessibili ed efficienti, hanno gradualmente confuso i confini tra le differenti categorie. Tale confusione si è manifestata in varie forme: dallo sviluppo di tipologie contrattuali complesse, alla dissociazione di alcune componenti di rischio dal contratto principale (*risk unbundling*), all'estensione dell'area della negoziabilità, alla globalizzazione dei mercati finanziari. Esaminiamo brevemente queste forme.

Prodotti finanziari che combinano con gradazioni diverse le caratteristiche di più forme contrattuali di base sono sempre esistiti. Negli anni recenti, però, la loro varietà e la loro quota di mercato si sono sviluppati tanto da dare una nuova fisionomia ai mercati finanziari. Titoli indicizzati, quali NIF e FRN, ad esempio, assommano caratteristiche tipiche dei contratti di assicurazione e di quelli di debito. I titoli convertibili si pongono a metà strada tra il finanziamento

azionario e quello obbligazionario. Il denominatore comune di tali prodotti è costituito dalla possibilità di offrire una assicurazione parziale contro alcuni eventi avversi per il sottoscrittore, nonostante la mancanza di mercati assicurativi per tali rischi specifici.

La recente ondata d'innovazione finanziaria ha preso anche una seconda direzione. Grazie ad alcuni espedienti tecnologici è oggi possibile separare dal contratto finanziario principale alcune delle sue componenti: le parti che ne risultano hanno ciascuna un proprio prezzo e circolano separatamente. Le operazioni di *swap* della valuta e dei tassi d'interesse hanno rappresentato i primi strumenti di questo tipo. Più di recente, i *financial futures*, le opzioni e i contratti a termine hanno notevolmente allargato la gamma degli strumenti che adempiono a una funzione assicurativa. Per effetto di questa tendenza, una operazione finanziaria può ora dare luogo a diverse transazioni, che si svolgono in mercati differenti.

Il *risk unbundling* non migliora necessariamente la capacità dei mercati finanziari di svolgere la loro funzione primaria, che è quella d'incanalare i risparmi verso gli investimenti che offrono la migliore combinazione di rischio e rendimento. Da questo punto di vista, l'innovazione finanziaria può anche risultare dannosa poiché, con l'aumentare del grado di liquidità degli strumenti finanziari, può indurre gli operatori a concentrarsi sui guadagni conseguibili nel breve periodo, trascurando le prospettive di lungo termine dei progetti d'investimento.

L'aumento del grado di negoziabilità delle attività finanziarie ha costituito una terza e connessa direttrice dell'innovazione finanziaria. La negoziabilità non è mai stata una caratteristica esclusiva dei contratti di tipo azionario. Per alcune categorie di rischio, ad esempio, la divisibilità e la negoziabilità del contratto assicurativo originario tramite il mercato della riassicurazione ha costituito la condizione stessa per la sua profitabilità. Allo stesso modo, i prestiti sotto forma di titoli negoziabili sono esistiti sin dai primi stadi dell'evoluzione dei mercati finanziari e il loro ambito di applicazione è stato ulteriormente ampliato dal servizio di standardizzazione fornito dalle agenzie di *rating*.

Il più recente fenomeno della cartolarizzazione (*securitization*), però, ha dato nuovo im-

pulso alla negoziabilità, dirottando dal tradizionale prestito bancario ai mercati dei capitali una cospicua parte dei flussi finanziari. Ai nostri fini, due aspetti del fenomeno sono degni di nota. In primo luogo, la trasformazione di attività non negoziabili — in particolare i prestiti ipotecari — in strumenti suscettibili di negoziazione, attraverso un complesso processo che comprende il confezionamento di prestiti individuali in obbligazioni di elevato ammontare che vengono successivamente negoziate in piccoli lotti. In secondo luogo, la vendita in blocco di prestiti bancari — una tipica attività finanziaria non negoziabile — sui mercati secondari di nuova creazione. Alla base della cartolarizzazione si pone da un lato una accresciuta efficacia dei mercati obbligazionari nel valutare il rischio del credito e, dall'altro, il ruolo assicurativo svolto dalle stesse banche in connessione con alcuni strumenti finanziari, quali i NIF e i RUF.

Le frontiere dei mercati dei capitali sono state rese evanescenti, inoltre, dalla accresciuta tendenza a negoziare al dettaglio strumenti finanziari differenti tramite una stessa organizzazione di vendita. Un'istituzione finanziaria che possieda una rete di contratti con un ampio numero di famiglie o imprese trova un naturale vantaggio nello sfruttare il suo buon nome per negoziare un più ampio *menù* di strumenti finanziari, anche al di fuori del suo originario campo di specializzazione. La vendita effettuata da parte delle banche di polizze assicurative e pensionistiche, l'offerta di servizi di pagamento come sottoprodotto della gestione del portafoglio, il collocamento di quote di fondi d'investimento da parte delle compagnie di riassicurazione rappresentano solo alcuni esempi di tale fenomeno.

Da ultimo, occorre menzionare gli sviluppi nella tecnologia dell'informazione. Oltre a influenzare tutti i cambiamenti già menzionati, essa ha costituito il fattore decisivo sottostante altre due importanti espressioni del dissolversi delle frontiere finanziarie. La prima è costituita dal passaggio, nello svolgimento della funzione di *market making*, dal *broker* puro al *dealer*, in conseguenza della possibilità tecnica di connettere domanda e offerta attraverso l'elaboratore e di dar luogo ad una intermediazione continuativa durante la giornata di lavoro. Tale cambiamento è stato evidenziato dal *Big Bang* londinese ed ha trasformato l'operatività delle banche d'investimento ameri-

cane e delle società finanziarie giapponesi. Il secondo mutamento è rappresentato dalla globalizzazione dei mercati dei capitali. Essa ha significato il superamento non solo delle frontiere geografiche, ma anche delle regolamentazioni e delle specializzazioni che la storia e i governi avevano tracciato, in vario modo, nei diversi paesi. La globalizzazione consente all'affiliata di una banca commerciale americana o di una banca d'investimento giapponese di offrire alla propria clientela internazionale servizi che sarebbero loro preclusi dalla legislazione nazionale.

Da tutto ciò si può concludere che il modo tradizionale di avvicinarsi al settore finanziario, suddividendolo in tre comparti che riflettono le forme contrattuali di base, non è più adeguato, poiché trascura i nuovi collegamenti fra contratti, istituzioni e mercati che caratterizzano il sistema finanziario attuale.

2.3 *Market makers e investitori delegati*

Da quanto finora detto non discende necessariamente che qualsiasi tentativo d'identificare attività differenti nell'ambito dell'intermediazione finanziaria sia destinato a essere analiticamente infruttuoso. Tutto dipende dalle definizioni adottate. La debolezza dell'approccio tradizionale, come abbiamo visto, è legata all'identificazione delle funzioni con le forme contrattuali di base. Una volta caduto tale assunto, diventa possibile distinguere due tipi di attività che sono ad un tempo chiaramente identificabili ed essenziali per l'ordinato funzionamento del mercato. Per ragioni che diverranno presto chiare, esse possono essere etichettate attività di *market making* e d'investimento delegato.

In primo luogo, il *market making*. L'efficienza del mercato mobiliare dipende soprattutto dalla capacità del sistema dei prezzi d'inviare segnali appropriati a tutti gli operatori. A tale riguardo, l'importanza degli operatori specializzati è determinante, perché essi forniscono al sistema finanziario l'esperienza professionale necessaria a stabilire il «giusto» prezzo delle attività trattate, facilitando in tal modo l'esecuzione delle transazioni da parte degli investitori. Questi specialisti sono componente essenziale di ogni mercato dei capitali, ma non possono essere considerati interme-

diari nello stesso senso, per esempio, delle banche. Essi contribuiscono all'efficienza complessiva del meccanismo di formazione dei prezzi, ma non ricevono dai prestatori finali di fondi un mandato a compiere la selezione degli strumenti finanziari o dei prenditori finali; né tanto meno trasformano la natura dei fondi ricevuti dagli investitori, dal momento che questi ultimi rimangono pienamente responsabili della scelta dell'investimento e si accollano quindi tutti i rischi relativi.

In secondo luogo, l'investimento per delega. Sul mercato operano diverse categorie di istituzioni finanziarie, la cui funzione non è di assicurare la continuità degli scambi e quindi di ridurre la variabilità dei prezzi, bensì quella di selezionare e amministrare — utilizzando fondi raccolti presso altri operatori — un portafoglio di attività, in modo da massimizzarne il tasso di rendimento per dato livello di rischio. L'archetipo di tali istituzioni è la banca, alla quale i depositanti affidano la decisione finale di come impiegare i fondi depositati, confidando nella capacità del banchiere di valutare la solvibilità dei debitori. Le banche, comunque, da questo punto di vista non possono più considerarsi uniche. I fondi comuni, i fondi pensione e le società di gestione di patrimoni mobiliari ne condividono la logica economica, cioè le economie di scala nella raccolta e nella gestione delle informazioni, nonché le possibilità di diversificazione del rischio offerte da grandi portafogli.

La crescente complessità dei mercati finanziari e l'applicazione di nuove tecnologie nella gestione dell'informazione aumentano considerevolmente il ruolo svolto dalle istituzioni di questo tipo. Allo stesso tempo la commistione dei contratti di base in strumenti innovativi e il *risk unbundling* rendono più difficile, non solo per i singoli investitori ma per le stesse istituzioni, la valutazione dell'alea connessa alla loro attività. Ciò che più importa, ai nostri fini, è che tutte le istituzioni che raccolgono fondi allo scopo d'impiegarli discrezionalmente ottengono un potere d'investimento delegato analogo a quello delle banche. Come le banche, in particolare, esse hanno il compito d'incanalare le disponibilità degli investitori finali verso gli usi più proficui offerti dal mercato, esercitando così in varie gradazioni una funzione di trasformazione che un tempo era appannaggio esclusivo dell'attività bancaria.

Non s'intende peraltro disconoscere le fondamentali differenze che permangono tra banche e altri investitori delegati. Dal lato delle attività di bilancio, la più ovvia è che l'operatività bancaria tradizionale implica relazioni bilaterali, e di conseguenza personali, tra il banchiere e il debitore, mentre i fondi comuni e le istituzioni similari investono il risparmio in un impersonale mercato dei capitali. Di conseguenza, il processo di raccolta delle informazioni intrapreso dalla banca è di norma più approfondito, costoso e specifico nei riguardi del debitore di quello attuato dalle altre istituzioni. Tuttavia, la differenza è di grado piuttosto che di qualità: nel trasformare i fondi dei risparmiatori in attività finanziarie che sarebbero state altrimenti neglette, ogni istituzione che produce informazioni influisce sul processo allocativo complessivo. In relazione all'intensità del processo di trasformazione e alle forme contrattuali che esso viene ad assumere, si può modificare l'esposizione di rischio delle istituzioni interessate, ma non la natura del servizio. Inoltre, le banche da lungo tempo non si limitano più allo svolgimento dell'attività bancaria come definita più sopra; l'erogazione del credito non è più che una componente della gamma di attività della banca moderna.

Market making e investimento delegato costituiscono attività concettualmente distinte, richiedono professionalità diverse, implicano rischi differenti. In particolare, la prima è diretta alla ricerca del «giusto» prezzo di mercato, non rilevando se tale processo di ricerca esiga la detenzione di un portafoglio che sia non ottimale in base alle informazioni di cui dispongono i singoli investitori. In via di principio, la principale fonte di reddito per un *market maker* è costituita dalle commissioni, non dal rendimento del portafoglio.

Un *market maker* dovrebbe mantenere un atteggiamento neutrale rispetto al livello al quale i prezzi si collocano. E tale neutralità potrebbe essere minacciata se egli agisse anche da investitore, per proprio conto o per conto della clientela, perché in tal caso sarebbe vincolato a scegliere una composizione del portafoglio che assicuri, in ogni momento, la migliore combinazione di rischio e rendimento. Una istituzione che agisca in entrambi i campi potrebbe, ad esempio, cercare di influenzare i prezzi in modo da facilitare la liquidazione di titoli il cui valore effettivo, sconosciuto agli altri operatori, sia inferiore a quello origina-

riamente stimato: ne può derivare un conflitto d'interesse tra l'istituzione, o i suoi clienti, e il «mercato». Non occorre aggiungere che una chiara linea di demarcazione tra i due campi può essere difficile da tracciare. Invero, istituzioni impegnate sia nel *market making* che nell'investimento per delega sono presenti in numerosi mercati finanziari nazionali. Tuttavia, lo schema proposto appare in grado di agevolare la comprensione dei mutamenti in atto nel sistema finanziario, oltre ad avere rilevanti implicazioni dal punto di vista della regolamentazione. In particolare, esso induce a ritenere che la tradizionale distinzione tra attività assicurativa, bancaria e in titoli — basata sull'ormai discutibile assunto che la forma contrattuale sottostante possa essere sempre identificata in modo netto e rigoroso — debba essere considerata come sussidiaria rispetto alla distinzione più generale tra *market makers* e investitori delegati.

3. La struttura della regolamentazione

3.1 Gli obiettivi della regolamentazione

In una economia evoluta basata sulla divisione del lavoro, il settore finanziario assicura la trasmissione di fondi dalle unità in avanzo a quelle in disavanzo; è responsabile della selezione dei progetti e delle imprese da finanziare; si occupa della redistribuzione dei rischi che derivano dal processo produttivo.

L'efficienza allocativa e la stabilità dell'intera economia sono strettamente collegate all'efficienza e alla stabilità del settore finanziario. Un sistema finanziario «ideale» dovrebbe essere in grado di minimizzare i costi di transazione e ricerca, di selezionare i progetti e le imprese dai rendimenti sociali più elevati, di mantenere più bassi possibile i rischi d'instabilità sistemica. Tuttavia, la natura fiduciaria degli strumenti finanziari e le imperfezioni del mercato, soprattutto quelle connesse con la produzione e la distribuzione delle informazioni, tendono a mantenere i sistemi finanziari del mondo reale lontani da quello ideale.

Ne consegue che il compito della regolamentazione è innanzi tutto di migliorare, per quanto possibile, l'efficienza dei mercati, sotto il profilo

della gestione delle informazioni e della determinazione dei prezzi. Il perseguimento dell'efficienza così definita rappresenta la finalità basilare degli interventi volti a disciplinare il comportamento degli operatori, le procedure idonee per far incontrare la domanda e l'offerta, gli obblighi di informazione del pubblico, nonché gli *standards* contrattuali. Questo tipo di regolamentazione, che consiste prevalentemente di «regole di condotta», può essere definita regolamentazione di «trasparenza», o rivolta al mercato.

Tuttavia, neanche un sistema di *standard* e di regole di condotta delineato nel modo migliore potrebbe rimuovere tutte le fonti di instabilità. In certa misura, infatti, le imperfezioni del mercato sono ineliminabili: parte delle transazioni finanziarie avviene al di fuori del mercato, e quindi non influisce sulle quotazioni; alcuni operatori economici sono in condizione di divulgare per propri fini informazioni inesatte; altre informazioni, sebbene rilevanti, possono non essere disponibili, e così via. Se i «veri» valori dei titoli scambiati, a prescindere dalla forma contrattuale assunta, rimangono in qualche misura celati al mercato, ne consegue che opinioni infondate e informazioni false possono, nella migliore delle ipotesi, distorcere il processo allocativo e, nel peggiore dei casi, condurre a «manie, panici e crolli», cioè a crisi finanziarie generalizzate. L'innovazione finanziaria, come si è visto in precedenza, può persino aggravare questo specifico problema, poiché l'apertura di nuovi mercati e il processo di *unbundling* dei rischi tendono da un lato ad accorciare l'orizzonte temporale degli operatori, così da rendere ardua la corretta valutazione del rischio di credito, e, dall'altro, a incrementare la velocità con la quale le perturbazioni si trasmettono alle altre parti del sistema.

Di conseguenza, si rendono necessari interventi volti sia a ridurre il rischio di improvvise crisi di fiducia del pubblico nella solidità degli intermediari finanziari, sia a limitarne le conseguenze qualora la crisi si produca. In definitiva, lo scopo di queste forme di regolamentazione è di consentire alla collettività di beneficiare dei servizi offerti dal sistema monetario e creditizio, evitando allo stesso tempo il rischio che esso sia fonte di impulsi destabilizzanti tali da coinvolgere il settore reale dell'economia. Queste misure sono generalmente conosciute con il nome di regolamentazione prudenziale.

3.2 *L'attribuzione delle responsabilità di controllo*

La regolamentazione, nella maggior parte dei paesi, si è basata storicamente sulla suddivisione del sistema finanziario in tre comparti: mobiliare, bancario e assicurativo. Ogni comparto è stato ritenuto sufficientemente segmentato rispetto agli altri, a livello sia di contratti sia di istituzioni, da giustificare una regolamentazione specifica, accompagnata da un basso grado di coordinamento tra il relativo organismo di controllo e quelli preposti agli altri comparti.

Come ho argomentato nelle sezioni precedenti, l'innovazione finanziaria ha indebolito le basi analitiche di questa impostazione, rendendone dubbia l'efficacia nel contesto attuale. Nel momento della produzione così come in quello della distribuzione sul mercato, le originarie forme contrattuali dell'attività finanziaria non possono più essere facilmente separate: di conseguenza, i tre comparti dei valori mobiliari, dei servizi bancari e dei servizi assicurativi non sono più circoscrivibili con precisione.

L'adattamento del sistema normativo al nuovo ambiente finanziario che si va delineando è stato sinora ispirato a due impostazioni differenti, nessuna delle quali sembra però pienamente soddisfacente. La prima è un'impostazione «funzionale», secondo la quale ogni «funzione», identificata in riferimento al tipo di servizio o al prodotto finanziario offerto, dovrebbe essere oggetto di una specifica azione di controllo, che perciò non dipende dal tipo di istituzione finanziaria che tale funzione svolge. Ma è dubbio che l'impostazione funzionale costituisca una risposta efficace ai problemi posti dall'attuale contesto, che è caratterizzato, come si è visto, da mercati altamente integrati e da rischi che vengono negoziati separatamente dalla transazione finanziaria che li genera. Il pericolo implicito in tale impostazione è di cogliere solo parte di una realtà complessa, senza raggiungere la necessaria visione d'insieme. In fin dei conti sono le istituzioni che falliscono, non le singole funzioni che esse svolgono.

La seconda impostazione è di tipo «istituzionale», e prevede che ciascuna classe di istituzioni sia soggetta al controllo di una differente autorità di vigilanza per l'intera gamma delle operazioni che compie. Si tratta però di un'impostazione altrettanto fuorviante, non solo perché ormai non è

più agevole stabilire in che cosa una banca differisca da altre istituzioni dotate di una delega a investire, ma — ciò che più importa — perché essa espone al pericolo di applicare disposizioni normative differenti per operazioni della stessa natura eseguite da istituzioni diverse. L'approccio istituzionale può ritenersi utile in paesi, quali la Germania federale o la Svizzera, ove la banca copre l'intero spettro dell'intermediazione finanziaria; è molto meno appropriato laddove, ed è questo il caso della maggior parte dei paesi industrializzati, le banche non sono che una componente di un più vasto settore dell'intermediazione.

È per tali motivi che sembra preferibile, allo scopo di adeguare la struttura della regolamentazione a un sistema finanziario in continuo mutamento, riorganizzare gli strumenti e le responsabilità del controllo in funzione dei principali obiettivi che si intende raggiungere. Alla luce dell'analisi che precede, ciò significa che occorre procedere secondo uno schema binario, che ripartisca le funzioni e gli interventi attinenti alla regolamentazione, in relazione ai due obiettivi individuati in precedenza, e cioè la trasparenza dei mercati e la stabilità del sistema finanziario, salvaguardati rispettivamente da regole di condotta e controlli prudenziali. È quasi paradossale constatare che la crescente complessità del mercato dei capitali e dell'intermediazione finanziaria conduce a una maggiore generalità e semplicità concettuale della struttura della regolamentazione.

Se si vuole impostare correttamente l'azione di revisione della normativa secondo lo schema binario qui prospettato, è opportuno tenere presenti quattro considerazioni specifiche. In primo luogo, per definire il campo di applicazione dei controlli prudenziali è di fondamentale momento il concetto d'investimento per delega. In secondo luogo, la trasparenza e la stabilità costituiscono, ciascuna, un bene sociale indivisibile. Terzo, a tali beni dovrebbero presiedere due autorità differenti. Infine, alcune sovrapposizioni della normativa possono risultare inevitabili, anche alla luce della vasta gamma di attività in cui le istituzioni finanziarie sono generalmente impegnate. Consideriamo brevemente le motivazioni sottostanti a ciascuna di queste considerazioni.

Il concetto d'investimento delegato è fondamentale in quanto identifica le categorie di istituzioni la cui attività, oltre a incidere sull'alloca-

zione delle risorse, può dare luogo a instabilità sistemica. Da questo punto di vista, la distinzione più importante non è se l'istituzione da assoggettare a regolamentazione prudenziale sia una banca o, per dire, un fondo d'investimento: in ultima analisi, ciò che interessa è se quel particolare intermediario abbia o meno il potere di allocare e trasformare fondi per conto dei depositanti o degli investitori. Come si argomenterà più avanti, se le banche continuano a mantenere un posto speciale in questa categoria, lo devono alla loro duplice natura di intermediari che si finanziano emettendo debito e di produttori di servizi di pagamento.

Stabilità e trasparenza costituiscono beni sociali indivisibili. Riguardo al primo, è immediato rilevare che, qualora l'unicità del sistema finanziario non si accompagnasse a una struttura della regolamentazione egualmente unitaria, il pericolo di contagi sarebbe notevolmente maggiore, anche perché il dissolversi delle frontiere finanziarie implica che ogni varco aperto nel sistema dei controlli prudenziali potrebbe avere conseguenze pericolose. Non sono sicuramente desiderabili, a tal riguardo, soluzioni «a mosaico» per l'attività di vigilanza, come, per esempio, l'assoggettamento ad autorità diverse di istituzioni appartenenti a uno stesso conglomerato finanziario. Per quanto concerne la trasparenza, se si vuole migliorare l'efficienza del mercato mediante regole generali di condotta, è probabilmente necessario che tali regole facciano capo a un'unica autorità responsabile, perché si ridurrebbe così il rischio che si creino divergenze nei requisiti informativi connessi ai contratti e nelle modalità di effettuazione delle transazioni, da cui potrebbero scaturire arbitraggi indesiderati tra i vari comparti del mercato.

Mentre il requisito della indivisibilità implica che ognuno dei due campi debba essere controllato da una sola autorità, quello della separazione porta a non attribuire all'autorità responsabile dei controlli di stabilità anche la trasparenza del mercato. Il compito di assicurare la stabilità del sistema finanziario e di preservare la fiducia del pubblico richiede riservatezza nella gestione dell'informazione e discrezionalità negli interventi. Questi devono essere sia amministrativi sia operativi, affidati a una istituzione capace di coglierne le strette connessioni e di valorizzarne le possibili sinergie. Riservatezza e discrezionalità potrebbero invece risultare controproducenti ove gli obiettivi

primari fossero costituiti dalla trasparenza delle operazioni finanziarie e dalla completezza dell'informazione disponibile al pubblico. La desiderabilità di un sistema di *checks and balances*, comunque, non deve indurre a sottovalutare il grado di complementarità dei due obiettivi, e quindi le esigenze di coordinamento tra le autorità a cui è affidato il loro perseguimento.

Infine, l'adozione dello schema binario qui suggerito, comporta che la medesima istituzione possa essere oggetto di supervisione da parte di entrambi gli organi di vigilanza. Ad esempio, l'esigenza della trasparenza delle clausole contrattuali e di regole generali di condotta degli affari è avvertita anche dagli investitori delegati e non solo dai *market makers*. Analogamente, l'attività di *market making* può dar luogo, in relazione alle consuetudini professionali e allo spessore del mercato mobiliare, a preoccupazioni relative alla stabilità, che ricadono sotto la responsabilità dell'organo incaricato dei controlli prudenziali. Comunque, la possibilità di sovrapposizioni non deve indurre a eccessive preoccupazioni, se le rispettive responsabilità sono chiaramente definite e i doveri di vigilanza adempiuti con spirito di collaborazione. È necessario, a tale scopo, che non vi sia ambiguità nell'uso degli strumenti disponibili per il perseguimento dei vari obiettivi.

3.3 *Gli strumenti della regolamentazione*

Una trattazione del complesso tema degli strumenti della regolamentazione esula dalla portata del presente saggio. Sarebbe infatti necessario esplorare compiutamente, per ogni strumento, potenzialità e limiti nei riguardi dei vari obiettivi, in linea con lo schema binario qui suggerito.

In prima approssimazione, si può immaginare che alcuni strumenti essenziali — quali la concessione di autorizzazioni nonché i criteri di professionalità e onorabilità del *management* — vadano applicati a tutte le istituzioni. Tale struttura di base andrebbe integrata da altri provvedimenti che riflettano le funzioni specifiche svolte da ciascuna classe di istituzioni e siano connessi ai primari interessi pubblici (trasparenza e stabilità) che s'intende proteggere. Ad esempio, è ovvio che le riserve matematiche non possono ragionevolmente essere applicate a istituzioni diverse dalle imprese assicurative; d'altro canto, l'assicura-

zione dei depositi, l'attività di vigilanza discrezionale e il credito di ultima istanza verrebbero logicamente limitati alle banche. A un livello più generale, ogni istituzione che svolga la funzione d'investimento delegato dovrebbe essere soggetta ad un insieme coerente di controlli prudenziali, quali autorizzazioni preventive basate sui criteri della competenza professionale e dell'integrità, requisiti di capitalizzazione e solvibilità, disposizioni riguardanti la concentrazione del rischio, e così via. Le istituzioni operanti nel *market making*, quali i *brokers* e i *dealers*, dovrebbero essere soggetti a obblighi di divulgazione delle informazioni, a una normativa antifrode, a regolamentazioni sulle modalità di vendita, a regole a protezione degli investitori, nonché ad altre norme specificatamente intese a disciplinare operazioni che non comportano l'allocazione e la trasformazione di fondi per conto degli investitori. Qualora a tali operatori venissero estesi controlli di stabilità, quali i *ratios* patrimoniali, su di essi dovrebbe pronunciarsi l'organo generalmente competente per i controlli di questo tipo.

4. *Alcune questioni specifiche*

L'analisi delle attività finanziarie e delle funzioni di regolamentazione, svolta nelle sezioni precedenti, ha il vantaggio di offrire un quadro semplice ma allo stesso tempo completo, che si adatta alla crescente complessità delle operazioni e delle istituzioni dei moderni sistemi finanziari. Gli ordinamenti normativi dei paesi industriali, tuttavia, sono in genere ancora basati sulla tripartizione tradizionale fra valori mobiliari, attività bancaria e attività assicurativa e non si prestano facilmente a un radicale cambiamento. Più che rivoluzionario, il mutamento sarà verosimilmente evolutivo. E l'analisi che precede può costituire un'utile guida per gestire tale evoluzione.

La corretta impostazione di alcune specifiche questioni di regolamentazione può contribuire a ridurre il rischio di instabilità sistemica connesso all'ampio processo d'innovazione finanziaria in corso. In particolare, qui di seguito vengono affrontate alcune di tali questioni, scelte alla luce dei principali problemi pratici affrontati in questa conferenza, del lavoro che si sta compiendo all'interno della Comunità e di problematiche caratteristiche dell'Italia.

4.1 *La specificità dell'attività bancaria*

La particolare combinazione tra attività di bilancio generalmente non negoziabili e passività monetarie, che caratterizza la banca di deposito, rende l'attività bancaria «speciale» sotto due aspetti. In primo luogo, tale combinazione fa del sistema bancario il principale canale di trasmissione della politica monetaria, non solo perché i depositi costituiscono la componente più ampia degli aggregati monetari, ma anche per la limitata possibilità di sostituire rapidamente prestiti bancari con altre forme di finanziamento, la quale fa sì che le fluttuazioni nella quantità dei prestiti bancari si riflettano sull'attività economica. In secondo luogo, essa porta le banche ad assumere un ruolo centrale nel sistema dei pagamenti, giacché la natura scritturale della moneta bancaria implica che le banche si trovino a gestire il complesso processo messo in moto dai pagamenti dei loro clienti.

Il ruolo esclusivo che svolgono nei sistemi creditizio, monetario e dei pagamenti fa delle banche il luogo di specifici rischi sistemici. In particolare, tale ruolo espone le banche — uniche tra le istituzioni finanziarie — al rischio di un «panico», cioè di un improvviso e ingente ritiro di fondi dovuto a una crisi di fiducia da parte dei depositanti. Oltre a minacciare la solvibilità delle istituzioni coinvolte, i panici bancari possono rivelarsi contagiosi; se la banca in difficoltà è sufficientemente grande, infatti, il panico può coinvolgere altri istituti, esponendo il sistema economico al rischio di una paralisi generalizzata dell'attività bancaria e di tensioni deflazionistiche. Per di più, anche senza che si manifesti una crisi di fiducia da parte dei depositanti, l'incapacità della banca di far fronte ai propri impegni di pagamento, qualunque ne sia la causa sottostante, può innescare una reazione a catena in grado di condurre al collasso del sistema dei pagamenti.

La particolare natura dell'attività bancaria implica che le banche debbano essere sottoposte a controlli più penetranti di quelli posti in essere su altre istituzioni con potere d'investimento delegato. Essa richiede inoltre che i generici controlli prudenziali vengano integrati con più flessibili metodi di intervento. Tra questi, è di fondamentale importanza il credito di ultima istanza, che costituisce non solo un efficace strumento me-

dante il quale le autorità monetarie possono, in tempi normali, impartire impulsi macroeconomici al settore bancario, ma anche un meccanismo estremamente flessibile per iniettare liquidità nel sistema in caso di crisi.

Alcune tipologie finanziarie di ideazione relativamente recente, quali il *leasing* e il *factoring*, si basano su una valutazione caso per caso del merito di credito dei prenditori di fondi e sono perciò assimilabili ai prestiti bancari, non rilevando che esse vengano offerte direttamente dalle banche piuttosto che da altre istituzioni, ovvero che la raccolta di fondi venga effettuata mediante l'emissione di titoli piuttosto che accendendo un prestito presso un istituto di credito. Le società che offrono servizi di *leasing* e di *factoring* sono comunque impegnate, a prescindere dalla veste giuridica assunta, in attività «bancarie», e sono di conseguenza esposte a un rischio d'illiquidità che aumenta in relazione al grado di trasformazione delle scadenze intrapreso. Le disposizioni legali e le procedure di vigilanza oggi applicabili alle banche e intese a promuoverne la stabilità dovrebbero perciò essere estese a tutte le istituzioni di questo tipo, come, ad esempio, ha disposto la nuova legge bancaria francese. Ciò non esclude che i controlli vengano graduati in funzione delle caratteristiche operative di ogni categoria di intermediari.

4.2 *Finanza e industria*

L'autonomia nell'esercizio dell'attività bancaria è una condizione essenziale per l'efficiente allocazione delle risorse e per la stabilità del sistema finanziario. Un legame troppo stretto tra attività bancaria e attività industriale, o comunque non finanziaria, potrebbe dar luogo a instabilità e configurare un conflitto d'interessi tra le banche e i depositanti. L'esperienza storica conferma tale conclusione.

La separazione tra banca e industria è stata perseguita nella maggior parte dei paesi industrializzati con provvedimenti, sia informali sia incorporati in leggi bancarie, rivolti a disciplinare in particolare i legami di partecipazione e di prestito. Per quanto riguarda i legami di partecipazione, ad esempio, il *Bank Holding Company Act* statunitense classifica come banca ogni società che detenga il controllo di un'azienda di credito;

la legge olandese consente alle autorità di vigilanza di limitare il diritto di voto per alcune categorie di azionisti bancari; il «Protocollo sull'autonomia della funzione bancaria» belga sancisce che la direzione di una banca si assuma l'impegno di assicurare l'autonomia dell'istituto nei confronti degli azionisti di controllo. Una disciplina dei prestiti incrociati, dal canto suo, esiste quasi in ogni paese, anche se assume forme differenti: un esempio è costituito dalla normativa tedesca, la quale richiede che un prestito accordato a un azionista della banca debba essere approvato all'unanimità dal consiglio di amministrazione.

In Italia, le recenti decisioni assunte dal Comitato interministeriale per il credito e il risparmio hanno rafforzato la normativa sulla separazione tra banca e industria. Alle società non finanziarie è preclusa l'acquisizione, in via diretta o indiretta, di pacchetti azionari di controllo sul capitale di una banca di nuova formazione, mentre sono state rafforzate le restrizioni sui crediti accordati ad aziende collegate.

Il dissolversi delle frontiere finanziarie porta con sé due conseguenze di rilievo sulla relazione tra banca e industria.

La prima riguarda le procedure, spesso di carattere informale, seguite dalle autorità di vigilanza quando viene trasferito il controllo di una banca. Le procedure in questione sono di importanza determinante per garantire una reale separazione tra attività bancaria e industria, e derivano la propria efficacia dalla volontà di tutte le parti interessate di attenersi alle regole di comportamento del «club». La dimensione internazionale assunta dai sistemi finanziari potrebbe minare l'efficacia delle prassi informali e renderne necessaria la trasformazione in una regolamentazione scritta. Nel procedere in questa direzione, bisognerà avere cura di eliminare le eventuali discrepanze nelle prassi finora adottate nei vari paesi, in modo da evitare il sorgere di distorsioni nell'ambito del mercato europeo unificato.

La seconda conseguenza, non collegata al processo di internazionalizzazione, discende dal ruolo sempre più ampio che le istituzioni non bancarie vanno assumendo quali investitori delegati. Il conflitto d'interessi che riguarda le banche si può manifestare anche per queste istituzioni. Ne consegue che il tema della separatezza tra banca e industria dovrebbe essere esteso fino a

comprendere i rapporti tra l'industria e l'attività finanziaria nel suo complesso.

4.3 Banca e assicurazione

I settori bancario e assicurativo costituiscono di gran lunga i comparti più antichi dei nostri sistemi finanziari. Le operazioni, la clientela e la disciplina prudenziale differiscono nei due comparti per effetto di un processo storico protrattosi nei secoli.

Nella maggior parte dei paesi industrializzati, la legislazione nazionale distingue nettamente tra compagnie di assicurazione e istituzioni creditizie. Tale distinzione, agli effetti pratici, è stata tradizionalmente limitata da due fenomeni: lo sviluppo di prodotti in cui si combinano caratteristiche finanziarie e assicurative, e lo stabilirsi di collegamenti proprietari tra le banche e le compagnie di assicurazione. Anche se di origine antica, entrambi i fenomeni hanno tratto nuovo impulso dalla recente ondata d'innovazione finanziaria.

L'inserimento di elementi finanziari nei contratti assicurativi è antico quanto l'attività delle compagnie di assicurazione. Di recente, però, la quota di prodotti misti nel portafoglio detenuto dalle famiglie si è notevolmente accresciuta, mentre si sono andate sempre più sovrapponendo le organizzazioni distributive dei prodotti assicurativi e finanziari.

L'istaurazione di legami proprietari tra banche e compagnie di assicurazioni trova fondamento nelle affinità esistenti fra le due categorie di istituzioni: entrambe generano informazioni sulla clientela, hanno passività fissate in valore nominale, agiscono in qualità di intermediari finanziari, detengono portafogli ampiamente diversificati.

La commistione contrattuale e i legami proprietari sollevano problematiche analoghe. Nel momento in cui una banca assume un impegno non rilevato da una specifica voce del suo bilancio patrimoniale, diviene arduo per i depositanti e per gli organi di vigilanza (e a volte per la stessa direzione aziendale) valutare la rischiosità della posizione complessiva dell'istituto. Analogamente, la produzione di strumenti finanziari, se spinta al di là di limiti ragionevoli, potrebbe distogliere le compagnie di assicurazione dalla loro at-

tività istituzionale. D'altro canto, i legami proprietari tra banche e compagnie di assicurazione possono indebolire alcune norme prudenziali poste a salvaguardia della stabilità del sistema bancario. I limiti posti alle singole esposizioni di rischio, ad esempio, potrebbero essere aggirati nell'ambito di un conglomerato se la compagnia di assicurazione facente parte del conglomerato fosse libera di concedere i prestiti che la banca del gruppo non può per legge accordare. La commistione dell'attività bancaria con quella assicurativa dunque, se non venisse controllata e disciplinata, potrebbe accentuare l'instabilità del sistema finanziario.

Sarebbe tuttavia imprudente introdurre cambiamenti radicali nelle strutture istituzionali e nella regolamentazione dei due settori sotto la spinta di una tendenza di mercato non ancora consolidata. È da ritenersi preferibile un potenziamento dell'assetto esistente, che potrebbe essere attuato accordando agli organi di controllo preposti a tali settori appropriati poteri d'intervento e promuovendo un più stretto coordinamento tra essi.

In Italia, i legami esistenti tra attività bancaria e assicurativa sono stati esaminati recentemente da un'apposita commissione ministeriale, nonché dal Governatore della Banca d'Italia in un'audizione al Parlamento. L'opinione che si va delineando è che, in via di principio, non sussistano obiezioni alla acquisizione da parte di banche di partecipazioni di controllo in compagnie di assicurazione e viceversa, purché sia predisposta un'adeguata normativa in materia di separazione tra organi direttivi delle due entità aziendali, e sempre che la dimensione relativa delle società interessate non sia tale da snaturare le rispettive attività. L'acquisizione d'interessenze di controllo in aziende di credito andrebbe comunque evitata nel caso in cui la compagnia di assicurazione abbia consistenti collegamenti con gruppi non finanziari.

4.4 Il mercato mobiliare

Dopo il crollo delle borse valori dell'ottobre 1987 la regolamentazione del mercato mobiliare ha formato oggetto di rinnovata attenzione. È convinzione diffusa che l'intera materia abbia bisogno di un'approfondita revisione, sia perché l'attuale normativa appare più frammentaria ed

eterogenea di quella che disciplina altre forme di attività finanziaria, quali la bancaria e l'assicurativa, sia perché la mancanza di uniformità può risultare particolarmente dannosa in un segmento del sistema finanziario che tende a divenire «globale» più rapidamente degli altri.

In passato la regolamentazione del mercato mobiliare era stata concepita con la principale finalità di proteggere gli investitori, cioè di evitare prassi fraudolente da parte degli emittenti di titoli e degli operatori specializzati. Questa impostazione, tuttavia, riflette una visione troppo restrittiva delle esigenze di regolamentazione che un mercato dei titoli ampio e complesso presenta.

Innanzitutto, come si è suggerito in precedenza, appare necessaria una più netta distinzione tra le norme volte a disciplinare il mercato in quanto tale e i controlli prudenziali applicabili alle istituzioni che, nel corso normale della propria attività, operino nel mercato mobiliare per conto di singoli investitori che hanno loro delegato la gestione dei propri risparmi. In altre parole, la regolamentazione del mercato mobiliare dovrebbe essere considerata in modo diverso da quella delle istituzioni che operano in titoli.

In secondo luogo, nel contesto della regolamentazione rivolta al mercato, vanno affrontati due diversi ordini di problematiche: uno riguarda l'impersonale meccanismo di determinazione del prezzo sul quale si basa il buon funzionamento del mercato, l'altro riguarda la divulgazione di informazioni relative ai titoli scambiati e la definizione degli *standard* contrattuali. La regolamentazione dell'attività di *market making* dovrebbe coprire entrambe le aree, anche se è molto importante ritenere la distinzione, poiché solo gli interventi sulla seconda si pongono come obiettivo la protezione degli investitori, essendo quelli sulla prima piuttosto diretti ad assicurare l'efficienza del processo di mercato. Quest'ultimo aspetto merita di essere trattato in maggior dettaglio.

Il procedimento che determina il prezzo di un titolo negoziabile è complesso e richiede infrastrutture tecniche, procedure adeguate e operatori specializzati. Per equilibrare efficacemente la domanda e l'offerta e svolgere così la funzione allocativa che è loro demandata, i prezzi dovrebbero riflettere in ogni momento tutte le informazioni disponibili sui titoli negoziati. Di conseguenza, esiste un interesse pubblico nel promuovere l'effi-

cienza del meccanismo di formazione del prezzo. Il raggiungimento dell'efficienza in questa particolare accezione, però, non significa che i prezzi non possano subire improvvisi sbalzi, né che le aspettative degli agenti economici siano sempre destinate a realizzarsi, ancor meno che «le vedove e gli orfani» non perderanno mai i loro averi, o che coloro a cui sono stati affidati i risparmi si mostreranno sempre degni della fiducia riposta in loro. Vi saranno sempre eventi di cui non è possibile valutare con precisione la probabilità, perché l'informazione rilevante non è disponibile o viene celata al mercato da chi la possiede, e non può quindi essere scontata nella formazione dei prezzi. In linea di principio, tuttavia, le normative e le autorità di vigilanza che presiedono al meccanismo di determinazione del prezzo dovrebbero mantenersi neutrali nei confronti degli interessi dei prenditori di fondi e dei mutuatari finali, e perseguire esclusivamente l'efficienza complessiva del processo.

Tra gli scopi della regolamentazione vi dovrebbe essere quello di assicurare che tale neutralità sia condivisa anche dagli operatori specializzati presenti nel mercato. Occorrerebbe, cioè, approntare regole in grado di impedire alle istituzioni coinvolte nel processo di determinazione del prezzo di utilizzare la loro posizione privilegiata per perseguire scopi che siano in conflitto con la loro funzione primaria.

Il rischio di conflitto d'interessi può ampliarsi in conseguenza della tendenza da parte delle grandi società di intermediazione ad operare sempre più in guisa di banche d'investimento, offrendo alla propria clientela titoli sotto forma di quote di fondi comuni o di altri strumenti innovativi. Società finanziarie di questo tipo, che negli Stati Uniti e in Giappone hanno già conseguito una considerevole quota di mercato, offrono alla clientela servizi sia di *market making* sia d'investimento delegato. Ne consegue che possono sorgere dubbi su quale debba essere la normativa alla quale dovrebbero essere sottoposte. Non sarebbe forse realistico invocare, come soluzione del potenziale conflitto d'interessi, una proibizione indiscriminata ad operare in entrambi i campi di attività. Sarebbe però imprudente ignorare i rischi di instabilità che derivano da una commistione non disciplinata fra attività di *market making* e attività d'investimento delegato. Nella situazione attuale, quindi, andrebbero definite con chiarezza le re-

gole alle quali si deve attenere la dirigenza aziendale nello svolgimento dell'attività quotidiana; allo stesso tempo, ci si dovrebbe adoperare per un efficace coordinamento dei vari organismi di vigilanza interessati.

Il secondo compito della regolamentazione del mercato mobiliare è di consentire l'accesso al mercato esclusivamente ad attività finanziarie per le quali siano disponibili informazioni adeguate. Ogni investitore dovrebbe infatti essere dotato di sufficiente informazione sulla combinazione rendimento-rischio di tutte le attività scambiate, in modo da poter decidere consapevolmente la tipologia e l'ammontare dei rischi sostenuti. Dal punto di vista dell'azione di controllo, ciò che interessa non è che gli investitori siano protetti da ogni rischio, ma che lo siano da quelli *non intenzionali*, dei quali cioè, a causa di informazioni insufficienti, non si sia potuto tenere conto al momento della decisione di investire. Di conseguenza, la regolamentazione volta a proteggere gli investitori dovrebbe mantenersi anch'essa sostanzialmente neutrale rispetto alla qualità e al valore dei titoli scambiati, sempre che sia salvaguardata la trasparenza dei termini contrattuali offerti agli investitori. Gli strumenti di base sono costituiti dalla prescrizione degli *standards* contrattuali per i valori mobiliari che possono essere emessi e, inoltre, dalla definizione di regole di condotta e di modalità di divulgazione a cui si debbano attenere sia le imprese emittenti sia gli operatori specializzati nel fare mercato.

5. Conclusioni

La creazione di un unico mercato europeo dei servizi finanziari avviene mentre la maggior parte dei paesi attraversa profondi cambiamenti che investono sia le tecniche della finanza sia le normative che regolamentano l'attività finanziaria. Tale coincidenza rappresenta allo stesso tempo una complicazione e una occasione. Una complicazione, perché è sempre difficile redigere nuove «leggi» in grado di cogliere e regolare una realtà in pieno mutamento: lo sforzo di delineare una regolamentazione del mercato finanziario integrato della Comunità si compie senza disporre di un patrimonio consolidato di idee e schemi d'analisi dal quale attingere. Ma è anche un'occasione, perché modifiche importanti della struttura nor-

mativa si renderebbero necessarie anche indipendentemente dal programma di integrazione comunitario; e la globalizzazione dei mercati renderebbe gravemente inadeguato qualsiasi tentativo di affrontare a livello solo nazionale i problemi posti dall'innovazione finanziaria.

Il compito di redigere una legislazione comunitaria è inoltre reso più complesso dalla necessità di attenuare, piuttosto che ampliare, i difetti di coerenza e di coordinamento con i maggiori centri finanziari non europei, in particolare New York e Tokyo.

L'impostazione seguita sinora dalla Commissione nel formulare proposte per una nuova legislazione comunitaria si fonda sulle norme e sui concetti che hanno tradizionalmente caratterizzato la maggior parte dei paesi industriali. In questo, come in molti altri campi che riguardano l'attuazione del mercato interno, il tentativo della Commissione di far convergere i sistemi nazionali verso una legislazione comunitaria si è basato su un presupposto di *status quo*, come se i sistemi nazionali — rappresentati nel nostro caso dai principi normativi e dalle strutture istituzionali del sistema finanziario — fossero dati e sostanzialmente statici. Un aspetto rilevante di questa impostazione è costituito dalla nozione di «autorità competente», mediante la quale la Commissione ha sinora tenuto un atteggiamento neutrale circa le responsabilità di regolamentazione da attribuire nei vari segmenti del sistema finanziario ai diversi organismi nazionali di vigilanza.

La Conferenza che oggi si apre segna un importante mutamento di impostazione, in quanto porta le iniziative legislative della Comunità alla frontiera delle problematiche relative alla regolamentazione. Essa rende manifesta la necessità, per così dire, di armonizzare il futuro, e non solo

le normative nazionali ereditate dal passato. Per questo motivo è una iniziativa opportuna e tempestiva. Ma il dibattito di questi giorni sarebbe destinato a rimanere infruttuoso se l'analisi delle strutture esistenti nei nostri paesi non fosse accompagnata da un riesame completo dei fondamenti concettuali e normativi dell'intera regolamentazione finanziaria.

Nella maggior parte dei paesi industrializzati la regolamentazione finanziaria è stata concepita per disciplinare un sistema basato su istituzioni specializzate, nell'ambito del quale la quasi totalità dell'intermediazione veniva svolta dalle banche. Si tratta di una regolamentazione ormai largamente inadeguata, perché la formazione di conglomerati e lo sviluppo di istituzioni non bancarie, impegnate nella gestione di ampi volumi di risparmio rende sempre più difficile assicurare la stabilità dell'intero sistema finanziario mediante il controllo di una sola categoria di istituzioni, per quanto importante essa sia. Per di più, le diverse parti del sistema finanziario sono divenute così interconnesse che il solo fatto di considerarle separate rappresenta un impedimento a un controllo efficace e, quindi, una minaccia alla stabilità.

Le riflessioni svolte nel corso di questo intervento vogliono essere un contributo all'ampio dibattito aperto dalla Commissione. Esse rappresentano, nel pensiero dell'autore, in parte conclusioni ben ponderate, in parte semplici ipotesi di lavoro. Le une e le altre scaturiscono dal combinarsi di problematiche di ordine nazionale e di ordine internazionale. Esse vengono sottoposte al dibattito con l'auspicio di offrire e ricevere un contributo critico ad un lavoro nel quale siamo congiuntamente impegnati.

(Traduzione dall'inglese)

Politica economica e disoccupazione in Europa

*Discorso di apertura del dr. Lamberto Dini, Direttore Generale della Banca d'Italia
Terzo congresso annuale della European Economic Association*

Bologna, 27-29 agosto 1988

1. Introduzione

Sono particolarmente onorato di essere stato invitato a prendere la parola in questa sede in un momento assai delicato per l'economia europea. La realizzazione del mercato interno è in corso e c'è una forte accelerazione del processo di integrazione reale e monetaria delle nostre economie. Tuttavia, se si vuole raggiungere l'obiettivo costituito dalla scadenza del 1992, dovranno essere prese decisioni difficili. In alcuni paesi della Comunità disavanzi di bilancio di dimensioni notevoli accrescono il rischio di un riaccendersi dell'inflazione; squilibri di parte corrente costituiscono una minaccia alla stabilità dei tassi di cambio e dei mercati finanziari; in troppi paesi, infine, la disoccupazione resta ancora su livelli eccessivamente elevati.

Ho scelto di trattare l'argomento della disoccupazione in Europa per due motivi. Il primo di essi è che la disoccupazione costituisce un serio problema economico e sociale, specialmente perché essa è concentrata in alcune aree e in particolari classi di età. In Italia, ad esempio, il tasso di disoccupazione è superiore al 20 per cento nel meridione; oltre il 60 per cento dei disoccupati ha meno di 24 anni. Il secondo motivo è che le autorità di politica economica non sono state in grado di risolvere in maniera soddisfacente il problema della disoccupazione in Europa, ma non hanno beneficiato di chiare linee guida nella ricerca di soluzioni efficaci. Tra gli economisti accademici si discute ancora se la disoccupazione sia determinata da carenza di domanda o da problemi di offerta; non siamo ancora sicuri quali politiche dell'offerta siano più appropriate o quale *mix* di politiche fiscali e monetarie possa contribuire a ridurre la disoccupazione senza riattivare il pro-

cesso inflazionistico. Perfino l'efficacia stessa delle politiche monetarie e fiscali è stata messa in questione.

La specificità e la gravità del problema della disoccupazione emergono con chiarezza se si pongono a confronto gli sviluppi del mercato del lavoro in Europa con quelli registratisi negli Stati Uniti e in Giappone. Quattro sono i principali punti di differenziazione: in primo luogo, il tasso di disoccupazione della Comunità è assai più alto di quelli degli Stati Uniti e del Giappone e non ci si attende una sua significativa riduzione. Alla fine del 1987 esso era superiore all'11 per cento, più di quattro volte quello giapponese e quasi il doppio di quello statunitense. In secondo luogo, mentre negli Stati Uniti il tasso di disoccupazione è andato decrescendo in maniera rilevante dal picco del 1982, nella Comunità esso ha continuato a salire. In terzo luogo, a partire dal 1973, l'economia americana è stata in grado di creare un altissimo numero di posti di lavoro, mentre in Europa l'occupazione totale è leggermente diminuita (tavv. 1 e 2). Infine, la disoccupazione di lungo periodo (oltre i 12 mesi) è in Europa notevolmente più elevata che negli Stati Uniti e in Giappone. Nei quattro maggiori paesi europei la quota dei disoccupati di lungo periodo è salita in media dal 26 per cento del totale nel 1980 al 44 per cento circa del 1986 (tav. 3); negli Stati Uniti essa era, nel 1986, inferiore al 9 per cento. In alcuni paesi europei la quota di disoccupazione giovanile su quella di lungo periodo è particolarmente elevata (nel 1985 essa era pari al 64 per cento circa in Italia e al 57 per cento in Spagna, contro il 22 in Danimarca, il 30 nella Germania federale e il 34 in Francia).

Esaminerò ora alcuni dei fattori che sono alla base della insoddisfacente situazione dell'occupazio-

zione in Europa; discuterò in seguito delle politiche che potrebbero essere adottate per ridurre la gravità del problema. Naturalmente non pretendo di essere esauriente, di quantificare con precisione l'importanza relativa delle varie motivazioni che sono state date della disoccupazione, né pretendo di sapere quali provvedimenti abbiano maggiori possibilità di successo in questo campo. Il mio scopo è piuttosto quello di animare il dibattito, sollevando alcuni interrogativi, e di esprimere alcune riserve circa l'uso indiscriminato di politiche di espansione della domanda aggregata.

2. Offerta e domanda di lavoro

Ponendo a confronto gli sviluppi dell'offerta e della domanda di lavoro nella Comunità Europea, negli Stati Uniti e nel Giappone, ciò che colpisce immediatamente è la rapida crescita tanto della domanda quanto dell'offerta fuori dell'Europa; nella Comunità, invece, l'offerta di lavoro è cresciuta assai più lentamente, ma ciò nonostante l'aumento della domanda è stato insufficiente ad impedire un consistente incremento della disoccupazione.

Nel periodo 1979-1986 l'offerta totale di lavoro è cresciuta dell'1,7 per cento l'anno negli Stati Uniti, dell'1,0 in Giappone e di solo lo 0,7 nella Comunità Europea. Il maggior contributo alla crescita della forza lavoro negli Stati Uniti e in Giappone è stato fornito dall'aumento della popolazione (tav. 1). Nella Comunità Europea il maggior contributo a tale crescita è stato dato dalle variazioni intervenute nella struttura per età, con un tasso di partecipazione che ha esercitato un effetto negativo e che indica probabilmente l'esistenza di un numero non indifferente di lavoratori scoraggiati.

Durante lo stesso periodo la domanda di lavoro è cresciuta dell'1,5 per cento l'anno negli Stati Uniti e dello 0,9 in Giappone, ma è scesa dello 0,3 nella Comunità Europea. Queste cifre mostrano che nel corso degli anni ottanta la carenza di domanda di lavoro nella Comunità Europea, in relazione all'offerta, è stata notevole, con un tasso di crescita medio annuo dell'offerta di lavoro che ha superato quello della domanda di un punto percentuale (tav. 1). È da notare che questi dati aggregati nascondono ampie differenziazioni

tra i paesi comunitari. Dal 1973 al 1986 l'offerta di lavoro ha fatto registrare la più bassa crescita cumulata nella Germania federale (3 per cento) e in Spagna (5,8 per cento); la più elevata si è avuta nei Paesi Bassi (21,6 per cento) e in Italia (14,2 per cento). La domanda di lavoro è diminuita in Germania, Spagna, Belgio e Regno Unito, mentre è cresciuta dell'8,5 per cento nei Paesi Bassi e in Italia (tav. 3), rimanendo sostanzialmente immutata in Francia.

Si può perciò affermare che l'aumento della disoccupazione in Italia e nei Paesi Bassi è stata la conseguenza della incapacità della domanda di lavoro a crescere con velocità sufficiente ad assorbire il notevole incremento dell'offerta; negli altri paesi europei l'aumento della disoccupazione è dovuto a una crescita trascurabile o addirittura a una diminuzione del numero totale dei posti di lavoro.

L'incapacità della domanda di lavoro di svilupparsi in linea con l'offerta è spesso attribuita a severi e persistenti *shocks* negativi. Tra il 1979 e il 1985 la domanda di lavoro ha subito in Europa impulsi negativi particolarmente pronunciati, derivanti dalla seconda crisi petrolifera, da politiche fiscali restrittive e da elevati tassi d'interesse reali.

L'aumento del prezzo del petrolio ha ridotto i margini di profitto del settore manifatturiero e le imprese hanno ridimensionato la forza lavoro al fine di ricostituirli. Il rilevante spostamento di potere d'acquisto verificatosi a favore dei paesi dell'OPEC non è stato accompagnato da un sufficiente aumento della loro spesa finale. Allo stesso tempo, mentre gli incentivi agli investimenti si indebolivano, aggravando l'iniziale caduta della domanda, il riemergere del vincolo esterno nei paesi della Comunità Europea ha portato all'adozione generalizzata di politiche restrittive che hanno avuto un ulteriore impatto negativo sulle economie dei paesi membri.

A partire dal 1981 la politica monetaria restrittiva della Federal Reserve è stata accompagnata da notevoli riduzioni delle imposte federali e da aumenti della spesa, specialmente nel settore della difesa. La combinazione di queste politiche provocò in tutto il mondo tassi di interesse reali estremamente elevati ed un rilevante apprezzamento del dollaro tra il 1981 e il 1985. Anche se l'Europa avrebbe in ogni caso adottato una politica monetaria restrittiva allo scopo di riportare

l'inflazione sotto controllo, non vi è dubbio che le politiche adottate negli Stati Uniti hanno fatto sì che essa sia stata ancor più restrittiva di quanto altrimenti necessario.

Subito dopo la crisi petrolifera i meccanismi fiscali automatici di stabilizzazione provocarono un peggioramento dei disavanzi pubblici di molti paesi della Comunità Europea, ma la politica fiscale tornò ad essere restrittiva quando tali disavanzi e l'accumularsi del debito pubblico cominciarono a essere giudicati eccessivi. Ciò deprime ulteriormente la domanda aggregata.

Non siamo ancora in grado di effettuare una valutazione completa dell'importanza relativa dei fattori che hanno influenzato negativamente la domanda di lavoro nel periodo in esame. Comunque, la disoccupazione nella Comunità Europea è salita da meno del 6 per cento nel 1979 a oltre l'11 nel 1986. Il maggior incremento si è avuto tra il 1979 e il 1983. In seguito essa è diminuita in alcuni paesi della Comunità, in particolare in Belgio, Danimarca, Regno Unito e Paesi Bassi, ma ha continuato ad aumentare altrove, inducendo un ulteriore leggero incremento nella media europea.

Nel periodo 1979-1985 i fattori che agivano sulla domanda di lavoro operarono negli Stati Uniti in direzione opposta, ma continuarono ad avere effetti negativi tanto in Europa quanto in Giappone, dove essi erano probabilmente più forti, poiché lo *shock* petrolifero era stato più grave e la politica monetaria più restrittiva. Tuttavia, alcune di queste influenze negative si sono capovolte a partire dal 1985, quando il dollaro ha cominciato a deprezzarsi e le quotazioni del petrolio a scendere. Perché in Giappone non si sono verificati gravi squilibri nel mercato del lavoro nonostante la più rapida crescita dell'offerta di manodopera? Che cosa ha impedito che il mercato del lavoro in Europa tornasse in una posizione di equilibrio?

3. Rigidità verso il basso dei salari reali e rigidità nei loro differenziali regionali e settoriali

Per comprendere le cause della elevata disoccupazione europea è necessario esaminare l'evoluzione dei salari reali e cercare di capire se essi abbiano mancato di flessibilità e perché. *Shocks* negativi sulla domanda di lavoro associati ad una

rigidità verso il basso dei salari reali possono condurre a una disoccupazione che resta stabilmente su livelli più elevati, poiché può darsi senz'altro che i livelli attuali di disoccupazione siano influenzati da quelli del passato, e perciò dagli *shocks* negativi storicamente subiti dalla domanda di lavoro.

Il confronto internazionale mostra che i salari reali nella Comunità Europea si sono accresciuti, tra il 1973 e il 1986, assai più che negli Stati Uniti o in Giappone (tav. 4). Di fatto, le retribuzioni orarie reali nell'industria manifatturiera statunitense sono rimaste stazionarie tra il 1973 e il 1979, e sono scese in media dello 0,5 per cento l'anno tra il 1979 e il 1986. Nella Comunità Europea esse sono salite in media del 2,9 per cento nel primo periodo e dell'1,3 nel secondo, nonostante una larga eccedenza nell'offerta di lavoro.

Per spiegare perché i salari reali non siano stati in grado di riequilibrare i mercati del lavoro in Europa sono state avanzate alcune ipotesi. Queste sono tra di loro complementari, poiché ciascuna di esse può contenere alcuni elementi di verità. In primo luogo, nella misura in cui la disoccupazione distrugge il capitale umano del disoccupato, è possibile che il disoccupato di lungo periodo cessi di esercitare una pressione verso il basso sui salari, come se esso fosse uscito dalla forza lavoro. In altri termini, lunghi periodi di disoccupazione possono pregiudicare la professionalità dei lavoratori e la loro stessa attitudine al lavoro. In secondo luogo, l'influenza che i lavoratori disoccupati esercitano sulle contrattazioni salariali è probabilmente assai minore di quella dei lavoratori occupati, poiché i primi restano al di fuori del processo di negoziazione e i sindacati sono interessati in primo luogo ai vantaggi dei propri iscritti.

Infine, le imposte sul reddito e i contributi sociali sono aumentati in Europa in misura assai maggiore di quanto è avvenuto negli Stati Uniti o in Giappone. Di conseguenza, il divario tra il costo totale del lavoro sopportato dall'impresa e il salario netto del lavoratore è rapidamente aumentato. Tra il 1980 e il 1985 tale divario, calcolato in percentuale delle retribuzioni lorde nel settore industriale, è cresciuto, da un massimo di 7,6 punti percentuali in Belgio a un minimo di 1,4 punti in Spagna (tav. 5). È probabile che l'incremento di questo divario renda più difficile ottenere una ri-

duzione dei salari reali lordi a causa dell'opposizione dei lavoratori ad accollarsi l'intero onere della maggiore tassazione. Il risultato, complicato in alcuni paesi dall'indicizzazione salariale, è stato che le retribuzioni lorde sono diminuite in termini reali solo in Belgio, Danimarca e Portogallo (tav. 6). Nello stesso periodo, il potere d'acquisto delle retribuzioni nette è diminuito in tutti i paesi della Comunità ad eccezione del Regno Unito e della Grecia. In alcuni paesi il calo è stato notevole: del 18 per cento in Portogallo e del 15 in Belgio.

È difficile dire se la resistenza a una maggiore riduzione delle retribuzioni reali nette sia dovuta principalmente alla presenza di forti organizzazioni sindacali o al fatto che i lavoratori valutino i benefici ottenuti da una maggiore spesa pubblica inferiori ai costi che sopportano. Ad ogni modo, resta aperta la questione di quanto l'accresciuta tassazione necessaria a finanziare una maggiore spesa pubblica e la qualità spesso cattiva dei servizi pubblici offerti possano aver contribuito alla rigidità dei salari reali.

Altre componenti di costo influiscono sulla domanda di lavoro da parte delle imprese: tra di esse, i contributi sociali a carico dell'imprenditore, la retribuzione dei giorni non lavorati e le spese di formazione professionale. Secondo uno studio condotto nel 1988 dalla Commissione delle Comunità Europee, tra il 1978 e il 1984 tali costi sono aumentati nella Germania federale, per i lavoratori dell'industria manifatturiera, del 19 per cento in termini reali, a fronte di un aumento inferiore al 7 per cento in Giappone. Questo studio dimostra anche che i costi di lavoro non salariali sono, in proporzione ai costi di lavoro totali, generalmente assai più alti in Europa che negli Stati Uniti.

Vale la pena di menzionare alcuni altri aspetti del processo di determinazione salariale in Europa, poiché essi possono aver avuto conseguenze importanti per l'occupazione: in primo luogo, gli accordi salariali tendono a non riflettere gli squilibri regionali nel mercato del lavoro; in secondo luogo, il loro ambito tende ad allargarsi verso settori che vanno oltre quelli originari. Inoltre, in alcuni paesi a elevata inflazione una indicizzazione superiore alla media per le retribuzioni della parte bassa della scala salariale ha ristretto i differenziali retributivi tra i lavoratori qualificati e quelli

non qualificati. Ne sono conseguite talvolta rincorse che possono aver provocato ulteriori incrementi nei salari reali medi. Tali rigidità possono aver contribuito a rendere i salari indipendenti dalla produttività, ostacolando la creazione di nuovi posti di lavoro.

È assai istruttivo considerare separatamente la crescita dell'occupazione nei servizi e nell'industria. La diminuzione o la lenta crescita dell'occupazione nel settore industriale è un dato comune a tutti i paesi (tav. 2). Tuttavia, la maggior parte dei posti di lavoro creati negli Stati Uniti dal 1973 si è concentrata nel settore dei servizi, che è meno sindacalizzato di quello manifatturiero. Questo fenomeno è stato favorito da una diminuzione dei salari nei servizi rispetto a quelli dell'industria. Per ciò che riguarda l'Europa, invece, è dimostrato che le retribuzioni nel settore dei servizi sono diminuite assai meno rispetto all'industria, e che di conseguenza i servizi hanno creato meno occupazione. Il rapporto settoriale capitale/lavoro è perciò cresciuto più che negli Stati Uniti. Nella Germania federale, ad esempio, esso è quasi raddoppiato dal 1973, mentre negli Stati Uniti esso è rimasto praticamente immutato. Il legame istituzionale tra gli accordi salariali nell'industria manifatturiera e quelli nel settore dei servizi può perciò aver impedito ai meccanismi di prezzo di eliminare l'eccedenza di offerta di lavoro attualmente esistente in tutti i settori dell'economia.

Se è vero che la rigidità verso il basso dei salari reali e la scarsa flessibilità dei loro differenziali regionali e settoriali producono rilevanti effetti negativi sull'occupazione, si può ben affermare che esiste in Europa una notevole disoccupazione strutturale.

4. Altre rigidità e sussidi di disoccupazione

Nel mercato del lavoro europeo esistono altre rigidità e distorsioni che possono aver avuto una certa importanza nell'impedire un maggior incremento dell'occupazione e nel rendere più persistente la disoccupazione. Tra di esse i costi connessi con le liquidazioni, la rigidità delle norme in materia di assunzione e licenziamento, l'elevato livello delle retribuzioni reali minime, gli ostacoli, in alcuni paesi, a contratti di lavoro *part-time*, le

imperfezioni del mercato dell'edilizia abitativa e i sussidi alla disoccupazione. Uno degli effetti di questi fattori è stato quello di ridurre il *turnover* della forza lavoro. La percentuale dei lavoratori dipendenti che rimane per meno di due anni nello stesso posto di lavoro è nella Comunità Europea assai più bassa che negli Stati Uniti (19 per cento contro il 39); le nuove assunzioni e i cambiamenti di impiego, in percentuale del numero degli occupati, sono anch'esse assai più basse (tav. 7). L'Italia, la Francia e il Belgio sono i paesi in cui la mobilità del lavoro è più bassa.

Le imprese europee possono essere di fatto scoraggiate dall'assumere nuovi addetti dai maggiori costi connessi con l'eliminazione delle eccedenze di personale. Un'indagine condotta nel 1986 dalla Commissione delle Comunità Europee ha evidenziato che in tutti i paesi comunitari, con l'eccezione dell'Irlanda e del Regno Unito, per circa la metà o più delle imprese interpellate, più brevi periodi di preavviso per il licenziamento dell'eccesso di manodopera e più semplici procedure legali avrebbero un impatto positivo sull'occupazione (tav. 8). L'Italia è il paese nel quale la normativa in materia di licenziamenti sembra essere più severa; seguono la Grecia, il Belgio e la Germania federale. La stessa indagine mostra che per un'alta percentuale di imprese anche l'eliminazione delle restrizioni in materia di lavoro *part-time* e un maggior ricorso a contratti a tempo determinato potrebbero favorire l'occupazione (tav. 9).

Le distorsioni del mercato dell'edilizia abitativa tendono a ridurre la mobilità geografica dei lavoratori, poiché i controlli sui canoni di locazione riducono l'offerta di alloggi nelle aree ad alta crescita, facendo aumentare inoltre gli affitti nel segmento libero del mercato. In alcuni paesi le autorità locali o i governi regionali contribuiscono al pagamento degli interessi sui mutui ipotecari contratti dai lavoratori qualora questi ultimi rimangano disoccupati. Barriere linguistiche, differenze culturali, l'importanza dei legami familiari e più elevati costi di trasporto costituiscono ulteriori fattori che contribuiscono a ridurre la mobilità del lavoro in Europa rispetto agli Stati Uniti.

Si può affermare che una parte, sebbene non quantificabile, della responsabilità per gli elevati tassi di disoccupazione va attribuita al livello dei

sussidi di disoccupazione. Questi riducono spesso gli incentivi alla ricerca di un nuovo posto di lavoro o al trasferimento dalle regioni in declino a quelle in crescita. Il tempo libero può avere un certo valore per il lavoratore, ma tale valore è probabilmente inferiore al reddito prima percepito. Inoltre, in molti paesi europei è possibile lavorare nell'ambito di quella che viene definita «economia sommersa». Ciò è vero specialmente per quelle regioni e quei settori in cui sono particolarmente numerose le piccole imprese. Se si considerano il valore del tempo libero e la possibilità di poter percepire redditi (non tassati) legati all'economia sommersa, i lavoratori che ricevono sussidi di disoccupazione non si trovano necessariamente in condizioni peggiori di quelli ufficialmente impiegati.

Nel 1983 i sussidi di disoccupazione, dopo 13 mesi dalla perdita del posto di lavoro, si collocavano ancora tra il 90 e il 96 per cento del precedente reddito nei Paesi Bassi, in Danimarca e in Irlanda e oltre l'80 per cento in Italia e in Francia. I valori più bassi si registravano nella Germania federale e nel Regno Unito, con il 61 e il 54 per cento rispettivamente (tav. 10). Malgrado il fatto che la percentuale in Germania sia bassa rispetto alla media europea, essa appare nondimeno elevata se paragonata a quella degli Stati Uniti, dove si collocava sul 37 per cento nel periodo 1979-81 per le prime 26 settimane di disoccupazione, scendendo a zero dopo tale limite (tav. 11). Anche la percentuale di tutti i lavoratori disoccupati che ricevevano sussidi è assai più bassa negli Stati Uniti che in Germania: circa il 45 per cento contro circa il 75.

Non siamo ancora in grado di valutare l'effettiva influenza di queste rigidità dei segmentati mercati del lavoro europei. Tuttavia è assai difficile negare che esse possono essere state assai importanti.

5. Le scelte di politica economica per ridurre la disoccupazione in Europa

L'elevata e persistente disoccupazione in Europa costituisce un problema serio, la cui soluzione richiede necessariamente una crescita della produzione attuale e potenziale per un certo nu-

mero di anni, a tassi piú elevati di quelli registrati di recente. È da rilevare tuttavia che la combinazione di stimoli alla domanda aggregata e di politiche dell'offerta, necessaria a realizzare tali maggiori tassi di sviluppo, e l'insieme degli incentivi alla domanda e all'offerta, costituiscono un problema ampiamente dibattuto.

Se da un lato è difficile negare che l'irrigidimento delle politiche fiscali, le politiche monetarie antinflazionistiche perseguite negli anni ottanta e il secondo *shock* petrolifero abbiano avuto effetti negativi sull'occupazione in Europa, ciò non vuol dire necessariamente che, al fine di combattere una disoccupazione profondamente radicata in squilibri strutturali e regionali, sia possibile ricorrere in maniera indiscriminata a politiche macroeconomiche espansive. Nelle piú dinamiche regioni europee la disoccupazione tra i lavoratori qualificati è attualmente su livelli bassi. È questo il caso, ad esempio, dell'Italia settentrionale, del Sud dell'Inghilterra e della Germania. Bisognerebbe tener presente che in ogni paese l'inflazione può essere influenzata piú dal tasso di disoccupazione nelle regioni piú dinamiche che dal tasso medio nazionale, nella misura in cui rigidità salariali relative e comportamenti imitativi diffondono i maggiori incrementi salariali dai settori e dalle regioni ad alta produttività verso quelli con una piú lenta crescita della produttività. Non sappiamo quale sia il piú basso livello di disoccupazione di lavoratori qualificati nelle regioni piú dinamiche compatibile con un tasso di inflazione nazionale stabile.

Ridurre le rigidità che caratterizzano i mercati del lavoro europei per mezzo di politiche dell'offerta rischia di essere, per quanto importante, un processo di lunga durata: occorre tempo per convincere governi, sindacati e lavoratori a concordare le misure piú adatte e ad attuarle. I tempi tra l'introduzione di tali misure e l'epoca in cui i loro effetti cominciano a manifestarsi possono anch'essi essere lunghi. Ciò significa che è necessario non perdere altro tempo; ma vuol dire anche che, nonostante esistano limiti a un uso efficace delle politiche di stimolo della domanda, l'Europa non può rinunciare a queste ultime se desidera combattere i bassi tassi di crescita economica e ridurre rapidamente la disoccupazione.

In questo sforzo, la politica economica europea non può essere considerata in maniera isolata

dal resto del mondo. Sappiamo tutti che il vincolo esterno riduce considerevolmente lo spazio di manovra, e ciò vale soprattutto per la politica monetaria, che deve badare da un lato a salvaguardare la stabilità dei prezzi e dall'altro a mantenere stabili i tassi di cambio nell'ambito dello SME.

La politica fiscale, invece, ha maggiori possibilità di fornire un contributo durevole alla soluzione del problema. Provvedimenti opportunamente studiati, diretti ad accrescere l'occupazione e lo sviluppo in Europa, potrebbero anche promuovere il processo di aggiustamento internazionale e favorire la stabilità dello SME senza riaccendere l'inflazione. È essenziale a questo riguardo un efficace coordinamento internazionale, tanto a livello comunitario quanto su scala mondiale, poiché le politiche fiscali influenzano anche le partite correnti e i tassi di cambio. I provvedimenti di politica fiscale necessari dovrebbero essere differenziati da paese a paese ed essere preferibilmente orientati all'offerta, quali ad esempio le riduzioni delle imposte sul reddito, che possono abbassare il costo del lavoro.

Poiché nessun paese europeo può mettere in pericolo lo stato delle proprie finanze pubbliche, riveste particolare importanza il problema degli effetti che stimoli fiscali all'economia possono avere sul bilancio pubblico. L'esperienza fatta dal Giappone nel 1987 è interessante a tale riguardo, poiché essa mostra che un forte stimolo fiscale può avere limitati effetti negativi o addirittura effetti positivi sul disavanzo di bilancio. L'aumento degli investimenti pubblici avutosi nel 1987 in Giappone ha giocato un ruolo importante nel ristabilire un clima di fiducia nell'economia dopo il notevole apprezzamento subito dallo yen. Nella Germania federale, invece, il deficit pubblico è aumentato principalmente a causa di un basso tasso di crescita.

Non vi è dubbio che l'avanzo di parte corrente della Germania federale costituisca un ostacolo significativo alla crescita generale dell'economia europea, poiché limita le possibilità per gli altri paesi di ricorrere a politiche macroeconomiche capaci di accelerare la crescita. Una riduzione di tale avanzo non è ragionevolmente prevedibile nel breve periodo senza una consistente espansione della domanda interna. Quest'ultima, a sua volta, sarà difficile da conseguire senza una azione di stimolo da parte della politica fiscale. Di fatto, i

marginari per ulteriori riduzioni delle imposte sui redditi sembrano essere maggiori di quelli fino a oggi ipotizzati. Lo stesso può dirsi per investimenti pubblici quali quelli nei settori della tutela dell'ambiente e dei trasporti, che arrecherebbero grandi vantaggi politici ed economici senza minare la stabilità dei prezzi e le finanze pubbliche. Se da un lato deve essere accettata l'idea che la crescita economica della Germania federale sarà nel medio periodo più lenta della media comunitaria, a causa della dinamica demografica, è anche vero che esistono probabilmente ulteriori margini per affrontare con maggiore determinazione il problema della elevata disoccupazione e delle rigidità del mercato del lavoro in quel paese.

Le iniziative adottate dalla Germania federale potranno essere seguite da altri paesi europei con limitati disavanzi di bilancio, con una buona posizione di partite correnti e con bassa inflazione. I paesi con ampi disavanzi pubblici e posizione estera debole dispongono di spazi di manovra più ristretti, ma potrebbero comunque contribuire a migliorare le prospettive europee con energiche misure di stimolo, con riduzioni della spesa pubblica e con alleggerimenti delle imposte sui redditi. In questo scenario di politica fiscale l'Europa potrebbe assumere gradualmente un ruolo di stimolo della domanda aggregata mondiale, che compenserebbe le misure di restrizione fiscale che si rendono necessarie negli Stati Uniti.

Con una riduzione dei salari reali e delle altre rigidità dell'offerta, l'ambito di manovra della politica fiscale potrebbe con ogni probabilità allargarsi, poiché mercati del lavoro più flessibili aumentano la componente reale della crescita del reddito nominale. Ciò conferma la necessità di eliminare le rigidità strutturali del mercato del lavoro cui ho fatto cenno più sopra. La riduzione di queste distorsioni potrà portare con ogni probabilità alla creazione di un notevole numero di posti di lavoro in Europa. Per alcuni paesi esiste la chiara esigenza di ridurre la spesa pubblica al fine di rendere possibile un abbassamento delle aliquote fiscali marginali e medie sui redditi da lavoro e per ridurre il divario tra i redditi lordi e quelli netti.

Per ciò che concerne l'insufficiente differenziazione delle retribuzioni, le procedure per la determinazione di queste ultime dovrebbero essere modificate in modo da riflettere in misura mag-

giore le differenze regionali e settoriali nella produttività e nella disoccupazione. La flessibilità del costo del lavoro potrebbe essere aumentata con il ricorso a forme di partecipazione ai profitti del tipo di quelle adottate di recente da alcune imprese europee. Gli effetti di un più generalizzato ricorso a queste forme di contrattazione restano ancora da esaminare, ma si può certamente ritenere che il principio della partecipazione ai profitti aziendali sia stata una delle ragioni che hanno consentito all'occupazione in Giappone di assorbire molto meglio che in Europa gli *shocks* degli anni settanta e ottanta.

Per aumentare la flessibilità del mercato del lavoro potrebbero essere inoltre riesaminate le norme che regolano le assunzioni, i licenziamenti e il lavoro *part-time*, e potrebbe essere riformato il sistema di sussidi alla disoccupazione. Anche una qualche forma di deregolamentazione del mercato edilizio, nei paesi dove esso è più strettamente controllato, potrebbe contribuire ad accrescere la mobilità geografica della forza lavoro. Potrebbero infine essere prese in considerazione forme di sussidio alle spese di trasferimento e di abitazione dei lavoratori, e si potrebbero espandere i programmi di riqualificazione professionale.

La realizzazione del mercato interno europeo entro il 1992 potrà già di per sé costituire un contributo significativo alla riduzione della disoccupazione in Europa. Essa apporterà benefici in termini di minori costi di controlli alle frontiere, di accresciuta concorrenza tra le imprese, di apertura dei mercati delle commesse pubbliche, di maggiori economie di scala e di una maggiore concorrenza nel settore finanziario e in quello dei trasporti.

Il gruppo di esperti incaricato dalla Commissione delle Comunità Europee di studiare gli effetti economici del mercato interno ha stimato che, nel lungo periodo, i benefici totali potrebbero essere pari a 4,5 punti percentuali del PIL della Comunità, e dell'1,5 per cento dell'occupazione totale. Il beneficio totale in termini di più bassi prezzi al consumo potrebbe essere dell'ordine del 6 per cento; si registrerebbe inoltre un miglioramento dei bilanci pubblici e dei conti con l'estero dei paesi europei. Secondo questo studio, inoltre, gli effetti positivi del mercato interno sulla crescita e sulla occupazione potranno essere notevolmente più ampi se si riuscirà a sfruttare

adeguatamente il maggiore spazio di manovra re-sosi disponibile grazie a una minore inflazione, a ridotti disavanzi di bilancio e a un miglioramento dei conti con l'estero. Naturalmente, queste stime devono essere considerate con una certa cautela, soprattutto perché non è affatto certo che tutte le misure previste per la realizzazione del mercato interno saranno effettivamente attuate.

Vorrei concludere questo intervento con una nota di moderato ottimismo: il problema della disoccupazione non è insolubile, se lo si affronta con la necessaria determinazione. Si tratta, comunque, di un compito difficile, che richiede ancora molti sforzi. È necessario adottare, tanto a livello nazionale che a livello europeo, misure atte a ridurre le rigidità del mercato del lavoro e a completare il mercato interno. Vale la pena di notare a questo riguardo che mentre una lunga lista

di provvedimenti relativi al mercato interno è già stata approntata dalla Commissione, non esiste ancora un sufficiente consenso sulle iniziative più appropriate per ridurre le rigidità del mercato del lavoro; a tale riguardo la volontà politica appare ancora piuttosto debole. A mio parere, gli economisti accademici dovrebbero studiare ulteriormente le misure di stimolo che potrebbero essere adottate in ogni paese, animando il dibattito che di solito precede la legislazione. La Germania federale, protagonista di qualunque strategia che si proponga di favorire la crescita in Europa, appare riluttante a intraprendere una politica fiscale più espansiva che costituisca anche uno stimolo alla riduzione delle rigidità dell'offerta. Il mondo accademico, in particolare quello tedesco, potrebbe, anche a questo riguardo, dare un maggiore contributo.

Tav. 1

Offerta di lavoro negli Stati Uniti, in Giappone e nella CEE
(tassi di crescita media annua) (1)

VOCI	1973-1979			1979-1986		
	USA	Giappone	Cee	USA	Giappone	Cee
Totale forza lavoro (1)	2,6	0,8	0,6	1,6	1,0	0,7
Popolazione totale	1,0	1,1	0,4	1,0	0,7	0,3
Popolazione tra i 15 e i 64 anni in % della popolazione totale	0,7	-0,3	0,3	0,1	0,2	0,7
Residuo (2)	0,9	0,0	-0,1	0,5	0,1	-0,1
Partecipazione alla forza lavoro:						
— uomini	0,2	0,1	-0,5	0,0	0,1	-0,1
— donne	1,2	-0,1	0,8	0,8	0,4	0,8
Occupazione totale	2,5	0,7	0,1	1,5	0,9	-0,3

Fonte: OECD, *Labour Force Statistics 1965-1985*, Paris, 1987; OECD, *Historical Statistics 1960-1986*, Paris, 1988.

(1) La forza lavoro (LF) è stata divisa in tre componenti: $LF = Pop. \times \frac{Pop(15-64)}{Pop.} \times \frac{LF}{Pop.(15-64)}$ in cui Pop. = Popolazione totale e Pop. (15-64) = Popolazione compresa tra i 15 e i 64 anni di età; il primo rapporto evidenzia le variazioni nella struttura per età della popolazione, il secondo le variazioni nel tasso di partecipazione nella popolazione in età lavorativa. — (2) Forza lavoro in percentuale della popolazione compresa tra i 15 e 64 anni di età.

Tav. 2

Crescita della forza lavoro e dell'occupazione per settore
(variazioni percentuali 1973-1986)

PAESI	Totale forza lavoro		Occupazione (1)			Tassi di disoccupazione standardizzati		
	(1)	Totale	Industria	Servizi	Agricoltura	1973	1979	1986
Germania federale	3,0	-4,2	-17,6	13,8	-44,4	0,8	3,2	6,5
Francia	9,0	0,3	-20,3	25,1	-34,5	2,7	5,9	10,4
Regno Unito	8,4	-2,1	-28,7	19,6	-16,7	3,0	5,0	11,2
Italia	14,2	8,5	-8,5	43,1	-35,6	6,2	7,6	10,9
Belgio (2)	7,1	-3,5	-29,2	16,8	-27,1	2,7	8,2	11,2
Danimarca (2)	12,5	5,2	-12,0	21,6	-25,5	0,9	6,0	7,2 (3)
Paesi Bassi (2)	21,6	8,5	-21,0	29,6	-8,8	2,2	5,4	9,9
Spagna	5,8	-14,2	-25,2	14,2	-43,2	2,5	8,5	21,0
CEE (2)	8,6	-0,9	-17,9	21,0	-28,2	2,7	5,7	11,2 (3)
USA	31,1	30,5	7,5	42,5	-6,2	4,8	5,8	6,9
Giappone	13,0	11,3	3,1	28,6	-29,8	1,3	2,1	2,8

Fonte: OECD, *Labour Force Statistics, 1965-1985*, Paris, 1987; OECD, *Quarterly Labour Force Statistics*, n. 2, 1988, Paris.

(1) Include le Forze Armate. — (2) 1973-1985. — (3) 1985.

Tav. 3

**Proporzione della disoccupazione di lungo periodo
(12 mesi e oltre)**

(in percentuale dell'occupazione totale)

PAESI	1980	1986
Stati Uniti	4,3	8,7
Giappone	16,0	17,2
Canada	3,3	10,9
Svezia	5,5	8,0
Germania federale	17,0	32,0
Regno Unito	19,2	41,1
Francia	32,6	47,8
Italia	37,1	57,9
Paesi Bassi	25,9	56,3
Belgio	57,9	68,9
Spagna	34,5	56,6

Fonte: OECD, *Employment Outlook*, Paris, 1987.

Tav. 4

**Tassi di crescita delle retribuzioni
orarie reali nel settore manifatturiero**

(medie nel periodo)

PAESI	1968-73	1973-79	1979-86
Stati Uniti	1,2	0,0	-0,5
Giappone	9,7	1,6	1,5
Germania federale	5,2	2,5	0,9
Francia	5,3	3,7	1,2
Regno Unito	3,7	0,9	2,6
Italia	9,0	5,2	1,2
Belgio	6,5	3,4	-0,4
Danimarca	n.d.	3,0	-0,5
Paesi Bassi	n.d.	2,1	-0,4
Grecia	4,1	6,9	1,6
Totale CEE	n.d.	2,9	1,3

Fonte: OECD, *Historical Statistics, 1960-86*, Paris, 1988.

Tav. 5

Derivazione del reddito netto dal reddito lordo

(in percentuale del reddito lordo)

(dati riferiti al lavoro manuale nell'industria, per lavoratori di sesso maschile, senza carichi di famiglia; salario medio)

VOCI	Germania federale		Francia		Italia		Paesi Bassi		Regno Unito	
	1980	1985	1980	1985	1980	1985	1980	1985	1980	1985
Redditi lordi	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Previdenza sociale	15,7	17,6	12,8	15,3	7,8	8,7	21,5	28,0	6,8	9,0
Imposte	22,3	23,8	6,7	6,7	11,7	16,1	16,2	13,7	22,6	22,4
Redditi netti	62,0	58,6	80,5	78,0	80,5	75,2	62,3	58,3	70,6	68,6

VOCI	Belgio		Danimarca		Grecia		Spagna		Portogallo	
	1980	1985	1980	1985	1980	1985	1980	1985	1980	1985
Redditi lordi	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Previdenza sociale	10,5	13,9	0,8	1,6	15,0	15,0	5,8	6,4	10,5	11,5
Imposte	22,6	26,9	40,9	43,8	3,7	9,1	11,3	12,1	5,3	8,0
Redditi netti	66,9	59,3	58,3	54,6	81,3	75,9	82,9	81,5	84,2	80,5

Fonte: Eurostat, *Rapid Reports, Population and Social Conditions, Net earnings of manual workers in industry in the Community*, No. 1, Tavola 5, Luxembourg, 1987.

Tav. 6

Variazioni nei redditi lordi e netti dei lavoratori manuali dell'industria (1)
(di sesso maschile, salario medio)

ANNI	Germania federale		Francia		Italia		Paesi Bassi		Regno Unito	
	Lordo	Netto	Lordo	Netto	Lordo	Netto	Lordo	Netto	Lordo	Netto
1980.....	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
1985.....	98,6	93,2	101,6	98,5	104,4	97,6	98,3	92,1	112,4	109,2

ANNI	Belgio		Danimarca		Grecia		Spagna		Portogallo	
	Lordo	Netto	Lordo	Netto	Lordo	Netto	Lordo	Netto	Lordo	Netto
1980.....	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
1985.....	96,6	85,5	95,5	89,6	110,5 (2)	104,5 (2)	101,9	100,2	85,9	82,1

Fonte: Eurostat, Rapid Reports, Population and Social Conditions, *Net earnings of manual workers in industry in the Community*, No. 1, Tavola 5, Luxembourg, 1987.
(1) Il deflatore dei redditi netti è costituito dall'indice dei prezzi al consumo, mentre il deflatore di quelli lordi è il deflatore del PIL. — (2) 1984.

Tav. 7

Turnover della forza lavoro

PAESI	Percentuale di occupati da meno di due anni (1)	Percentuale annua di nuove assunzioni e abbandoni (2)
Italia.....	13	11
Belgio.....	18	n.d.
Francia.....	18	14
Germania federale.....	19	25
Giappone.....	19	18 (1983)
Media CEE.....	19	18
Irlanda.....	22 (1979)	n.d.
Regno Unito.....	24 (1979)	20 (1984)
Danimarca.....	27	n.d.
Paesi Bassi.....	28 (1979)	n.d.
Stati Uniti.....	39 (1983)	40 (1981)

Fonti: OECD, *Labour Market Flexibility*, Paris, 1985; Michael Emerson, «Regulation of Deregulation of the Labour Market», *European Economic Review*, Vol. 32, April 1988.

(1) Dati riferiti al 1978 ove non diversamente indicato. — (2) In percentuale degli occupati; dati riferiti al 1982 ove non diversamente indicato.

Tav. 8

Percentuale delle imprese che ritengono che più brevi periodi di preavviso e più semplici procedure legali avrebbero effetti positivi sull'occupazione
(1985)

PAESI	Imprese (%)
Italia.....	88
Grecia.....	76
Belgio.....	74
Germania federale.....	63
Media CEE.....	58
Lussemburgo.....	54
Francia.....	48
Paesi Bassi.....	47
Irlanda.....	35
Regno Unito.....	28

Fonti: Commission of the European Communities, «Results of a Survey of Labour Market Flexibility», *European Economy*, No. 27, July 1986, Brussels; Michael Emerson, «Regulation or Deregulation of the Labour Market», *European Economic Review*, Vol. 32, April 1988.

Tav. 9

**Percentuale delle imprese che si attendono
un impatto positivo sull'occupazione
da contratti di lavoro a tempo determinato
(1985)**

PAESI	Imprese (%)
Germania federale	74
Lussemburgo	69
Italia	63
Belgio	63
Media CEE	55
Francia	53
Grecia	50
Irlanda	47
Paesi Bassi	32
Regno Unito	27

Fonte: Michael Emerson, «Regulation or Deregulation of the Labour Market», *European Economic Review*, Vol. 32, April 1988.

Tav. 11

**Assicurazione contro la disoccupazione
nella Germania federale e negli Stati Uniti,
1979-1981
(valori percentuali)**

PAESI	Tasso di copertura (1)	Rapporto tra sussidio di disoccupazione e reddito da occupato (2)		Durata dei sussidi (3)
		I anno	II anno	
Germania .	74-80	66	56	da un anno a senza limite di tempo
USA	41-50	37	—	26 settimane

Fonte: M. C. Burda and I. Sachs, «Institutional Aspects of High Unemployment in the Federal Republic of Germany», *NBER Working Paper*, No. 2241, May 1987.

Tav. 10

**Rapporto tra il sussidio di disoccupazione
e il reddito da occupato
per disoccupati di sesso maschile
(sposati, con due figli e con moglie che lavora)
dopo 13 mesi di disoccupazione
(1983; valori percentuali)**

PAESI	Rapporto (%)
Germania federale	61
Francia	81
Regno Unito	54
Italia	46 (1)/88 (2)
Belgio	74
Paesi Bassi	90
Danimarca	92
Irlanda	96

Fonte: Commission of the European Communities, *Medium Term Projections of Expenditure on Social Protection and their Financing*, Report of the Commission to the Council, COM (85) 119 det., Brussels, April 1985.

(1) Sussidi standard. — (2) Sussidi speciali nel settore industriale in caso di crisi di settore o di problemi finanziari dell'impresa (CIG).

Progetti di legge in tema di trasparenza bancaria

Audizione del dr. Carlo A. Ciampi, Governatore della Banca d'Italia
Camera dei Deputati — VI Commissione Permanente (Finanze)

Roma, 29 settembre 1988

Nel rapporto fra banca e cliente, all'interno di un processo che, in Italia come in tutte le economie avanzate, sta trasformando il settore finanziario, un complesso di fattori tende ad accrescere sia la domanda di trasparenza, cioè di più ampia informazione e di maggiore chiarezza delle condizioni contrattuali, sia le possibilità di soddisfarla.

La richiesta di trasparenza da parte della clientela è il naturale portato di una società progredita. Sostenuta da una forte propensione al risparmio, la dimensione delle attività e delle passività finanziarie si è notevolmente ampliata. Nuovi strumenti e nuovi operatori finanziari si sono proposti al mercato. La variabilità dei tassi d'interesse e i loro elevati livelli hanno contribuito ad accrescere l'attenzione di tutti gli operatori economici per le opportunità offerte dalla finanza, e per la base informativa e le modalità contrattuali che consentono di coglierle.

Dal lato dell'offerta, l'applicazione delle tecnologie elettroniche e telematiche pone gli intermediari finanziari nella condizione di raccogliere, trattare e trasmettere alla clientela le informazioni con maggiore efficacia e tempestività, a costi unitari più contenuti. Al tempo stesso, gli intermediari avvertono l'acuirsi della concorrenza, interna e internazionale; sono consapevoli della necessità di fronteggiarla anche sul terreno della bontà del rapporto con la clientela.

Tuttavia, la conoscenza delle condizioni effettive dei rapporti bancari e la leggibilità del contenuto dei contratti stipulati con le aziende di credito restano insufficienti. Il fenomeno travalica i confini nazionali. La mancanza di specifiche regole di chiarezza per le diverse operazioni bancarie, la predisposizione unilaterale di contratti per adesione che la controparte può solo accettare o rifiutare in blocco, il rinvio agli usi praticati sulla piazza anche per la determinazione degli aspetti negoziali economicamente più rilevanti: questi,

ed altri elementi ostacolano la conoscenza del contenuto economico dei contratti da parte della clientela, sia nel momento della stipula sia nel corso dell'esecuzione.

Il problema è acuito allorché le banche muovono da una posizione di vantaggio e di forza contrattuale, della quale possono avvalersi nei rapporti con i clienti di dimensioni economiche medie e piccole.

Disposizioni legislative sulla trasparenza, applicabili non solo ai contratti bancari e quindi rientranti nel campo della tutela del consumatore, esistono sin dal 1969 nella Germania federale e negli Stati Uniti. Norme in materia di trasparenza bancaria sono contenute nella legge bancaria francese del 1984 e nella legge del 1987 con la quale la Spagna ha liberalizzato i tassi d'interesse. Nel Regno Unito al *Consumer Credit Act* del 1974 si sono aggiunte le sezioni del *Banking Act* del 1987 che disciplinano le *invitations to make deposits*.

L'obiettivo è in tutti questi casi rappresentato dalla protezione del contraente più debole. Negli Stati Uniti, le operazioni creditizie, a eccezione di quelle superiori a 25.000 dollari, ricadono nel campo di applicazione del *The Truth in Lending and Fair Credit Reporting Act* e della *Regulation Z* del Federal Reserve Board. Quest'ultima disposizione amministrativa dà concreta attuazione, a notevole livello di dettaglio, ai principi generali sanciti dalla legge in tema di protezione dei prenditori dei fondi. Analogamente, nel Regno Unito gli obblighi informativi delle banche sono più stringenti nel caso di operazioni attive di entità limitata. Nella Germania federale, le disposizioni legislative in materia di condizioni standardizzate di contratto si applicano ai soli rapporti negoziali posti in essere tra imprenditori e consumatori finali.

Caratteristica comune alla normativa degli Stati Uniti, della Francia, della Spagna e, almeno per gli aspetti regolati dal *Banking Act*, del Regno Unito, è l'aver fissato con legge i principi generali, demandando la specificazione degli obblighi delle aziende di credito a disposizioni amministrative emanate dagli organismi responsabili della regolamentazione e del controllo bancario. Ciò conferisce alla normativa la necessaria flessibilità.

Pubblicità in materia di costo dei servizi, determinazione delle modalità di calcolo del tasso d'interesse, definizione degli oneri accessori, standardizzazione dei contratti più comuni, modalità di recesso rappresentano le finalità essenziali delle normative dei paesi sopra citati, sia pure a livelli diversi di articolazione e di specificità.

Nella Comunità economica europea, entro il 1989 dovranno essere disciplinati per legge i contratti bancari di finanziamento a favore del settore «famiglie», in attuazione della direttiva sul credito al consumo. Ciò costituisce un'ulteriore sollecitazione per l'Italia a introdurre una organica disciplina della trasparenza dei contratti bancari.

Nel nostro paese le autorità creditizie si sono astenute dal ricorrere a una regolamentazione amministrativa della materia: questa, infatti, avrebbe dovuto basarsi su una interpretazione opinabile della disposizione della legge bancaria — l'art. 32, primo comma, lettere *b)* e *c)* — che prevede una disciplina impositiva dei tassi e delle altre condizioni.

E' stata incoraggiata l'azione che l'Associazione bancaria italiana svolge sul piano privatistico, rendendosi promotrice di accordi volontari tra le associate, volti a ricercare la trasparenza e la pubblicità delle condizioni praticate alla clientela. Di recente l'Associazione ha assunto l'iniziativa di elaborare schemi uniformi per l'esposizione al pubblico di avvisi informativi sulle condizioni praticate per le principali operazioni e di predisporre moduli normalizzati di estratto conto e di conto scalare di liquidazione: è un passo concreto da non sottovalutare.

La tutela del cittadino consumatore quale utente di servizi bancari, soprattutto quando egli versi in una posizione di inferiorità contrattuale, è fondamentale; riflette un'esigenza sempre più avvertita. Non meno importante di questo fine d'e-

quità è, tuttavia, un fine d'efficienza e di stabilità del sistema bancario. La trasparenza, dalle condizioni d'offerta e dai singoli contratti sino alla sintesi dei bilanci aziendali e delle situazioni patrimoniali, è, a un tempo, causa ed effetto della concorrenza fra le banche e della loro funzionalità operativa. Quest'ultima è a propria volta condizione necessaria per la solidità di lungo periodo del sistema; ma anche nel breve periodo la chiarezza dell'informazione e dei rapporti banca-cliente elimina, con i malumori, incomprensioni e dubbi sulla conduzione delle banche, e rafforza la capacità concorrenziale di queste ultime.

Sulla base anche delle esperienze degli altri paesi, appare opportuna una soluzione che componga la coerenza del quadro normativo con l'esercizio dell'autodisciplina da parte del sistema bancario, così da assicurare durevolmente la validità tecnica delle regole di trasparenza e salvaguardare il carattere imprenditoriale dell'attività bancaria.

Se si conviene su quanto sopra, va respinta la tentazione di costruire per legge una disciplina analitica o onnicomprensiva della materia, tesa a prevedere regole puntuali per tutte le fattispecie concrete ipotizzabili. D'altra parte la variabilità dei prodotti e dei servizi offerti dalle banche e la rapida evoluzione delle tecniche operative genererebbero vuoti normativi, susciterebbero delicati problemi di interpretazione, renderebbero di fatto inoperante sotto molti aspetti una disciplina legislativa «totale».

Ancor meno proponibile appare una regolamentazione di stampo dirigistico, che pretendesse di stabilire d'imperio i termini economici dei contratti. Appesantimenti burocratici graverebbero sulla correttezza e sui costi di gestione, scaricando in ultima analisi i loro oneri sugli stessi fruitori del servizio bancario. Si determinerebbero rigidità e distorsioni inconciliabili con l'efficienza e col carattere imprenditoriale dell'attività produttiva, che per la banca è stato più volte riaffermato, recentemente anche in sede comunitaria. Una normativa siffatta porrebbe inoltre gli operatori italiani in posizione di svantaggio rispetto ai concorrenti degli altri paesi.

Le considerazioni che precedono inducono a suggerire, sotto il profilo della tecnica legislativa, una legge di principi: una legge che, anziché porre in essere un sistema normativo rigido e casi-

stico, basato esclusivamente su disposizioni di rango legislativo, istituisca un modello elastico, fondato su un ristretto numero di articoli. Questi dovrebbero definire gli obiettivi dell'intervento pubblico e i capisaldi essenziali per l'efficace realizzazione della trasparenza. Previa l'indicazione di principi e criteri direttivi, la legge dovrebbe demandare alle autorità preposte al settore, Comitato interministeriale per il credito e il risparmio e Banca d'Italia, l'emanazione della disciplina applicativa che definisca modalità tecniche di attuazione, a un tempo compatibili con le caratteristiche delle diverse operazioni e prontamente adattabili alla loro evoluzione.

La flessibilità delle fonti subprimarie consentirebbe inoltre di adeguare tempestivamente la normativa sulla trasparenza bancaria alle future disposizioni attuative della direttiva CEE 87/102 sul credito al consumo.

Nel predisporre le direttive e le istruzioni il Comitato per il credito e la Banca d'Italia potrebbero utilmente avvalersi del contributo dell'Associazione bancaria italiana, in considerazione sia del suo ruolo di più diretto interprete delle esigenze tecniche del sistema bancario sia dell'azione che essa svolge nel processo di semplificazione, ammodernamento e omogeneizzazione delle procedure operative.

Un soddisfacente livello di trasparenza nei rapporti tra banche e clienti può realizzarsi attraverso un'azione articolata diretta a perseguire: la pubblicità delle condizioni contrattuali offerte dalle banche; la chiarezza del contenuto dei singoli negozi; la tutela contro variazioni unilaterali delle pattuizioni originarie; la possibilità per i clienti di ottenere una adeguata informazione sullo svolgimento dei rapporti di durata.

La legge dovrebbe in primo luogo determinare l'ambito di applicazione della normativa. Questa potrebbe, sotto il profilo soggettivo, interessare sia le banche sia gli istituti di credito speciale tenendo conto delle loro diverse caratteristiche. Dal punto di vista oggettivo, potrebbe riferirsi alle operazioni attive e passive fondamentali e ai servizi più diffusi così come meglio specificati in via amministrativa.

L'applicazione ai soli contratti inferiori a un determinato importo conferirebbe alla normativa

sulla pubblicità un più netto carattere di tutela del contraente debole.

Coerentemente le norme sulla pubblicità non dovrebbero estendersi a quei rapporti particolarmente complessi, interessanti di norma le imprese di maggiori dimensioni, che oltretutto per specificità e variabilità di contenuto non sono suscettibili di essere ricondotti a tipologie *standard*.

Il dettato legislativo potrebbe individuare gli aspetti essenziali dell'obbligo di pubblicità che, per ragioni pratiche, parrebbe opportuno articolare su due distinti livelli di specificazione.

Si potrebbe prevedere l'obbligo di affiggere nei locali aperti al pubblico avvisi indicanti i tassi e gli altri elementi di costo e di ricavo applicati da ciascuna banca per le operazioni più elementari e per i servizi maggiormente richiesti.

Gli avvisi dovrebbero utilizzare nomenclatura e voci di facile comprensione, uniformi per l'intero sistema. Essi svolgerebbero la funzione di fornire in forma sintetica — e, quindi, con maggiore immediatezza — le informazioni più rilevanti dal punto di vista economico. Il fine è di offrire un primo orientamento ai potenziali clienti nella scelta dei contratti rispondenti alle proprie esigenze e di consentire nel contempo una prima valutazione comparativa delle offerte provenienti dai diversi operatori.

Per la loro necessaria essenzialità gli avvisi non possono soddisfare appieno le esigenze conoscitive della clientela. Appositi «fogli» notizie, messi a disposizione del pubblico, potrebbero sia illustrare più in dettaglio le condizioni pubblicate negli avvisi sia fornire l'informazione sulle operazioni e sui servizi non contemplati negli avvisi stessi, ma pur sempre diffusi nella prassi operativa.

La legge dovrebbe attribuire alle autorità creditizie il compito di specificare le singole operazioni e servizi per i quali l'informazione è dovuta e di determinare le modalità della stessa secondo schemi uniformi.

Ciascun ente creditizio sarebbe tenuto a dare alle condizioni offerte una pubblicità avente lo stesso contenuto in tutto il territorio nazionale.

La pubblicità delle condizioni non dovrebbe ovviamente configurarsi come «offerta al pubblico» e quindi comportare per le banche un vincolo a contrarre.

Dovrebbero inoltre essere previste alcune limitazioni della libertà contrattuale, funzionali sia alla leggibilità e completezza dei singoli accordi negoziali sia alla coerenza del loro contenuto con l'informazione resa al pubblico. Potrebbero prescriversi: la forma scritta; l'indicazione di tutti gli elementi di costo o di ricavo con divieto di rinvio agli usi; l'integrazione automatica, in caso di omessa indicazione, con le condizioni più favorevoli tra quelle pubblicizzate; l'inefficacia delle condizioni più sfavorevoli di quelle pubblicizzate eventualmente pattuite con il cliente.

Ancora con riferimento ai contratti, la legge dovrebbe stabilire l'obbligo per gli enti creditizi di comunicare ai clienti le variazioni sfavorevoli dei tassi e delle altre condizioni delle operazioni, fatto comunque salvo il diritto di recesso. Le modalità delle comunicazioni — da definire in sede amministrativa — dovrebbero essere opportunamente differenziate (es. avvisi a mezzo stampa, indicazione sugli estratti conto, comunicazioni specifiche, ecc.); potrebbe così tenersi conto sia del carattere generalizzato, o meno, che le variazioni possono assumere sia delle peculiarità dei singoli contratti (es. libretti di deposito pagabili al portatore).

Il legislatore dovrebbe infine affermare il principio secondo il quale le banche devono fornire ai clienti una adeguata informazione periodica circa lo svolgimento dei contratti di durata.

Nel rispetto dei criteri direttivi indicati dalla legge, le autorità creditizie, definiti gli strumenti di pubblicità e individuate le operazioni e i servizi ai quali essi dovranno applicarsi, impartirebbero disposizioni in materia di:

- caratteristiche formali e contenuto informativo degli avvisi e dei «fogli» notizie;
- standardizzazione delle modalità di calcolo dei tassi di interesse e degli altri elementi che incidono sul contenuto economico dei rapporti;

- modalità che le banche devono seguire per notificare ai clienti le variazioni dei tassi e delle altre condizioni applicate alle operazioni e ai servizi;
- forma, contenuto e periodicità minima degli estratti conto e delle analoghe comunicazioni dovute alla clientela nonché termini di tacita approvazione dei dati comunicati.

Le innovazioni che la disciplina introdurrà implicheranno per le banche oneri organizzativi che renderanno indispensabile, nella fase di avvio, una pur contenuta gradualità.

Definita la normativa, la pubblicità attraverso gli avvisi e i «fogli» notizie potrebbe divenire operante a breve scadenza. Il passo successivo — da compiere comunque in tempi non lunghi — consisterebbe nell'adeguamento dei contratti in essere alla nuova disciplina e nell'unificazione a livello di sistema del contenuto degli estratti conto e del metodo di calcolo degli interessi.

L'inosservanza delle prescrizioni in tema di pubblicità andrebbe assoggettata a pene pecuniarie di carattere amministrativo, inseribili nel sistema sanzionatorio della legge bancaria. La verifica dell'osservanza degli obblighi di pubblicità rientrerebbe nei compiti di vigilanza bancaria. In caso di controversie tra banche e singoli clienti, le ragioni di questi ultimi troveranno tutela nelle sedi competenti previste dall'ordinamento.

La disciplina che si ipotizza tiene conto delle disposizioni dettate dalla direttiva CEE sul credito al consumo per gli aspetti riguardanti la trasparenza nel settore bancario e ne costituisce una parziale anticipazione. L'integrale recepimento della direttiva comunitaria potrà però richiedere alcuni adattamenti; come già detto, questi potranno essere facilitati dalla scelta di demandare ampia parte della regolamentazione alla normativa subprimaria.

Intervento del dr. Carlo A. Ciampi, Governatore della Banca d'Italia

XXXI Congresso Nazionale del Forex Club Italiano

S. Margherita di Pula, 29 ottobre 1988

1. L'economia internazionale

Quando ci incontrammo un anno fa ben vivo era in tutti noi il trauma dell'evento accaduto pochi giorni prima: il crollo delle Borse mondiali del 19 ottobre. La preoccupazione che potesse riporsi la sequenza di eventi che aveva provocato la crisi del 1929 era diffusa. Da più parti venne avanzata la previsione che l'instabilità finanziaria avrebbe determinato un sensibile rallentamento nella crescita dell'economia mondiale.

Quei timori mi parvero eccessivi. Il richiamo che feci al primato dell'economia reale fu il modo di esprimere quella mia convinzione, di proporre un orientamento a un mercato esposto a sbandamenti pericolosi. Che cosa vi era di nuovo, al di là delle turbolenze finanziarie, che potesse compromettere nei paesi industriali il consolidarsi dell'espansione del reddito, riflesso dell'ingente guadagno di ragioni di scambio occorso nei precedenti due anni? I sistemi produttivi, osservai, avevano proceduto lungo la strada del risanamento; gli scompensi nella finanza pubblica erano stati in molti paesi corretti o avviati alla correzione; l'inflazione era bassa e non vi erano motivi per temerne una recrudescenza.

Certo, stentava il riassorbimento degli squilibri delle bilance dei pagamenti all'interno dell'area industriale; non si registravano progressi sul fronte del debito dei paesi in via di sviluppo. Nell'immediato la crisi delle Borse rischiava di far venir meno la fiducia di chi effettua investimenti produttivi: elemento decisivo, ancorché difficilmente quantificabile, per lo sviluppo. Ma, la disponibilità, prontamente dichiarata dalle banche centrali, a sovvenire alle esigenze dei mercati con la liquidità necessaria rassicurò gli operatori, evitando che si propagasse il deterioramento delle aspettative.

Oggi, i preconsuntivi per il 1988 indicano una crescita del prodotto lordo dei sette maggiori paesi industriali del 4 per cento, oltre un punto in più di quanto gli organismi internazionali prevedevano all'indomani del crollo delle Borse e sensibilmente superiore alle stesse previsioni formulate in precedenza. Considerevole, dopo un lungo periodo di sviluppo stentato, è la ripresa del commercio mondiale. Pur scontando una leggera decelerazione in questi ultimi mesi, esso dovrebbe risultare, per l'intero 1988, del 7 per cento più elevato che nell'anno passato.

Il guadagno di ragioni di scambio, ora accentuato dalla nuova riduzione del prezzo del petrolio, ha implicato per tutti i paesi importatori di prodotti primari incrementi del reddito disponibile per le famiglie e riduzioni dei costi per le imprese. L'aumento dei consumi si è tradotto in migliori prospettive di evoluzione della domanda aggregata. Data la necessità di adeguare i livelli di capacità degli impianti alla crescita attesa, il processo di accumulazione si è intensificato.

La discesa del dollaro, dal febbraio del 1985, ha restituito competitività all'industria americana; gli impulsi della politica di bilancio, in Giappone prima, poi anche nella Germania federale, hanno stimolato la domanda interna in questi due paesi.

La redditività delle imprese si è riflessa sulle quotazioni azionarie, che hanno registrato significativi recuperi rispetto ai minimi dell'ottobre dello scorso anno. A New York e a Londra l'indice di borsa si è riportato sui livelli dell'inizio del 1987, annullando rispettivamente la metà e un terzo delle perdite subite. La Borsa di Tokyo ha riassorbito l'intera perdita e ha fatto segnare in agosto un nuovo massimo, sospinta, oltre che dalla crescita dell'economia giapponese, dall'abbondante liquidità degli investitori. Il 18 ottobre scorso l'in-

dice generale della Borsa di Milano si era riportato su un livello inferiore solo del 9 per cento a quello di un anno prima; rispetto alla punta minima delle quotazioni, toccata il 9 febbraio scorso, il rialzo è stato del 40 per cento.

L'esperienza recente ha confermato che la credibilità e la prontezza d'azione delle autorità monetarie costituiscono un elemento decisivo nel trasmettere ai mercati finanziari segnali per una corretta interpretazione del reale stato dell'economia.

Ma, la lezione della crisi delle Borse deve ancora essere pienamente assimilata. L'integrazione finanziaria internazionale impone di guardare all'andamento del mercato dei capitali nelle sue connessioni con i mercati della moneta e del credito, nei suoi riflessi macroeconomici. Le spinte destabilizzanti vanno contrastate con appropriati aggiustamenti tecnici nella formazione delle quotazioni, nella regolazione degli scambi di titoli, nel coordinamento tra le istituzioni preposte ai controlli. Ancora una volta occorre sottolineare come la regolazione dei mercati finanziari, accrescendone la stabilità, favorisca l'efficienza del ruolo, che essi svolgono, di sostegno al complesso delle attività economiche.

La discesa dei tassi d'interesse, negli Stati Uniti come negli altri maggiori paesi, iniziata all'indomani della crisi del 19 ottobre, è proseguita nei primi mesi di quest'anno e ha riguardato sia il breve sia il lungo termine. Dalla primavera, però, si sono manifestati segni di una possibile ripresa dell'inflazione, legata, oltre che all'espansione della domanda, a una tendenza al rialzo dei costi delle materie prime e, in alcuni paesi, del lavoro. Nell'estate la politica monetaria diveniva, ovunque, meno espansiva e determinava una risalita dei tassi d'interesse. L'aumento dei tassi sedava le aspettative d'inflazione; in alcuni mercati il mutamento delle aspettative si è prontamente riflesso in una riduzione dei rendimenti a medio termine.

Il dollaro, stabile per alcuni mesi dopo la rilevante flessione della seconda metà del 1987, si apprezzava fra aprile e luglio del 10 per cento rispetto al marco, del 7 rispetto allo yen. Sulle quotazioni della valuta americana influivano soprattutto indicazioni di riduzione del disavanzo commerciale. Nel timore che la ripresa del dollaro continuasse, pregiudicando il riequilibrio delle bilance dei pagamenti, le banche centrali europee e americana sono intervenute per contrastarla. Il re-

cente calo del dollaro riflette l'attenuarsi delle attese di rialzo dei tassi di interesse negli Stati Uniti e il peggioramento in agosto del disavanzo commerciale.

Nel complesso, i dati statistici dei primi sei mesi dell'anno danno evidenza che negli scambi di merci gli squilibri si stanno riducendo. Il disavanzo commerciale americano è diminuito su base annua di 32 miliardi di dollari, l'avanzo giapponese di 9 miliardi; l'opposto, desiderato andamento riflette sia il più equilibrato rapporto di cambio, sia la mutata intonazione delle politiche di bilancio, espansiva in Giappone e moderatamente restrittiva negli Stati Uniti. Nei confronti dei paesi della CEE il saldo commerciale americano è migliorato di 15 miliardi di dollari, di cui 3 per effetto di maggiori importazioni nette tedesche. L'avanzo commerciale della Germania federale è aumentato, l'onere dell'aggiustamento fra l'Europa comunitaria e gli USA è caduto sugli altri paesi della Comunità.

Ben più lento è il riequilibrio delle partite correnti. Il servizio per un debito verso l'estero di oltre 400 miliardi di dollari fa sì che negli Stati Uniti il disavanzo corrente presenti, nei primi sei mesi del 1988, una riduzione rispetto al secondo semestre del 1987 di soli 10 miliardi di dollari, sempre su base annua. Di entità analoga è la diminuzione dell'avanzo corrente del Giappone; quello della Germania federale è aumentato di 6 miliardi di dollari.

Gli squilibri nei conti con l'estero dei principali paesi restano ingenti: ciò richiede ancor più decisi progressi nella correzione del disavanzo negli scambi di merci e la riduzione dei tassi d'interesse internazionali.

Le politiche monetarie hanno fatto molto per evitare che la crisi borsistica si trasformasse in crisi delle economie. Successivamente, esse hanno contrastato le insidie sempre presenti sul fronte dell'inflazione, tanto maggiori in un periodo di prolungata e diffusa vivacità della domanda; ma il costo è rappresentato dal permanere dei tassi d'interesse su livelli elevati.

Occorre procedere con coordinamento e tenacia maggiori all'attuazione di politiche di bilancio che influiscano sulla domanda interna dei vari paesi in direzione coerente con l'obiettivo di ricomporre gli equilibri fondamentali. La politica monetaria, affrancata da compiti che non le sono

propri, potrà allora meglio perseguire la stabilità dei prezzi con tassi di interesse più bassi così da ridurre, fino ad annullarlo, il loro scarto rispetto al ritmo di crescita del reddito.

La riduzione dei tassi d'interesse riveste rilievo ancora maggiore alla luce delle dimensioni eccezionali del debito estero dei paesi in via di sviluppo. Nonostante la favorevole evoluzione della congiuntura internazionale, nel 1988 la situazione dei quindici paesi maggiormente indebitati è peggiorata. Secondo i preconsuntivi, la crescita del loro prodotto è inferiore al 2 per cento; l'inflazione permane elevata; diminuisce il reddito pro capite in termini reali.

Si riscontrano difficoltà nel reperire nuovi finanziamenti, soprattutto da fonte privata, e nell'attuazione, da parte di alcuni paesi, di adeguati programmi di risanamento. Elementi ulteriori di riflessione e suggerimenti migliorativi delle linee di intervento sinora seguite potranno pervenire da uno studio, affidato ai sostituti del Gruppo dei Dieci, sul ruolo delle istituzioni di Bretton Woods nella strategia con cui si affronta il problema del debito. Contributi possono derivare da iniziative quali quella annunciata dal Giappone, in occasione della recente assemblea del Fondo monetario internazionale e della Banca mondiale, che si propone di fornire finanziamenti addizionali ai paesi debitori in parallelo con il FMI e a sostegno di programmi di ristrutturazione economica.

La sostenibilità del peso del debito delle economie in via di sviluppo è fondamentalmente legata alle loro capacità e possibilità di crescita. Ma molto dipenderà dalle politiche economiche dei principali paesi industriali, dalla loro efficacia nell'innescare il circolo virtuoso del riequilibrio delle bilance dei pagamenti, dell'abbassamento dei tassi d'interesse, di una crescita sostenuta e prolungata, necessaria a ridurre i fattori di instabilità, che persistono nell'intero assetto internazionale.

2. L'economia italiana

Anche l'economia italiana ha beneficiato dell'onda lunga avviata dal miglioramento delle ragioni di scambio e del ciclo favorevole del commercio internazionale. La crescita del prodotto in-

terno lordo dovrebbe raggiungere quest'anno il 3,6 per cento, il valore più alto del decennio. Vi contribuiranno un'espansione dei consumi delle famiglie del 4 per cento e un nuovo forte balzo degli investimenti, pari all'8 per cento nella componente degli impianti e macchinari.

Per lunghi anni le imprese industriali italiane, specie quelle maggiori, hanno indirizzato l'accumulazione a razionalizzare il sistema produttivo e a comprimere i costi unitari. Le punte della domanda sono state soddisfatte, oltre che con maggiori importazioni, con rapidi incrementi del grado di utilizzo degli impianti, consentiti dalla recuperata flessibilità dell'organizzazione produttiva. L'intensificarsi della crescita ha reso ora questa risposta insufficiente e sollecita le imprese all'ampliamento degli impianti; ne sono confermati i maggiori investimenti effettuati nel 1988 nei fabbricati destinati a usi produttivi.

Dopo aver dato luogo a rilevanti aumenti delle ore lavorate, lo sviluppo e l'accumulazione cominciano a riflettersi positivamente sull'occupazione nell'industria.

Se la prosecuzione della fase di ascesa degli investimenti è al tempo stesso effetto e premessa di uno stabile miglioramento delle condizioni della produzione e dell'occupazione, l'andamento dei consumi delle famiglie costituisce motivo di riflessione.

Tra il 1986 e il 1988 la crescita dei consumi privati è stata vicina al 4 per cento all'anno, quasi doppia rispetto al precedente quinquennio. All'espansione dei redditi reali derivante dal guadagno di ragioni di scambio si è aggiunto il sostegno proveniente da disavanzi pubblici che, in percentuale del PIL, non sono scesi al di sotto dell'11 per cento.

Sviluppandosi la domanda interna a ritmi in media superiori a quelli degli altri principali paesi europei, nel volgere di due anni sono stati assorbiti quasi due terzi dell'eccezionale progresso nell'interscambio mercantile, pari a 18.000 miliardi, conseguito nel 1986, pur esso per effetto del guadagno nelle ragioni di scambio. Il tasso d'inflazione è ancora superiore di 3 punti percentuali a quello medio degli altri paesi europei legati all'accordo di cambio: nonostante il basso livello delle quotazioni del petrolio e del dollaro, l'inflazione, alimentata da cause interne, si stacca a fatica dal 5 per cento.

Soprattutto, non si è colta appieno l'occasione offerta dalla congiuntura internazionale per riequilibrare la finanza pubblica.

Nel 1988 il fabbisogno complessivo del settore statale non sarà inferiore ai 118.000 miliardi, 4.000 in più rispetto al 1987. L'obiettivo stabilito un anno fa sarà travalicato di circa 15.000 miliardi, come già avvenne nel 1987. La più sostenuta crescita dell'economia e l'anticipo di incassi, ottenuto attraverso le misure del luglio scorso, hanno elevato il previsto tasso di crescita delle entrate fiscali. Ma la dilatazione delle spese è stata maggiore.

Nei primi nove mesi le occorrenze finanziarie del settore statale hanno superato di 9.000 miliardi il corrispondente valore del 1987. Oltre a imprimere alla domanda interna sollecitazioni che, in assenza del risveglio del commercio mondiale e del nuovo ribasso del prezzo del petrolio, avrebbero squilibrato i conti con l'estero, ciò ha causato notevoli difficoltà nel controllo degli aggregati finanziari.

Nella primavera, gli impieghi bancari hanno preso ad accelerare. La rinnovata spinta, esercitata sulla domanda di credito dalla più rapida espansione produttiva e dagli investimenti, si è unita all'effetto di rimbalzo connesso con l'uscita dal massimale e alle difficoltà incontrate dalle imprese nella raccolta di capitale di rischio.

Il controllo del ciclo ha quindi richiesto un'azione intensa nel governo della moneta, volta sia a regolare la crescita degli aggregati monetari e creditizi sia ad assicurare il finanziamento non inflazionistico del disavanzo del Tesoro e il rinnovo di un cospicuo ammontare di titoli pubblici in scadenza.

La regolazione della liquidità ha reso necessario, a più riprese, l'intervento della Banca d'Italia con rilevanti operazioni di vendita temporanea di titoli, pronti contro termine. L'aumento della domanda di credito è stato soddisfatto dalle banche con l'obiettivo di correggere nei loro conti economici gli insoddisfacenti risultati del 1987. Esse hanno drasticamente ridotto il portafoglio titoli, per corrispondere alla richiesta di impieghi. Anche i fondi comuni hanno fronteggiato le massicce domande di riscatto con vendite dei titoli in loro possesso. La sottoscrizione dei titoli di Stato è così ricaduta, ancor più che in passato, direttamente sul risparmio delle famiglie.

In marzo, in una situazione dominata dalle incerte prospettive per la finanza pubblica e dalle difficoltà con cui si era giunti all'approvazione della legge finanziaria, si è interrotta la discesa dei rendimenti dei titoli di Stato avviata nell'ottobre del 1987. Il moto ascendente dei tassi interessava in tempi diversi tutte le scadenze; nonostante che venisse accentuata la pendenza della curva dei rendimenti, si doveva accettare uno spostamento degli investitori verso i titoli a breve termine.

In luglio e in agosto meno di un quarto del fabbisogno pubblico poteva essere coperto con titoli a scadenza superiore all'anno. Nell'insieme dei primi nove mesi, la quota dei BOT sul totale delle emissioni lorde di titoli di Stato era più che doppia rispetto allo stesso periodo del 1987, avvicinandosi al 50 per cento.

Alle difficoltà di finanziamento del disavanzo pubblico si aggiungevano quelle di contenere l'espansione del credito. In luglio, all'aumento dei tassi d'interesse sui titoli all'emissione si univa un più intenso ricorso da parte della Banca d'Italia alle operazioni di vendita temporanea di titoli, nell'intento di esercitare attraverso i tassi un impulso restrittivo sui prestiti bancari, soprattutto su quelli accordati al di sotto del *prime rate*. In agosto, perdurando le difficoltà nel mercato del credito e nel finanziamento del Tesoro, il tasso ufficiale di sconto veniva portato dal 12 al 12,5 per cento; in misura analoga venivano innalzati i rendimenti di tutti i titoli di Stato in emissione.

La risposta del mercato è stata positiva. Le aspettative sono rapidamente migliorate, anche per il consenso con cui è stata accolta l'impostazione data dal Governo al bilancio per il 1989. La crescita degli impieghi ha rallentato. In ottobre le sottoscrizioni di BTP a due e quattro anni hanno largamente ecceduto l'offerta. Il mercato ha dato ulteriore prova di essere disposto a sostenere un'azione incisiva di risanamento della finanza pubblica. È essenziale corrispondervi.

L'equilibrio macroeconomico richiede che il rallentamento dei prestiti bancari prosegua in questo scorcio d'anno, anche se ciò non sarà sufficiente a riportare per la fine del 1988 l'espansione del credito al settore non statale entro la fascia obiettivo stabilita un anno fa, allorché peraltro più bassa era la previsione di sviluppo della domanda e della produzione. Includendo il fabbisogno pubblico, l'aumento del credito totale interno

dovrebbe risultare alla fine dell'anno pari al 13 per cento circa, variazione simile a quella del 1987. La massa monetaria sta crescendo entro i limiti previsti.

Nel contesto internazionale che all'inizio abbiamo descritto, le condizioni dell'economia italiana si presentano complessivamente favorevoli. Ma i fattori di debolezza non sono stati rimossi; la finanza pubblica resta l'ipoteca più grave sulle possibilità di uno sviluppo regolare e sostenuto, non insidiato dal rischio dell'inflazione, esteso alle regioni meridionali, dove sempre più tende a concentrarsi una disoccupazione che, sebbene in lieve flessione, permane, per l'intero Paese, sul 12 per cento delle forze di lavoro.

L'opinione pubblica è stata colpita dal superamento della cifra di un milione di miliardi, espressione della consistenza che il debito pubblico ha raggiunto nel mese di settembre. Ancor più del superamento di soglie considerate fatidiche, devono impressionare l'aumento rilevante e continuo del debito, provocato dai fabbisogni annui, e la conseguente devoluzione di larga parte del risparmio nazionale a impieghi non produttivi.

La manovra per il prossimo anno, definita con la legge finanziaria e con i provvedimenti collegati, conferma l'orientamento tracciato nel documento di programmazione economico-finanziaria del maggio scorso.

Il Governo ha indicato in 117.350 miliardi le occorrenze finanziarie del comparto statale. In rapporto al prodotto interno lordo, esse scenderebbero al 10,2 per cento.

L'intensità dell'azione condotta sulla spesa di competenza attesta la volontà del Governo nel perseguire l'obiettivo programmato. Essa consentirà nei prossimi anni un miglior controllo delle uscite, soprattutto di quelle in conto capitale. Ma il riassorbimento dei disavanzi, in un paese che, in modo particolare nel Mezzogiorno, soffre ancora di gravi carenze nelle infrastrutture, richiede che ci si applichi senza indugi all'azione correttiva dei meccanismi strutturali di formazione delle spese correnti. È su questo versante che occorre operare più incisivamente con decisioni che, senza revocare gli istituti di autentica solidarietà sociale, eliminino gli sprechi, migliorino la qualità dei ser-

vizi, corrispondano all'effettivo stato di bisogno dei destinatari.

L'obiettivo annunciato di ridurre il fabbisogno del settore statale, al netto degli interessi, da 30.000 a 21.000 miliardi è un traguardo da raggiungere e superare di slancio, con l'energia di chi sa che l'opera di risanamento dovrà protrarsi per anni. Lo consente e, al contempo, lo richiede la condizione congiunturale dell'economia. Solo così sarà possibile mantenere la domanda interna in linea con quella dei nostri *partners* commerciali e perseguire l'allungamento delle scadenze del debito pubblico e la riduzione dei tassi di interesse: condizioni, queste ultime, su cui si fonda la previsione dell'onere per interessi implicita nel fabbisogno complessivo programmato.

La diminuzione del disavanzo primario faciliterà l'esercizio della politica monetaria, che dovrà continuare a moderare l'espansione del credito. Una crescita dei finanziamenti al settore non statale, compresa tra il 7 e il 10 per cento, appare compatibile con lo sviluppo del reddito e degli investimenti indicato per il 1989. In linea con le previsioni di un aumento del 3 per cento del prodotto reale e del 4 per cento dei prezzi al consumo, la crescita della moneta sarà mantenuta entro una fascia compresa fra il 6 e il 9 per cento.

Nell'industria i costi per unità di prodotto, secondo le stime disponibili, aumentano nel 1988, rispetto all'anno passato, di circa il 5 per cento, tanto nella componente delle materie prime quanto in quella del lavoro. Dal lato delle entrate di bilancio, la manovra definita per il prossimo anno con la legge finanziaria si basa, oltre che su primi risultati dell'azione di recupero dell'evasione fiscale, su un aumento dell'imposizione indiretta. Ai fini del controllo dell'inflazione, sarà quindi necessario accompagnare all'incremento delle entrate fiscali una efficace azione di politica dei redditi, di capitale e di lavoro.

Il contenimento dell'inflazione al 4 per cento è al tempo stesso obiettivo modesto e compito arduo. È condizione essenziale per non compromettere la competitività e limitare il disavanzo della bilancia corrente. Nel 1988 il vincolo esterno, profilatosi preoccupante nei primi mesi dell'anno, è stato poi reso meno stringente dall'espansione della domanda mondiale, in particolare di quella europea. Ma la tendenza del nostro commercio con l'estero mostra, tra il 1984 e il 1987, una cre-

scita annua del volume delle importazioni che ha in media ecceduto quella delle esportazioni di 3,5 punti percentuali; per quest'anno i dati di preconsuntivo continuano a indicare una crescita delle quantità esportate inferiore a quella dei prodotti importati.

La competitività delle esportazioni di merci è tanto più necessaria alla luce del passivo che ormai si registra nello scambio di servizi. Le entrate nette per turismo ristagnano e non riescono più a compensare i crescenti esborsi dei redditi da capitale e dei trasferimenti unilaterali. Nel complesso, le partite correnti dovrebbero registrare nel 1988 un disavanzo di circa 5.000 miliardi, nonostante che il passivo energetico, per la riduzione dei prezzi e delle quantità importate, sia minore di quello del 1987 per circa 4.000 miliardi.

Nei primi nove mesi dell'anno il saldo globale della bilancia dei pagamenti è stato positivo per 1.878 miliardi, con un miglioramento di 3.400 miliardi rispetto allo stesso periodo del 1987, i cui risultati risentirono della crisi valutaria dell'estate.

Il miglioramento della bilancia globale con l'estero, confermato dai rilevanti introiti valutari di ottobre, va interamente ascritto ai movimenti di capitale, che hanno dato luogo a entrate nette per importi superiori alle esigenze di finanziamento del disavanzo corrente.

Le riserve in valute convertibili si ragguagliavano ieri sera a 29.800 miliardi, con un aumento di 9.500 miliardi rispetto alla fine del 1987. È un livello storicamente elevato, che è stato prudente raggiungere al momento della piena applicazione della riforma valutaria.

Gli afflussi di capitali hanno interessato sia i prestiti sia gli investimenti, diretti e di portafoglio, con un'entrata netta di fondi che si è avvicinata, tra gennaio e settembre, ai 10.000 miliardi, importo più che doppio di quello registrato nell'intero 1987. È significativo che così ingenti avanzi finanziari si siano prodotti nell'anno in cui maggiore poteva risultare l'effetto dell'adeguamento delle attività finanziarie dei residenti alla ritrovata condizione di libertà valutaria.

Quell'adeguamento è in corso. Dal maggio del 1987 gli investimenti di portafoglio all'estero da parte di residenti, al netto dei disinvestimenti, sono stati pari, in media, a 500 miliardi al mese. Sommando a queste uscite quelle per investimenti

diretti e per prestiti all'estero, sempre di residenti, il deflusso complessivo di capitali italiani ha oltrepassato i 10.000 miliardi nel 1987; è stato di 9.700 nei primi nove mesi di quest'anno.

A compensare questi deflussi è stato sufficiente, sia nel 1987 sia nell'anno in corso, l'apporto dei prestiti esteri. La loro entità e le favorevoli condizioni testimoniano il merito di credito riconosciuto ai singoli prenditori italiani di fondi e al Paese nel suo complesso.

Un maggiore ricorso ai mercati internazionali, per soddisfare quote del fabbisogno finanziario del settore pubblico, può essere suggerito dall'esigenza di alleggerire l'onere per il servizio del debito. Ma una gestione del debito pubblico che innalzasse significativamente l'importo collocato all'estero rischierebbe di incrinare la posizione di prestatore primario di fondi di cui l'Italia gode sui mercati internazionali. La valutazione potrà essere diversa quando il merito di credito sarà stato consolidato da un ben avviato risanamento delle pubbliche finanze.

Nell'evoluzione complessiva dei flussi finanziari con l'estero nel corso di quest'anno trovano conferma le tendenze positive già emerse nel 1987: la gradualità e la sostenibilità dell'adeguamento dei portafogli dei risparmiatori italiani consentito dalla liberalizzazione valutaria; l'ampliarsi delle correnti di scambio di attività finanziarie in ambedue le direzioni, segno di avanzamento del processo di integrazione del mercato finanziario italiano in quello internazionale; l'accentuarsi dell'interesse dei risparmiatori esteri per le possibilità d'investimento offerte dal nostro paese.

Nel registrare queste tendenze positive sono necessarie due precisazioni: l'aumento della dimensione dei movimenti di capitale accresce la volatilità dei flussi; gli investimenti in Italia dei non residenti presentano in media caratteristiche di minore stabilità rispetto a quelli effettuati all'estero dai residenti.

L'incontro odierno mi offre l'opportunità di riepilogare i termini in cui si pone, a mio avviso, la questione dei rapporti fra banca e industria, sulla quale si è sviluppato di recente un dibattito ampio, ricco di contributi significativi.

Va, in primo luogo, chiuso il varco che nel nostro ordinamento consente a operatori, residenti e

non residenti, di acquisire il controllo di banche senza sottostare a procedura alcuna; non esiste neanche un obbligo di preavviso o di notifica alle autorità monetarie.

Circa poi il merito, non ha mai posto problemi di sorta la partecipazione di capitale finanziario alla proprietà delle banche. L'azione che la Banca d'Italia svolge da anni, promovendo modifiche statutarie e prospettando interventi normativi, dalla trasformazione delle banche pubbliche in società per azioni alla costituzione di gruppi poli-funzionali, mira al rafforzamento patrimoniale e imprenditoriale del sistema creditizio attraverso l'ingresso di capitale privato.

Il nodo della questione è rappresentato dalla partecipazione alla proprietà delle banche di capitale legato ad attività non finanziarie, oggi disponibile in maggiori quantità in conseguenza della forza patrimoniale delle imprese italiane e della crescente integrazione internazionale.

Il convincimento, ripetutamente espresso dalla Banca d'Italia, è che tale partecipazione debba essere consentita, ma che essa non debba in alcun modo configurare una posizione dominante nelle aziende che effettuano raccolta di pubblico risparmio e concedono credito.

L'importanza di una chiara definizione del complesso di questa tematica, ai fini del rafforzamento del sistema creditizio e della tutela della sua autonomia, rende urgente una disciplina legislativa attraverso cui il Parlamento stabilisca criteri, limiti, procedure per l'acquisizione di partecipazioni rilevanti in istituti di credito.

3. I cambi e il Sistema monetario europeo

La gestione del cambio nel periodo trascorso dall'ultima Assemblea del Forex è stata contraddistinta, oltre che dalla maggiore mobilità dei capitali, dalla diversa risposta complessiva che a essa hanno dato le banche centrali in seguito alle intese raggiunte nell'ambito del Gruppo dei Sette e nella Comunità economica europea, in particolare con gli accordi di Basilea-Nyborg.

Questi ultimi hanno provato la loro efficacia, ancor prima di essere stati ratificati, già alla fine di ottobre dello scorso anno, quando i contrac-

colpi del lunedì nero delle Borse si fecero sentire sui mercati dei cambi. In quel momento era diffusa fra gli operatori la sensazione di una carenza di coordinamento tra le autorità monetarie dei principali paesi in materia di tassi d'interesse e di cambio. L'innescarsi di tensioni all'interno del Sistema monetario europeo, pur mancando fattori rilevanti di divergenza in seno alla Comunità, fu conseguenza quasi meccanica delle previsioni di un ulteriore forte deprezzamento del dollaro. Si configurava così il caso contemplato dagli accordi di Basilea-Nyborg, conclusi appunto per meglio gestire movimenti speculativi non giustificati dalle condizioni di fondo delle economie.

Tutti gli strumenti previsti dagli accordi furono attivati con manovre congiunte. Fu allargato il divario dei tassi d'interesse tra monete deboli e monete forti; venne data maggiore flessibilità alla gestione del cambio all'interno della banda di oscillazione; si effettuarono interventi intramarginali finanziati dal FECoM. Gli effetti stabilizzatori di questa azione coordinata furono immediati: l'insieme delle misure prese, da un lato, rese meno profittevole la speculazione, dall'altro manifestò una concordia d'intenti tra le autorità monetarie che rendeva improbabile l'evento previsto, ossia il riallineamento.

L'esperienza del novembre 1987 ha offerto utili indicazioni per la gestione dei cambi nello SME nei mesi successivi. Nella primavera di quest'anno, la scadenza delle elezioni presidenziali francesi ha fornito al mercato un'altra occasione per estrapolare meccanicamente l'inevitabilità di un riallineamento. La pressione si estendeva dal franco francese alla lira: il cambio con il marco veniva lasciato deprezzare. A metà maggio, il non avvenuto riallineamento dopo le elezioni francesi induceva un riafflusso di fondi e una risalita della lira. Analoghi movimenti al ribasso, prima, e al rialzo poi della lira sono emersi in occasione della riunione informale dei Ministri e Governatori della CEE tenutasi a Creta a metà dello scorso mese di settembre. Le recenti tensioni in occasione della nuova flessione del dollaro hanno solo lambito la nostra valuta.

In tutti questi casi la linea seguita dalla Banca d'Italia è stata quella di non ostacolare le tendenze ma di essere presente con interventi, che contrastassero eccessive oscillazioni nei movimenti di breve periodo, e con operazioni complementari di gestione della liquidità sul mercato

monetario. La cooperazione con le altre banche centrali ha fatto sì che la maggiore flessibilità giornaliera del cambio venisse interpretata positivamente dal mercato, come indicazione di una strategia concertata e non come presagio di crisi. A rafforzare questa convinzione ha concorso in misura determinante il fatto che la variabilità si sia manifestata in entrambe le direzioni, diffondendo tra gli operatori la percezione di un rischio simmetrico, che è uno dei presupposti del buon funzionamento dei mercati.

Il più ordinato operare del mercato ha favorito la transizione alla nuova disciplina valutaria entrata pienamente in vigore il 1° ottobre scorso. Vi ha contribuito il fatto che alcune delle più importanti aperture della nuova legge siano state gradualmente anticipate in via amministrativa nei mesi precedenti.

Con la nuova disciplina valutaria l'Italia ha mantenuto gli impegni presi in sede comunitaria, varando una riforma che va oltre i requisiti minimi previsti dalla CEE. Da anni seguiamo una politica monetaria che attribuisce un peso determinante alla disciplina del cambio ai fini della stabilità dei prezzi. L'effettivo dispiegarsi dell'azione di risanamento della finanza pubblica, in cui il Governo è impegnato, potrà consentire l'adesione della lira alla banda d'oscillazione ristretta dello SME.

La riforma dell'ordinamento valutario apre nuove possibilità di crescita e di profitto per gli intermediari. Per le banche, essa amplia gli spazi operativi sia in valuta all'interno e all'estero, sia in lire sull'estero; sul mercato a pronti e su quello a termine; nell'intermediazione dei titoli in valuta e dei nuovi strumenti di copertura dei rischi di cambio e di tasso d'interesse. Sarà possibile ora gestire unitariamente la tesoreria in lire e quella in valuta, ricercando l'investimento più conveniente della liquidità nel mercato interno o in quello internazionale. Al venir meno dei vincoli valutari, le banche dovranno darsi regole operative per mantenere l'assunzione dei rischi di cambio in proporzioni adeguate ai mezzi propri. Nella stessa direzione sta movendo la normativa di carattere prudenziale dell'Organo di vigilanza.

Il consolidamento dei requisiti di efficienza, economicità, sicurezza dell'attività internazionale consentirà ai nostri istituti di credito di continuare a rappresentare il principale canale di tran-

sito delle operazioni in valuta dei residenti, anche quando, nel luglio del 1990, sarà venuto meno ogni obbligo.

Con la piena liberalizzazione dei movimenti di capitale a breve nella Comunità, il Sistema monetario europeo e in particolare gli otto paesi aderenti all'accordo di cambio entreranno in una fase a rischio più elevato. Nel nuovo assetto la sanzione con cui i mercati potranno colpire politiche economiche inadeguate si farà severa e pronta. Diverrà sempre più importante per la stabilità dei cambi, oltre all'attenta gestione giornaliera degli interventi sulla liquidità e sul mercato valutario, il quadro generale che le politiche economiche di tutti i paesi membri congiuntamente determinano.

La liberalizzazione dei capitali a breve costituirà un momento positivo nella misura in cui la sua piena attuazione sarà accompagnata da altri progressi verso l'armonizzazione delle norme e l'integrazione dei mercati. Altrimenti essa introdurrà nel Sistema monetario europeo elementi di precarietà e lo esporrà a movimenti speculativi che potranno prevalere sulle politiche economiche e distorcerne gli effetti. Un avanzamento solo nel settore dei capitali sarebbe troppo sbilanciato: lascerebbe i paesi dell'accordo di cambio in mezzo al guado.

La percezione dei pericoli insiti in una fase di transizione e l'esigenza di superarli istituzionalmente, raggiungendo presto una solida sponda, sono alla base del rinnovato impegno per progredire verso l'unione economica e monetaria. Il Comitato di studio, istituito dal Consiglio europeo ad Hannover, ha iniziato i suoi lavori, dai quali è lecito attendersi non solo il disegno della costruzione monetaria europea, ma anche l'indicazione dei passi concreti necessari per realizzarlo. Questi non potranno che volgere verso il coordinamento *ex ante* delle politiche monetarie, che fissi comuni sentieri di crescita degli aggregati e prestabilisca impegni e modi di reazione alle deviazioni dal corso programmato. Ma anche le altre componenti della politica economica, sia quella fiscale sia quella dei redditi, dovranno divenire sempre più compatibili.

La decisione di muovere verso un'area di cambi fissi e di capitali pienamente liberi in Europa è stata una decisione sofferta da chi, oltre a

condividerla, è consapevole dei rischi di instabilità, ai quali l'intero sistema comunitario è esposto, qualora non si realizzi un decisivo progresso verso l'unione economica e monetaria.

Gli impegni da assolvere nella Comunità, congiuntamente dai paesi membri, presuppongono l'osservanza piena, da parte di ciascuno, dei compiti da svolgere all'interno del proprio paese per

uno sviluppo nella stabilità. Per quanto riguarda l'Italia, risanare la finanza pubblica, consolidare i progressi dell'apparato produttivo, completare la ristrutturazione del sistema creditizio e dei mercati finanziari rappresentano obiettivi fondamentali, per recare alla costruzione di una economia europea sempre più integrata il contributo che è nei nostri doveri e nelle nostre possibilità.

Appendice

Serie statistiche

Congiuntura estera

- Tav. a1 — Prodotto lordo, prezzi impliciti e bilance correnti
- » a2 — Produzione industriale
- » a3 — Prezzi al consumo
- » a4 — Prezzi all'ingrosso
- » a5 — Tassi d'interesse sui mercati monetari
- » a6 — Tassi d'interesse e corsi azionari sui mercati finanziari
- » a7 — Tassi d'interesse e premio/sconto del dollaro statunitense sui mercati internazionali
- » a8 — Quotazioni delle principali valute e dell'oro
- » a9 — Tassi di cambio effettivi nominali
- » a10 — Tassi di cambio effettivi reali
- » a11 — Esposizione verso l'estero del sistema creditizio italiano

Congiuntura italiana

- Tav. a12 — Conto economico delle risorse e degli impieghi
- » a13 — Produzione industriale e indicatori d'opinioni ISCO
- » a14 — Forze di lavoro, occupazione e disoccupazione
- » a15 — Prezzi ingrosso e al consumo
- » a16 — Tassi di cambio effettivi reali dell'Italia
- » a17 — Bilancia dei pagamenti valutaria
- » a18 — Posizione della Banca d'Italia e dell'UIC verso l'estero

Moneta, credito e tassi d'interesse

- Tav. a19 — Formazione del fabbisogno del settore statale
- » a20 — Copertura del fabbisogno del settore statale
- » a21 — Consistenza del debito pubblico interno
- » a22 — Base monetaria
- » a23 — Operazioni in titoli di Stato di BI-UIC
- » a24 — Operazioni temporanee in titoli da parte della Banca d'Italia
- » a25 — Aste dei Buoni ordinari del Tesoro
- » a26 — Tassi d'interesse
- » a27 — Principali voci di situazione delle aziende di credito
- » a28 — Principali voci di situazione degli istituti di credito speciale
- » a29 — Impieghi per rami di attività economica e categorie di imprese
- » a30 — Emissioni nette di valori mobiliari
- » a31 — Condizioni di emissione di CCT, BTP e CTE
- » a32 — CCT, CTE, CTR, BTP e Fondi comuni
- » a33 — Credito totale interno
- » a34 — Aggregati monetari e loro contropartite
- » a35 — Attività liquide del settore non statale
- » a36 — Attività finanziarie del settore non statale e loro contropartite

Prodotto lordo, prezzi impliciti e bilance correnti

PERIODO	Stati Uniti	Giappone	Germania federale	Francia	Regno Unito	Italia	Canada
Prodotto lordo reale (1)							
<i>(variazioni percentuali sul periodo precedente; dati destagionalizzati)</i>							
1982	-2,5	3,1	-1,0	2,5	1,1	0,2	-3,2
1983	3,6	3,2	1,9	0,7	3,5	1,1	3,2
1984	6,8	5,1	3,3	1,3	2,1	3,2	6,3
1985	3,4	4,9	2,0	1,7	3,9	2,9	4,6
1986	2,8	2,4	2,5	2,2	2,9	2,9	3,2
1987	3,4	4,2	1,7	2,4	4,2	3,1	4,0
1987 — I trim.....	1,1	1,5	-0,5	0,2	1,0	0,5	1,6
II »	1,2	—	0,7	0,9	0,3	1,2	1,3
III »	1,1	2,0	1,4	0,8	1,9	1,0	1,5
IV »	1,5	1,8	0,7	0,7	1,0	0,2	1,6
1988 — I trim.....	0,8	2,7	1,4	1,2	0,7	....	0,8
II »	0,8	-1,0	—	0,5	0,5	....	1,0
Deflatore del prodotto lordo (1)							
<i>(variazioni percentuali sul periodo precedente; dati destagionalizzati)</i>							
1982	6,5	1,8	4,4	11,7	7,6	16,2	8,7
1983	3,9	0,8	3,2	9,8	5,3	15,0	5,1
1984	3,7	1,2	2,0	7,4	4,3	11,3	3,1
1985	2,9	1,4	2,2	5,9	5,8	8,9	2,9
1986	2,7	1,9	3,1	5,0	3,7	7,5	2,5
1987	3,3	-0,2	2,1	2,6	4,8	5,6	4,4
1987 — I trim.....	0,9	-0,4	0,8	0,9	0,5	1,0	1,2
II »	0,8	-0,2	0,2	0,5	0,5	1,8	1,3
III »	0,8	0,6	-0,2	0,3	1,9	1,1	0,6
IV »	0,6	-0,2	0,8	0,8	1,6	1,4	1,2
1988 — I trim.....	0,4	0,1	0,5	1,0	0,1	....	0,9
II »	1,2	-0,2	0,4	0,7	0,2	....	0,9
Saldo delle partite correnti (2)							
<i>(miliardi di dollari)</i>							
1982	-8,1	6,8	4,8	-12,1	7,8	-5,5	2,3
1983	-46,6	20,8	5,2	-4,9	4,9	0,8	2,5
1984	-107,0	35,0	9,5	-0,8	2,7	-2,9	2,0
1985	-115,1	49,2	17,0	0,1	4,4	-4,1	-1,4
1986	-138,8	85,8	38,9	2,9	-0,2	2,2	-7,6
1987	-154,0	87,0	44,6	-4,8	-4,3	-1,0	-8,0
1987 — I trim.....	-37,6	20,9	11,9	—	1,4	0,9	-1,4
II »	-40,9	22,7	11,5	-1,2	-0,6	0,5	-1,9
III »	-42,0	21,3	10,9	-1,0	-1,8	-1,2	-2,1
IV »	-33,5	22,1	10,3	-2,6	-3,3	-1,2	-2,6
1988 — I trim.....	-36,9	18,5	9,2	1,0	-5,2	-1,7	-1,3
II »	-33,3	19,3	14,7	....	-5,4	0,4	-1,9

Fonti: Bollettini nazionali, OCSE e FMI.

(1) Stati Uniti, Giappone, Germania federale e Canada: PNL; Francia: PIL «marchand»; Regno Unito e Italia: PIL. — (2) Stati Uniti e Italia: dati destagionalizzati.

Produzione industriale

(variazioni percentuali sul periodo precedente; dati destagionalizzati)

PERIODO	Stati Uniti	Giappone	Germania federale	Francia	Regno Unito	Italia	Canada
1982.....	-7,1	0,3	-3,2	-0,4	1,9	-3,1	-9,8
1983.....	6,0	3,3	0,6	0,3	3,6	-3,2	6,5
1984.....	11,4	9,3	3,0	1,9	1,4	3,4	14,1
1985.....	1,6	3,7	4,5	0,7	4,6	1,2	5,2
1986.....	1,1	-0,2	1,9	0,7	1,5	2,7	1,3
1987.....	3,7	3,1	0,4	2,0	3,1	4,0	3,7
1986 — II trim.....	-0,7	0,1	—	1,0	1,0	0,1	—
III »	0,3	-0,3	0,9	1,3	0,7	0,3	-0,7
IV »	1,0	-0,1	-0,9	-1,3	0,2	1,9	0,6
1987 — I trim.....	0,8	1,0	-0,9	0,3	0,5	0,1	0,4
II »	1,0	0,2	1,9	1,6	1,0	2,7	1,6
III »	2,1	3,4	—	0,6	1,5	-0,9	2,6
IV »	1,7	3,2	0,9	1,0	1,1	2,6	2,5
1988 — I trim.....	0,9	3,3	—	0,6	0,3	1,6	1,3
II »	1,2	-0,5	0,9	0,3	1,3	-0,6	0,9
1987 — lug.	1,2	0,8	-0,9	-1,0	0,6	0,3	0,4
ago.	0,4	—	2,8	—	1,6	-1,5	2,1
set.	-0,2	1,5	-0,9	1,0	-1,2	2,9	0,4
ott.	1,2	1,7	0,9	—	1,1	2,4	1,0
nov.	0,6	0,3	—	—	0,3	-1,4	0,7
dic.	0,5	1,2	—	1,0	—	-0,8	0,3
1988 — gen.	0,4	0,4	—	—	1,2	5,9	0,8
feb.	—	2,7	0,9	—	-2,1	-4,2	0,1
mar.	0,2	0,2	—	—	1,6	-0,9	-0,1
apr.	0,6	-0,8	-0,9	-0,9	0,6	2,9	—
mag.	0,5	-2,4	0,9	1,0	0,9	-2,8	1,2
giu.	0,4	2,6	1,8	1,9	-0,9	1,2	0,2
lug.	0,8	—	—	....	—	2,6	....

Fonti: Bollettini nazionali, OCSE.

Prezzi al consumo

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

PERIODO	Stati Uniti	Giappone	Germania federale	Francia	Regno Unito	Italia	Canada
1982.....	6,2	2,7	5,3	11,8	8,5	16,5	10,8
1983.....	3,2	1,9	3,3	9,6	4,6	14,7	5,8
1984.....	4,3	2,2	2,4	7,4	4,7	10,8	4,4
1985.....	3,5	2,1	2,2	5,8	6,4	9,2	3,9
1986.....	1,9	0,4	-0,2	2,7	3,3	5,9	4,2
1987.....	3,7	-0,3	0,2	3,1	4,1	4,7	4,4
1986 — II trim.....	1,6	0,7	-0,2	2,4	2,6	6,1	3,9
III ».....	1,6	—	-0,4	2,1	2,4	5,5	4,2
IV ».....	1,3	-0,4	-1,1	2,1	3,3	4,4	4,3
1987 — I trim.....	2,2	-1,2	-0,5	3,2	3,9	4,3	4,0
II ».....	3,7	-0,2	0,1	3,4	4,2	4,4	4,6
III ».....	4,2	0,1	0,6	3,4	4,4	4,9	4,5
IV ».....	4,5	0,4	1,0	3,2	4,1	5,4	4,2
1988 — I trim.....	3,9	0,6	0,8	2,4	3,3	5,1	4,1
II ».....	3,9	—	1,1	2,5	4,3	5,0	4,0
1987 — lug.....	3,9	-0,3	0,7	3,4	4,4	4,7	4,7
ago.....	4,3	0,1	0,8	3,5	4,4	4,8	4,5
set.....	4,3	0,5	0,4	3,2	4,3	5,2	4,5
ott.....	4,6	0,4	0,9	3,2	4,5	5,5	4,3
nov.....	4,5	0,4	1,0	3,2	4,2	5,4	4,2
dic.....	4,4	0,4	1,0	3,1	3,6	5,2	4,2
1988 — gen.....	4,1	0,7	0,7	2,4	3,3	5,2	4,1
feb.....	4,0	0,6	0,9	2,4	3,3	5,0	4,1
mar.....	4,0	0,4	1,0	2,5	3,4	5,2	4,1
apr.....	3,9	—	1,0	2,5	4,0	5,1	4,0
mag.....	3,9	-0,1	1,1	2,5	4,3	5,0	4,1
giu.....	4,0	—	1,1	2,6	4,7	5,0	3,9
lug.....	4,1	0,4	1,0	2,7	4,9	5,0	3,8
ago.....	4,0	0,5	1,2	2,8	5,7	...	4,0

Fonti: Bollettini nazionali, OCSE.

Prezzi all'ingrosso

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

PERIODO	Stati Uniti	Giappone	Germania federale (1)	Francia (1)	Regno Unito (1)	Italia	Canada (1)
1982.....	1,8	1,8	4,8	10,7	7,8	13,9	6,7
1983.....	1,8	-2,2	1,5	8,9	5,5	9,7	3,5
1984.....	1,8	-0,2	2,8	8,9	6,1	10,4	4,5
1985.....	—	-1,2	2,0	4,8	5,5	7,3	2,8
1986.....	-2,6	-9,1	-2,4	-2,6	4,5	-0,9	0,8
1987.....	1,8	-3,8	-0,4	—	3,8	2,6	2,7
1986 — II trim.....	-3,5	-9,5	-2,5	-3,2	4,5	-1,4	0,2
III »	-2,6	-10,8	-3,0	-3,9	4,4	-2,2	0,5
IV »	-3,5	-9,0	-3,0	-3,3	4,2	-2,4	0,4
1987 — I trim.....	-0,9	-7,8	-2,1	-2,0	4,1	-0,4	-0,2
II »	2,7	-5,1	-0,7	-0,7	3,6	2,4	2,7
III »	3,6	-1,2	0,3	0,7	3,6	4,1	3,8
IV »	4,5	-0,6	0,9	2,7	3,9	4,6	4,3
1988 — I trim.....	4,5	-1,0	0,8	2,7	3,9	4,1	5,0
II »	4,4	-0,6	1,4	....	4,3	4,4	4,4
1987 — lug.	3,6	-2,1	0,3	....	3,6	3,8	3,7
ago.	4,5	-1,0	0,3	....	3,6	4,1	3,9
set.	3,6	-0,6	0,2	....	3,6	4,3	4,0
ott.	4,5	0,1	0,8	....	3,9	4,5	3,9
nov.	4,5	-0,7	0,9	....	3,9	4,6	4,4
dic.	4,5	-1,1	1,0	....	3,9	4,7	4,9
1988 — gen.	3,6	-1,0	0,6	....	3,8	3,9	5,1
feb.	4,5	-1,0	1,0	....	3,9	4,2	4,8
mar.	3,5	-1,0	1,0	....	4,0	4,3	4,9
apr.	4,4	-0,7	1,1	....	4,2	4,4	4,6
mag.	4,4	-0,5	1,3	....	4,2	4,5	4,3
giu.	4,3	-0,6	1,7	....	4,7	4,5	4,1
lug.	4,3	-0,9	1,6	....	4,6	4,7	3,7
ago. ....	....	-1,0	....	....	4,9	5,0	....

Fonti: Bollettini nazionali, OCSE.

(1) Per la Germania, prezzi alla produzione totali; per la Francia, prezzi alla produzione dei beni intermedi; per il Regno Unito e per il Canada, prezzi alla produzione dei manufatti.

Tassi di interesse sui mercati monetari

(valori percentuali)

PERIODO	Stati Uniti	Giappone	Germania federale	Francia	Regno Unito	Italia	Canada
Tassi ufficiali di riferimento (1) (dati di fine periodo)							
1982 — dic.	8,5	5,5	5,0	9,5	10,1	18,0	10,3
1983 — dic.	8,5	5,0	4,0	9,5	9,0	17,0	10,0
1984 — dic.	8,0	5,0	4,5	9,5	9,6	16,5	10,2
1985 — dic.	7,5	5,0	4,0	9,5	11,5	15,0	9,5
1986 — dic.	5,5	3,0	3,5	9,5	11,0	12,0	8,5
1987 — ago.	5,5	2,5	3,0	9,5	10,0	12,0	9,2
set.	6,0	2,5	3,0	9,5	10,0	12,0	8,6
ott.	6,0	2,5	3,0	9,5	9,5	12,0	8,3
nov.	6,0	2,5	3,0	9,5	9,0	12,0	8,5
dic.	6,0	2,5	2,5	9,5	8,5	12,0	8,7
1988 — gen.	6,0	2,5	2,5	9,5	8,5	12,0	8,6
feb.	6,0	2,5	2,5	9,5	8,5	12,0	8,6
mar.	6,0	2,5	2,5	9,5	8,0	12,0	8,8
apr.	6,0	2,5	2,5	9,5	8,0	12,0	9,1
mag.	6,0	2,5	2,5	9,5	7,5	12,0	9,1
giu.	6,0	2,5	2,5	9,5	9,5	12,0	9,4
lug.	6,0	2,5	3,0	9,5	10,5	12,0	9,5
ago.	6,5	2,5	3,5	9,5	12,0	12,5	10,0
Tassi di mercato monetario (2) (dati medi mensili)							
1982 — dic.	7,9	7,1	6,6	12,7	10,6	19,1	9,8
1983 — dic.	9,0	6,3	6,5	12,2	9,4	17,0	9,7
1984 — dic.	8,1	6,3	5,8	10,7	9,8	14,7	9,8
1985 — dic.	7,1	8,0	4,8	9,0	11,8	13,1	9,2
1986 — dic.	5,5	4,4	4,8	8,1	11,4	10,3	8,2
1987 — ago.	6,0	3,7	3,9	8,0	10,0	10,9	9,0
set.	6,4	3,8	4,0	8,0	10,2	11,8	9,4
ott.	6,1	3,8	4,7	8,3	10,0	12,0	7,8
nov.	5,7	3,9	3,9	8,8	8,9	12,1	8,3
dic.	5,8	3,9	3,6	8,6	8,8	11,7	8,4
1988 — gen.	5,8	3,8	3,4	8,3	9,0	11,4	8,4
feb.	5,7	3,8	3,3	7,7	9,2	10,8	8,3
mar.	5,7	3,8	3,4	8,0	8,9	10,8	8,5
apr.	5,9	3,8	3,4	8,1	8,3	10,8	8,9
mag.	6,3	3,9	3,5	7,9	8,0	10,8	8,9
giu.	6,5	3,9	3,9	7,4	8,9	10,6	9,2
lug.	6,7	4,0	4,9	7,4	10,6	11,1	9,3
ago.	7,1	4,1	5,3	7,7	11,4	11,1	9,5

Fonti: Bollettini nazionali, FMI, BRI e OCSE.

(1) Regno Unito: *Base rate*; tutti gli altri paesi: tasso di sconto. — (2) USA: tasso sui buoni del Tesoro a 3 mesi; Giappone: tasso sui titoli privati a 2 mesi; Germania: tasso interbancario a 3 mesi; Francia: tasso interbancario a 3 mesi; Regno Unito: tasso interbancario a 3 mesi; Italia: tasso d'asta sui BOT a 6 mesi; Canada: tasso sui buoni del Tesoro a 3 mesi (fine periodo).

Tassi di interesse e corsi azionari sui mercati finanziari

(dati medi mensili)

PERIODO	Stati Uniti	Giappone	Germania federale	Francia	Regno Unito	Italia	Canada
Tassi delle obbligazioni (1)							
1982 — dic.	9,9	7,5	7,9	14,8	11,3	19,6	11,7
1983 — dic.	11,1	6,9	8,2	13,3	10,3	17,7	12,0
1984 — dic.	10,6	6,3	7,0	11,8	10,5	14,5	11,7
1985 — dic.	8,4	5,8	6,5	10,5	10,4	13,7	10,1
1986 — dic.	6,4	4,6	5,9	8,7	10,7	10,1	9,2
1987 — ago.	8,0	4,5	6,0	9,8	9,9	11,3	10,4
set.	8,7	5,5	6,2	10,3	10,0	11,3	10,1
ott.	8,7	4,7	6,5	10,7	9,9	11,4	10,2
nov.	8,0	4,5	6,0	10,0	9,2	11,3	10,5
dic.	8,1	4,3	6,0	10,0	9,6	10,5	10,3
1988 — gen.	7,9	4,1	6,0	9,9	9,6	10,3	9,7
feb.	7,4	4,1	5,8	9,1	9,4	10,3	9,6
mar.	7,5	4,0	5,7	9,2	9,1	10,3	10,1
apr.	7,8	3,9	5,8	9,2	9,1	10,4	10,4
mag.	8,2	4,2	6,1	9,2	9,4	10,5	10,4
giu.	8,2	4,5	6,1	8,9	9,5	10,5	10,1
lug.	8,4	4,5	6,4	9,0	9,7	10,6	10,4
ago.	8,8	4,8	6,5	9,1	9,8	10,7	10,6
Indici azionari (1975 = 100) (2)							
1982 — dic.	163,6	187,1	114,3	137,8	285,0	131,0	195,8
1983 — dic.	193,1	227,6	160,3	207,6	350,0	161,1	255,2
1984 — dic.	193,2	277,2	173,4	247,6	436,4	187,8	240,0
1985 — dic.	243,8	322,5	283,9	347,2	507,5	441,1	290,0
1986 — dic.	291,4	498,4	314,0	555,5	615,8	820,4	306,6
1987 — ago.	386,6	676,3	304,2	567,3	862,4	732,9	399,4
set.	373,9	668,5	296,7	582,7	882,3	720,2	390,2
ott.	331,6	650,2	271,4	498,0	773,6	717,2	301,9
nov.	284,9	594,5	203,7	403,9	618,2	584,7	297,8
dic.	283,1	583,5	199,2	385,8	636,7	575,6	316,0
1988 — gen.	294,1	584,0	190,2	367,3	677,3	556,3	305,7
feb.	303,1	636,5	200,0	389,2	673,5	532,4	320,4
mar.	311,9	677,4	212,0	403,4	697,1	601,2	331,4
apr.	308,3	695,8	210,5	409,4	690,2	611,1	334,0
mag.	300,4	696,5	203,1	428,3	691,7	573,3	324,9
giu.	318,7	702,6	217,6	475,8	719,8	594,2	344,2
lug.	316,1	698,8	224,9	487,3	725,2	637,2	337,7
ago.	309,5	702,9	223,9	481,8	713,1	664,0	328,6

Fonti: Bollettini nazionali, FMI, BRI e OCSE.

(1) Tassi di rendimento delle obbligazioni pubbliche. — (2) Per l'Italia 1958 = 100.

Tassi di interesse e premio/sconto del dollaro statunitense sui mercati internazionali

(dati medi nel periodo)

PERIODO	Dollaro USA	Yen giapponese	Marco tedesco	Sterlina inglese	Lira italiana	Dollaro USA	Yen giapponese	Marco tedesco	Sterlina inglese	Lira italiana
Eurotassi a 3 mesi										
1983	9,56	6,47	5,45	10,04	18,10	10,00	6,52	5,88	10,25	18,88
1984	10,74	6,28	5,71	9,88	15,62	11,60	6,40	6,18	10,24	16,56
1985	8,28	6,55	5,25	12,16	13,77	8,97	6,42	5,47	11,61	14,24
1986	6,71	5,03	4,51	10,88	12,69	6,79	4,91	4,55	10,63	12,06
1987	7,07	4,15	3,92	9,64	10,79	7,49	4,20	4,13	9,74	11,03
1987 — nov.	7,42	4,26	3,84	8,87	11,81	7,81	4,31	4,08	8,96	11,73
dic.	7,87	4,39	3,59	8,69	11,19	8,06	4,39	3,78	9,12	11,55
1988 — gen.	7,12	4,17	3,30	8,86	10,67	7,64	4,24	3,67	9,42	11,25
feb.	6,73	4,16	3,29	9,18	10,31	7,12	4,18	3,50	9,62	10,70
mar.	6,74	4,26	3,30	8,82	10,69	7,27	4,24	3,53	9,26	10,92
apr.	7,07	4,02	3,31	8,22	10,44	7,65	4,23	3,61	8,87	10,88
mag.	7,41	4,08	3,44	7,97	10,14	8,06	4,29	3,92	8,95	10,85
giu.	7,61	4,23	3,79	8,85	10,20	8,16	4,47	4,23	9,57	10,90
lug.	8,07	4,65	4,75	10,44	10,77	8,53	4,83	5,09	10,68	11,30
ago.	8,48	4,76	5,14	11,32	10,79	9,01	4,88	5,56	11,40	11,47
set.	8,31	4,96	4,89	12,07	11,24	8,77	4,98	5,29	12,10	11,39
Premio (-) / Sconto (+) del dollaro statunitense a 3 mesi						Premio (-) / Sconto (+) del dollaro statunitense a 12 mesi				
1983		3,09	4,11	-0,48	-8,54		3,48	4,12	-0,25	-8,88
1984		4,46	5,03	0,86	-4,88		5,20	5,42	1,36	-4,96
1985		1,73	3,03	-3,88	-5,49		2,55	3,50	-2,64	-5,27
1986		1,68	2,20	-4,17	-5,98		1,88	2,24	-3,84	-5,27
1987		2,92	3,15	-2,57	-3,72		3,29	3,36	-2,25	-3,54
1987 — nov.		3,16	3,58	-1,45	-4,39		3,50	3,73	-1,15	-3,92
dic.		3,48	4,28	-0,82	-3,32		3,67	4,28	-1,06	-3,49
1988 — gen.		2,95	3,82	-1,74	-3,55		3,40	3,97	-1,78	-3,61
feb.		2,57	3,44	-2,45	-3,58		2,94	3,62	-2,50	-3,58
mar.		2,48	3,44	-2,08	-3,95		3,03	3,74	-1,99	-3,65
apr.		3,05	3,76	-1,15	-3,37		3,42	4,04	-1,22	-3,23
mag.		3,33	3,97	-0,56	-2,73		3,77	4,14	-0,89	-2,79
giu.		3,38	3,82	-1,24	-2,59		3,69	3,93	-1,41	-2,74
lug.		3,42	3,32	-2,37	-2,70		3,70	3,44	-2,15	-2,77
ago.		3,72	3,34	-2,84	-2,31		4,13	3,45	-2,39	-2,46
set.		3,35	3,42	-3,76	-2,93		3,79	3,48	-3,33	-2,62

Fonte: BRI.

Quotazioni delle principali valute e dell'oro

(media nel periodo)

PERIODO	Lire per una unità di valuta								Oro (dollari per oncia) (1)
	Dollaro statunitense	Yen giapponese	Marco tedesco	Franco francese	Sterlina inglese	Franco svizzero	DSP	ECU	
1982	1.353,6	5,4382	557,26	206,08	2.362,0	666,47	1.494,4	1.323,7	456,90
1983	1.519,2	6,3995	594,53	199,43	2.301,7	722,77	1.624,0	1.349,7	381,50
1984	1.756,5	7,3905	617,27	201,08	2.339,8	747,54	1.800,4	1.380,9	308,30
1985	1.909,7	8,0240	650,26	213,08	2.462,5	780,26	1.939,0	1.447,8	327,00
1986	1.489,6	8,8749	686,98	215,07	2.185,5	830,61	1.747,5	1.461,9	390,90
1987	1.296,8	8,9827	721,65	215,74	2.123,7	870,44	1.676,9	1.495,0	484,10
1986 — III trim. ...	1.436,9	9,2194	688,50	211,85	2.141,3	851,35	1.728,3	1.454,4	423,20
IV » ..	1.389,5	8,6728	692,53	211,42	1.985,8	835,44	1.675,6	1.442,5	390,90
1987 — I trim. ...	1.306,2	8,5358	710,62	213,32	2.016,2	845,55	1.647,0	1.469,3	421,00
II » ..	1.300,2	9,1145	719,80	215,69	2.135,0	871,92	1.682,6	1.494,5	447,30
III » ..	1.330,9	9,0530	723,63	216,95	2.151,9	872,47	1.699,1	1.501,4	459,50
IV » ..	1.249,3	9,2136	732,13	216,88	2.187,9	891,02	1.676,7	1.513,4	484,10
1988 — I trim. ...	1.236,4	9,6667	737,37	217,97	2.222,2	898,59	1.691,4	1.524,4	456,95
II » ..	1.269,3	10,0960	742,88	219,49	2.334,6	893,99	1.736,5	1.543,3	436,55
III » ..	1.385,9	10,3570	742,30	219,21	2.348,5	885,63	1.797,4	1.542,2	396,70
1987 — ago.	1.345,8	9,1193	724,26	216,99	2.149,0	874,49	1.708,2	1.501,8	453,40
set.	1.310,3	9,1509	722,84	216,46	2.154,5	872,49	1.692,0	1.499,6	459,50
ott.	1.303,1	9,0922	723,03	216,37	2.164,5	871,32	1.687,9	1.500,4	468,80
nov.	1.239,4	9,1601	736,91	216,96	2.199,7	896,82	1.672,4	1.520,0	492,50
dic.	1.202,9	9,3944	736,88	217,35	2.200,6	905,85	1.663,7	1.520,4	484,10
1988 — gen.	1.215,0	9,5392	735,54	217,93	2.190,2	903,61	1.673,3	1.519,2	458,00
feb.	1.250,3	9,6745	736,42	217,98	2.196,3	897,81	1.694,8	1.521,0	426,15
mar.	1.241,4	9,7648	739,75	218,01	2.272,4	895,16	1.702,5	1.531,9	456,95
apr.	1.242,2	9,9368	742,61	218,79	2.330,4	898,07	1.716,7	1.541,6	449,00
mag.	1.258,7	10,0910	743,28	219,51	2.352,8	892,18	1.731,9	1.545,8	455,50
giu.	1.303,4	10,2380	742,72	220,09	2.320,1	892,27	1.755,1	1.542,3	436,55
lug.	1.366,5	10,2630	740,84	219,77	2.329,2	891,48	1.783,4	1.539,9	436,80
ago.	1.397,9	10,4460	740,21	218,65	2.371,5	882,31	1.800,8	1.540,9	427,75
set.	1.392,5	10,3580	745,78	219,24	2.343,9	883,37	1.796,9	1.545,9	396,70

(1) Dati di fine periodo.

Tassi di cambio effettivi nominali (1)

(indici 1980 = 100)

PERIODO	Stati Uniti	Canada	Giappone	Germania federale	Francia	Regno Unito	Italia	Svizzera
1982	119,8	100,1	106,8	102,6	86,9	98,4	85,1	110,9
1983	122,9	101,6	117,0	106,5	80,5	91,2	82,0	115,8
1984	130,9	98,4	124,2	106,1	77,7	87,5	78,6	114,7
1985	135,1	93,9	126,8	106,2	78,4	87,1	74,2	113,5
1986	110,3	87,2	159,1	113,5	79,4	78,8	74,4	122,3
1987	97,5	88,6	171,0	119,1	78,7	77,0	73,7	127,4
1986 — III trim.....	106,2	86,7	168,6	114,3	78,3	77,5	74,8	126,1
IV »	106,4	86,8	162,6	116,7	79,1	72,9	75,6	125,6
1987 — I trim.....	100,7	88,6	163,5	119,2	79,0	74,0	75,0	126,2
II »	97,3	88,1	173,2	118,6	78,6	77,2	73,6	127,5
III »	98,7	89,2	169,7	118,6	78,6	77,3	73,2	126,8
IV »	93,3	88,5	177,3	120,1	78,4	79,1	73,0	129,3
1988 — I trim.....	90,1	91,0	185,9	119,9	78,2	79,6	72,5	129,4
II »	89,2	93,8	190,2	119,0	77,7	82,5	71,4	126,5
III »	93,9	96,2	186,4	117,8	76,9	81,4	70,7	124,0
1987 — ago.	99,4	89,1	169,8	118,4	78,4	76,9	73,2	126,9
set.	97,2	89,3	173,0	118,7	78,6	77,7	73,3	127,0
ott.	96,9	89,6	171,8	118,9	78,6	78,2	73,3	126,9
nov.	92,9	88,0	176,8	120,6	78,2	79,4	72,7	129,7
dic.	90,2	88,0	183,3	120,8	78,4	79,7	72,9	131,3
1988 — gen.	89,9	89,6	185,5	120,3	78,6	79,1	72,8	130,8
feb.	90,9	91,2	185,5	119,8	78,2	78,6	72,4	129,3
mar.	89,5	92,3	186,7	119,8	77,8	81,1	72,1	128,0
apr.	88,5	93,1	189,5	119,5	77,6	82,8	71,7	127,5
mag.	88,8	93,0	190,7	119,1	77,6	83,3	71,4	126,1
giu.	90,3	95,2	190,4	118,5	77,7	81,4	71,1	125,9
lug.	93,1	96,9	186,1	117,8	77,3	81,0	70,8	125,2
ago.	94,4	96,0	187,2	117,4	76,7	82,2	70,7	123,4
set.	94,4	95,7	185,9	118,1	76,7	81,1	70,5	123,4

(1) Calcolati sulla base delle quote del commercio internazionale con i principali 14 paesi. — Per il metodo di calcolo si veda la sezione Note Metodologiche dell'Appendice della Relazione della Banca d'Italia sul 1983.

Tassi di cambio effettivi reali (1)

(indici 1980 = 100)

PERIODO	Stati Uniti	Canada	Giappone	Germania federale	Francia	Regno Unito	Italia	Svizzera
1982	121,0	103,6	94,0	96,5	94,4	99,8	98,2	103,5
1983	122,3	107,1	99,4	97,2	92,2	94,2	100,7	104,5
1984	128,6	105,7	101,8	94,4	91,7	91,8	102,0	102,1
1985	130,4	102,7	100,8	93,1	95,5	93,9	100,4	100,1
1986	104,3	99,4	123,3	99,8	99,7	91,3	103,1	104,9
1987	94,3	101,5	126,3	103,5	100,3	92,0	105,2	106,1
1986 — II trim.	105,0	99,5	124,0	98,4	98,7	95,8	101,5	103,4
III »	99,7	99,4	130,7	100,7	99,2	90,9	103,7	107,9
IV »	100,7	99,9	123,5	102,4	100,7	86,3	105,9	106,2
1987 — I trim.	96,6	101,1	122,3	104,0	100,7	88,1	106,0	105,6
II »	93,9	100,8	128,0	103,2	100,4	92,4	104,7	106,1
III »	96,0	102,2	124,9	102,8	100,4	92,3	104,7	105,1
IV »	90,7	102,0	130,2	104,1	99,7	95,1	105,4	107,6
1988 — I trim.	87,7	105,5	135,2	103,8	99,2	96,7	105,6	107,7
II »	87,6	108,1	136,1	102,9	98,6	100,8	104,5	105,3
1987 — giu.	95,0	100,6	126,5	103,0	100,3	92,3	104,3	105,4
lug.	96,8	102,1	122,2	103,1	100,6	92,4	104,1	105,1
ago.	96,8	102,0	124,8	102,6	100,3	91,7	104,5	105,1
set.	94,3	102,7	127,6	102,7	100,2	92,9	105,5	105,2
ott.	94,3	102,9	126,3	102,9	99,9	93,7	105,6	105,7
nov.	90,3	101,4	129,8	104,5	99,5	95,5	105,0	108,0
dic.	87,7	101,6	134,4	104,7	99,7	96,2	105,6	109,2
1988 — gen.	87,4	104,1	135,3	104,2	99,6	95,8	106,0	108,7
feb.	88,6	105,5	134,8	103,6	99,1	95,4	105,7	107,3
mar.	87,2	106,8	135,4	103,5	98,9	98,8	105,2	107,1
apr.	86,7	107,4	136,2	103,3	98,5	101,2	104,9	106,1
mag.	87,3	107,3	136,4	102,9	98,6	101,6	104,5	104,6
giu.	88,9	109,5	135,8	102,4	98,5	99,6	104,0	105,0
lug.	91,7	111,5	132,5	101,9	98,3	99,0	103,6	104,3
ago.(*)	93,3	110,0	133,0	101,2	97,5	100,5	103,7	102,3

Fonte: Elaborazioni su dati FMI, Istat, OCSE. — Per il metodo di calcolo si veda la sezione Note Metodologiche dell'Appendice della Relazione della Banca d'Italia sul 1983.

(1) Calcolati sulla base dei prezzi all'ingrosso dei manufatti. La ricostruzione di un indicatore del prezzo della produzione industriale per l'Italia che include il comparto dei derivati petroliferi, effettuata per accrescere l'omogeneità con i prezzi degli altri paesi, e l'analoga modifica dell'indice pubblicato dall'OCSE (Main Economic Indicators) per l'Olanda, hanno comportato una revisione delle serie storiche degli indicatori che appaiono in questa tavola. — (*) Dati provvisori e parzialmente stimati.

Esposizione verso l'estero del sistema creditizio italiano (1)

(consistenze di fine periodo in miliardi di lire)

GRUPPI DI PAESI E PAESI (2)	1987	1988	
	Dicembre	Marzo	Giugno (3)
Paesi industriali	128.393	127.724	141.982
Paesi OPEC	3.280	3.349	3.736
Altri PVS	9.056	9.468	10.535
di cui: <i>America latina</i>	5.703	6.062	6.318
<i>Africa</i>	1.383	1.339	1.447
<i>Asia</i>	1.207	1.302	1.905
<i>Medio Oriente</i>	763	765	865
Paesi dell'Est europeo	7.255	7.740	8.400
Centri offshore	13.760	12.539	14.440
Organizzazioni internazionali	954	1.062	1.228
Totale	162.698	161.882	180.321
<i>per memoria:</i>			
Argentina	1.533	1.586	1.642
Bolivia	1	1	3
Brasile	1.118	1.187	1.260
Cile	198	370	241
Colombia	217	213	216
Costa d'Avorio	49	67	45
Ecuador	166	114	145
Filippine	130	145	143
Jugoslavia	434	407	426
Marocco	423	431	466
Messico	1.700	1.738	1.874
Nigeria	152	155	184
Perù	249	241	253
Uruguay	27	24	28
Venezuela	538	534	612
Totale	6.935	7.213	7.541
Bulgaria	260	289	320
Cecoslovacchia	156	177	162
Polonia	1.400	1.402	1.499
Repubblica democratica tedesca	1.064	1.214	1.233
Romania	143	109	94
Ungheria	452	430	709

(1) Ai fini che qui interessano si precisa che:

- «sistema creditizio italiano» individua le unità operative delle aziende di credito e degli istituti di credito speciale (filiali in Italia, filiali all'estero) e le filiali italiane di banche estere;
- nell'esposizione si ricomprendono tutte le attività dei soggetti sopra individuati verso operatori non residenti. Nell'aggregato non vengono ricompresi i rapporti intrattenuti da unità all'estero nella valuta del paese di insediamento con operatori locali.

(2) L'aggregazione per aree geografiche segue i criteri utilizzati dalla BRI.

(3) Dati provvisori.

Conto economico delle risorse e degli impieghi

(variazioni percentuali sul periodo precedente)

PERIODO	RISORSE			IMPIEGHI					
	Prodotto interno lordo	Impor- tazioni	Totale	Investimenti fissi lordi			Consumi delle famiglie	Altri impieghi interni (1)	Espor- tazioni
				Costruzioni	Macchine, attrezzature e mezzi di trasporto	Totale			
Quantità a prezzi 1980									
1983	1,1	-1,6	0,6	1,1	-1,5	-0,1	0,7	-1,1	2,3
1984	3,2	11,0	4,6	—	11,3	5,3	2,4	8,1	7,6
1985	2,9	4,7	3,2	-0,6	5,7	2,5	3,0	4,4	3,8
1986	2,9	4,7	3,2	0,7	2,0	1,4	3,5	4,3	3,4
1987	3,1	10,0	4,5	-1,3	11,5	5,2	4,3	5,1	3,6
1985 — III trim...	0,6	-1,4	0,2	-1,1	-0,1	-0,6	0,9	-2,0	0,5
IV » ..	0,9	4,8	1,6	1,6	0,4	1,0	0,7	1,4	5,1
1986 — I trim...	-0,2	2,1	0,2	—	-2,6	-1,3	0,7	4,9	-3,1
II » ..	1,9	-2,7	1,0	0,4	5,3	2,8	0,8	-7,0	6,1
III » ..	1,0	6,1	1,9	0,6	-0,3	0,1	1,2	10,5	-0,3
IV » ..	0,3	-4,9	-0,7	-2,0	3,0	0,5	1,3	-2,8	-5,8
1987 — I trim...	0,5	6,8	1,7	-0,7	4,1	1,8	1,2	3,8	1,2
II » ..	1,2	3,5	1,6	1,2	6,2	3,9	1,2	-1,3	3,0
III » ..	1,0	1,4	1,1	-0,7	-3,0	-2,0	0,5	-1,9	8,1
IV » ..	0,2	4,4	1,1	0,1	2,1	1,2	0,4	9,0	-2,9
Prezzi impliciti									
1983	15,0	5,1	13,1	12,9	8,7	11,1	15,1	14,8	8,6
1984	11,3	11,1	11,2	10,2	8,3	9,0	11,3	13,3	10,4
1985	8,9	7,5	8,6	8,6	8,0	8,1	9,3	7,9	8,0
1986	7,5	-15,2	3,3	3,9	3,3	3,6	5,6	2,4	-4,4
1987	5,6	-0,3	4,4	3,8	2,8	2,8	9,1	6,4	2,3
1985 — III trim...	1,9	-1,7	1,2	1,6	1,1	1,4	1,8	-1,0	1,6
IV » ..	0,9	-2,0	0,4	1,1	1,5	1,3	1,7	-3,3	-1,2
1986 — I trim...	2,1	-5,9	0,6	0,5	0,8	0,7	1,3	1,2	-2,8
II » ..	2,4	-7,2	0,9	1,0	-0,3	0,2	1,1	6,3	-2,5
III » ..	1,8	-7,3	0,1	0,6	0,6	0,7	1,2	-4,4	-0,5
IV » ..	1,0	2,2	1,5	0,8	0,1	0,3	0,9	4,5	1,1
1987 — I trim...	1,0	0,8	0,6	0,6	0,5	0,4	1,0	-0,5	0,3
II » ..	1,8	3,8	2,0	1,0	0,7	0,7	1,3	5,8	2,8
III » ..	1,1	0,8	1,0	0,8	1,5	1,2	1,7	2,0	-1,0
IV » ..	1,4	-0,9	0,8	3,1	2,4	2,7	1,2	-4,6	1,8

Fonte: Istat, dati destagionalizzati.

(1) Sono comprensivi dei consumi collettivi e delle variazioni delle scorte.

Produzione industriale e indicatori d'opinioni ISCO

(dati destagionalizzati) (1)

PERIODO	PRODUZIONE INDUSTRIALE				INDICATORI CONGIUNTURALI ISCO				
	Indice generale	Beni di consumo	Beni di investimento	Beni intermedi	Livello degli ordini			Domanda attesa a 3-4 mesi	Scorte di prodotti finiti rispetto al normale (2)
					Interno	Estero	Totale		
	<i>(indici 1980 = 100)</i>				<i>(media dei saldi mensili delle risposte all'inchiesta)</i>				
1983	92,3	94,2	92,6	90,9	-51,2	-43,8	-49,0	-8,5	13,0
1984	95,4	96,3	94,4	95,2	-27,4	-26,7	-24,1	7,5	7,8
1985	96,5	97,5	99,2	94,9	-22,7	-29,7	-21,1	7,7	6,1
1986	99,2	101,1	103,1	96,5	-18,8	-23,9	-18,0	11,2	4,9
1987	103,1	104,9	105,2	101,1	-8,3	-25,3	-9,1	10,9	0,8
1983 — I trim.	91,7	95,9	91,1	89,0	-57,0	-52,3	-57,7	-17,2	15,3
II »	91,0	93,4	90,8	89,4	-55,1	-42,9	-52,4	-11,7	17,7
III »	92,5	93,6	93,5	91,3	-49,7	-46,0	-46,0	-5,1	13,3
IV »	94,2	93,9	95,1	94,0	-42,9	-34,0	-39,8	-0,1	5,7
1984 — I trim.	93,2	93,1	91,9	93,8	-34,7	-30,4	-31,4	5,5	11,3
II »	95,2	96,8	91,9	95,3	-28,7	-21,8	-24,7	9,6	6,7
III »	97,0	98,0	96,7	96,5	-25,0	-25,4	-21,4	7,7	8,7
IV »	96,2	97,3	97,0	95,2	-21,2	-29,3	-18,8	7,2	4,7
1985 — I trim.	96,1	96,7	98,4	94,9	-23,0	-29,3	-21,5	7,3	6,0
II »	96,6	97,9	98,6	95,0	-26,1	-30,2	-23,4	6,1	8,3
III »	96,5	97,8	99,2	94,7	-20,0	-29,4	-18,7	8,9	5,3
IV »	96,9	97,7	100,6	95,0	-21,6	-30,0	-20,7	8,4	4,7
1986 — I trim.	98,6	100,4	101,5	96,2	-24,7	-26,2	-22,2	9,0	4,3
II »	98,4	100,1	102,7	95,8	-16,4	-24,0	-18,0	11,6	8,7
III »	98,8	100,4	103,1	96,3	-18,3	-23,6	-16,8	11,7	4,0
IV »	100,8	103,4	105,0	97,6	-15,6	-21,8	-15,0	12,6	2,7
1987 — I trim.	101,0	103,6	103,1	98,5	-12,0	-25,4	-12,2	13,2	4,0
II »	103,3	104,7	105,8	101,4	-9,8	-27,5	-11,4	9,7	1,7
III »	102,7	104,8	103,5	101,0	-7,9	-26,0	-8,1	10,1	-4,3
IV »	105,4	106,6	108,4	103,5	-3,6	-22,3	-4,6	10,6	-4,3
1988 — I trim.	107,0	107,7	113,0	104,8	-2,3	-17,2	-1,9	9,6	-2,7
II »	106,4	106,4	112,7	103,3	0,2	-9,8	—	14,9	-7,0

Fonte: Elaborazioni della Banca d'Italia su dati Istat e Isco.

(1) Gli indici della produzione industriale sono anche rettificati per tener conto delle variazioni nel numero di giornate lavorative. — (2) Dati grezzi.

Forze di lavoro, occupazione e disoccupazione (1)

(dati destagionalizzati in migliaia di unità; per il tasso di disoccupazione e il tasso di attività, valori percentuali)

PERIODO	OCCUPATI					In cerca di occupazione	Forze di lavoro	Tasso di disoccupazione	Tasso di disoccupazione corretto C.I.G.	Tasso di attività
	Agricoltura	Industria in senso stretto	Costruzioni	Altre attività	Totale					
1983	2.525	5.290	2.062	10.680	20.557	2.263	22.821	9,9	11,8	40,6
1984	2.426	5.087	1.956	11.179	20.648	2.304	22.933	10,0	12,0	40,7
1985	2.297	4.975	1.921	11.550	20.742	2.382	23.117	10,3	12,1	40,9
1986	2.242	4.940	1.883	11.795	20.860	2.611	23.468	11,1	12,8	41,5
1987	2.169	4.867	1.849	11.952	20.837	2.832	23.669	12,0	13,3	41,8
1984 — I trim.....	2.463	5.141	1.974	10.996	20.573	2.338	22.911	10,2	12,1	40,7
II »	2.410	5.082	1.962	11.149	20.602	2.292	22.894	10,0	11,9	40,6
III »	2.390	5.032	1.939	11.362	20.724	2.272	22.996	9,9	12,0	40,8
IV »	2.326	4.993	1.943	11.438	20.700	2.304	23.004	10,0	12,1	40,8
1985 — I trim.....	2.283	4.972	1.959	11.471	20.685	2.328	23.012	10,1	12,2	40,7
II »	2.316	4.966	1.919	11.586	20.787	2.364	23.151	10,2	12,0	41,0
III »	2.312	4.977	1.885	11.627	20.801	2.434	23.235	10,5	12,0	41,1
IV »	2.307	4.952	1.906	11.662	20.826	2.497	23.323	10,7	12,3	41,3
1986 — I trim.....	2.265	4.961	1.901	11.733	20.859	2.564	23.423	10,9	12,6	41,4
II »	2.213	4.954	1.872	11.777	20.817	2.589	23.406	11,1	12,7	41,4
III »	2.220	4.919	1.867	11.857	20.863	2.655	23.519	11,3	12,7	41,5
IV »	2.230	4.920	1.853	11.919	20.923	2.734	23.657	11,6	13,0	41,8
1987 — I trim.....	2.219	4.865	1.850	11.928	20.862	2.759	23.621	11,7	13,0	41,7
II »	2.185	4.852	1.859	11.925	20.822	2.852	23.673	12,0	13,4	41,8
III »	2.121	4.868	1.849	11.975	20.812	2.904	23.716	12,2	13,5	41,8
IV »	2.086	4.887	1.819	12.087	20.879	2.884	23.762	12,1	13,2	41,9
1988 — I trim.....	2.107	4.940	1.826	12.235	21.108	2.898	24.005	12,1	13,1	42,3

Fonte: Istat ed elaborazioni interne.

Legenda: C.I.G. = Cassa integrazione guadagni.

(1) I dati annui sono la media dei valori trimestrali grezzi e non coincidono necessariamente con le medie annue dei valori destagionalizzati.

Prezzi ingrosso e al consumo
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

PERIODO	Prezzi ingrosso				Prezzi al consumo				Costo della vita	Indice sindacale
	Beni di consumo	Beni di investim.	Materie ausiliarie	Totale	Alimentari	Non alimentari	Servizi	Totale		
1982	14,8	14,8	12,9	13,9	16,4	15,7	17,5	16,5	16,4	16,0
1983	11,3	13,0	8,0	9,7	12,3	14,1	18,2	14,7	14,9	13,9
1984	9,8	9,8	10,9	10,4	9,1	10,4	13,2	10,8	10,6	11,1
1985	8,4	7,8	6,5	7,3	8,7	8,6	10,4	9,2	8,6	8,4
1986	3,0	5,7	-5,4	-0,9	5,5	3,7	8,9	5,9	6,1	5,9
1987	3,4	6,1	1,2	2,6	4,3	4,5	5,6	4,7	4,6	5,4
1986 — I trim.	5,5	6,8	-0,7	2,5	7,7	6,0	9,2	7,5	7,6	6,6
II »	2,5	5,8	-6,0	-1,4	5,8	3,7	9,3	6,1	6,4	5,5
III »	2,2	5,6	-7,4	-2,2	4,9	3,1	8,9	5,5	5,9	6,0
IV »	1,9	4,9	-7,5	-2,4	3,8	2,0	8,1	4,4	4,7	5,6
1987 — I trim.	2,5	5,2	-4,0	-0,4	4,1	2,9	6,2	4,3	4,3	5,6
II »	3,3	5,9	0,8	2,4	4,2	3,8	5,4	4,4	4,2	5,3
III »	3,7	6,2	3,9	4,1	4,0	5,2	5,4	4,9	4,6	5,2
IV »	4,1	7,0	4,4	4,6	4,8	5,9	5,2	5,4	5,2	5,6
1988 — I trim.	4,2	6,1	3,6	4,1	3,7	5,3	6,1	5,1	4,9	5,2
II »	4,7	5,4	3,9	4,4	3,6	5,1	6,2	5,0	4,9	5,0
III »									4,9	5,5
1987 — lug.	3,7	5,8	3,4	3,8	4,0	4,7	5,5	4,7	4,4	5,2
ago.	3,3	6,1	4,4	4,1	4,0	5,0	5,4	4,8	4,5	5,0
set.	4,1	6,7	4,0	4,3	4,1	5,8	5,5	5,2	5,0	5,4
ott.	4,1	6,9	4,2	4,5	5,1	5,8	5,4	5,5	5,3	5,6
nov.	4,1	7,0	4,6	4,6	4,8	5,9	5,2	5,4	5,2	5,7
dic.	4,2	7,2	4,5	4,7	4,6	5,9	4,8	5,2	5,1	5,6
1988 — gen.	3,9	5,8	3,4	3,9	3,8	5,4	5,9	5,2	5,0	5,3
feb.	4,4	6,6	3,5	4,2	3,7	5,3	6,1	5,0	4,9	5,1
mar.	4,3	5,8	3,8	4,3	3,6	5,4	6,3	5,2	4,9	5,1
apr.	4,8	5,4	3,6	4,4	3,7	5,3	6,3	5,1	5,0	5,0
mag.	4,6	5,4	3,9	4,5	3,4	5,1	6,1	5,0	4,9	5,0
giu.	4,6	5,3	4,3	4,5	3,6	4,8	6,2	5,0	4,9	5,0
lug.	4,6	5,5	4,4	4,7	3,9	4,6	6,1	5,0	4,9	5,2
ago.	5,3	5,1	4,7	5,0					5,0	5,6
set.									4,8	5,7

Fonte: Istat.

Tassi di cambio effettivi reali dell'Italia

(indici 1980 = 100)

PERIODO	Rispetto a:							
	Germania federale	Francia	Regno Unito	Belgio	Paesi Bassi	Stati Uniti	Paesi CEE (1)	13 paesi indust. (2)
1983	103,1	108,9	102,2	122,9	103,5	72,2	106,2	100,7
1984	106,6	110,8	104,4	128,0	105,2	67,4	109,1	102,0
1985	106,5	105,8	101,1	126,5	106,4	66,4	107,1	100,4
1986	103,7	104,3	109,4	126,2	114,9	88,6	107,0	103,1
1987	102,7	105,6	112,3	126,8	115,7	102,6	107,3	105,2
1986 — I trim.	103,6	102,2	105,8	124,9	110,9	81,1	105,5	101,1
II »	103,3	103,8	102,3	124,9	114,2	85,4	105,7	101,5
III »	103,5	105,4	110,6	126,9	116,9	92,4	107,6	103,7
IV »	104,2	106,0	119,1	127,8	117,7	95,8	109,1	105,9
1987 — I trim.	103,0	105,9	117,8	126,1	116,5	101,8	108,2	106,0
II »	102,4	105,1	111,2	126,0	115,3	102,3	106,9	104,7
III »	102,8	105,1	111,0	127,0	115,1	99,5	107,1	104,7
IV »	102,4	106,3	109,2	127,9	116,0	106,7	107,2	105,4
1988 — I trim.	102,8	107,0	107,5	129,0	117,4	108,4	107,5	105,6
II »	102,5	106,6	101,9	129,1	117,2	105,5	106,6	104,4
1987 — gen.	103,1	106,2	120,0	126,4	116,4	101,5	108,6	106,3
feb.	102,9	105,8	119,6	126,0	117,0	102,3	108,3	106,2
mar.	103,0	105,7	113,9	125,9	116,1	101,7	107,7	105,5
apr.	103,0	105,6	112,5	126,5	116,4	102,8	107,6	105,3
mag.	102,0	104,9	110,2	125,7	115,2	103,1	106,5	104,4
giu.	102,2	104,9	110,8	125,9	114,3	100,9	106,6	104,3
lug.	102,1	104,4	110,4	126,1	114,4	98,8	106,4	104,1
ago.	102,8	105,0	111,4	126,9	115,2	98,2	107,1	104,5
set.	103,5	105,9	111,1	128,1	115,8	101,6	107,8	105,4
ott.	103,5	106,3	110,4	128,4	116,0	102,0	107,8	105,6
nov.	101,7	106,1	108,6	127,2	115,3	107,3	106,7	105,0
dic.	102,1	106,6	108,6	128,1	116,8	110,9	107,2	105,6
1988 — gen.	102,8	106,9	109,0	128,9	117,4	110,1	107,7	106,0
feb.	102,9	107,1	108,7	129,1	117,6	107,1	107,8	105,7
mar.	102,6	106,9	104,8	129,0	117,2	108,0	107,1	105,2
apr.	102,5	106,9	102,2	129,1	117,5	107,8	106,8	104,9
mag.	102,5	106,5	101,2	129,0	116,6	106,3	106,5	104,5
giu.	102,5	106,2	102,2	129,3	117,3	102,4	106,6	104,0
lug.	102,6	106,1	102,0	129,2	118,7	97,7	106,7	103,6
ago. (*) ...	103,3	107,0	100,4	130,0	119,7	95,5	107,1	103,7

(1) Germania federale, Francia, Regno Unito, Belgio, Paesi Bassi, Irlanda, Danimarca. — (2) I sette paesi CEE più Stati Uniti, Canada, Giappone, Svizzera, Svezia e Austria. — (*) Dati provvisori e parzialmente stimati.

Bilancia dei pagamenti valutaria (1)

(saldi in miliardi di lire)

PERIODO	Merci (2)	Servizi e trasferimenti				Totale partite correnti	Movimenti di capitali non bancari e err./omiss.	Saldo globale	Movimenti di capitali bancari (3)	Variazione riserve ufficiali (3)
		Viaggi all'estero	Redditi da capitali	Altri	Totale					
1982	-17.189	8.928	-5.815	4.028	7.141	-10.048	7.527	-2.521	-3.062	5.583
1983	-9.177	10.954	-6.418	5.347	9.883	706	3.087	3.793	4.995	-8.788
1984	-18.352	11.412	-7.554	7.240	11.098	-7.254	7.311	57	5.138	-5.195
1985	-18.685	12.362	-8.496	7.058	10.924	-7.761	-591	-8.352	-5.299	13.651
1986	-4.716	10.353	-10.259	3.311	3.405	-1.311	-1.654	-2.965	6.454	-3.489
1987 (5)	-8.186	9.902	-9.873	5.013	5.042	-3.144	4.346	1.202	5.573	-6.775
1986 — mag.	-136	1.127	-802	344	669	533	1.022	1.555	2.182	-3.737
giu.	-345	1.240	-928	564	876	531	133	664	-378	-286
lug.	415	1.666	-778	406	1.294	1.709	-250	1.459	-567	-892
ago.	1.375	1.120	-453	672	1.339	2.714	-2.011	703	-1.464	761
set.	-212	1.248	-683	450	1.015	803	-2.500	-1.697	-331	2.028
ott.	340	920	-986	336	270	610	-1.261	-651	1.953	-1.302
nov.	-258	481	-747	-292	-558	-816	683	-133	-550	683
dic.	-1.435	528	-1.399	236	-635	-2.070	1.614	-456	20	436
1987 — gen.	44	209	-716	1.071	564	608	-988	-380	619	-239
feb.	-750	260	-949	673	-16	-766	2.208	1.442	2.377	-3.819
mar.	-582	572	-627	-93	-148	-730	1.656	926	273	-1.199
apr.	-526	886	-688	685	883	357	1.222	1.579	-883	-696
mag.	-1.565	942	-1.226	335	51	-1.514	-1.351	-2.865	1.011	1.854
giu.	-1.450	1.543	-876	1.061	1.728	278	-2.781	-2.503	788	1.715
lug.	26	1.664	-1.098	53	619	645	-535	110	-2.019	1.909
ago.	-32	1.156	-502	398	1.052	1.020	-2.031	-1.011	-3.214	4.225
set.	-895	1.049	-653	520	916	21	1.151	1.172	2.973	-4.145
ott.	-478	829	-847	270	252	-226	463	237	1.769	-2.006
nov.	-1.394	417	-727	74	-236	-1.630	3.286	1.656	1.815	-3.471
dic.	-617	377	-789	-182	-594	-1.211	2.050	839	64	-903
1988 — gen.	-340	128	-746	842	224	-116	1.820	1.704	1.450	-3.154
feb.	-1.195	171	-649	210	-268	-1.463	576	-887	-1.802	2.689
mar.	-1.430	446	-755	-44	-353	-1.783	1.490	-293	-1.194	1.487
apr.	-1.393	505	-947	-61	-503	-1.896	-1.146	-3.042	903	2.139
mag.	-2.074	982	-1.172	-241	-431	-2.505	1.652	-853	130	723
giu.	-783	1.222	-1.108	1.043	1.157	374	174	548	1.775	-2.323
lug.								3.581	161	-3.742
ago.								3.049	-1.485	-1.564

(1) I dati per gli ultimi due mesi sono provvisori. — (2) Importazioni: cif; esportazioni: fob. — (3) Saldi corretti per gli aggiustamenti di cambio e, nel caso delle riserve ufficiali, per gli adeguamenti nella valutazione delle componenti auree; il segno (-) indica aumento delle attività nette. — (4) Dati non rivisti. — (5) Il totale annuo non coincide con la somma dei singoli mesi a causa del diverso grado di provvisorietà dei dati.

Posizione della Banca d'Italia e dell'UIC verso l'estero (1)

DATA	Posizione a breve termine							Posizione a medio e lungo termine saldo	Totale riserve ufficiali (2)
	Attività					Passività	Saldo (2)		
	Oro	Valute convertibili	ECU	DSP	Posizione riserva sul FMI				
<i>(miliardi di lire)</i>									
1984 — dic.	41.887	23.794	13.159	1.346	2.079	-263	82.002	-189	81.813
1985 — dic.	39.530	16.536	7.139	879	1.946	-205	65.825	-616	65.209
1986 — dic.	35.203	14.340	10.158	1.085	1.713	-285	62.214	-803	61.411
1987 — ago.	36.300	10.201	11.235	1.294	1.793	-159	60.664	-830	59.834
set.	37.646	20.403	5.142	1.293	1.790	-87	66.187	-830	65.357
ott.	37.646	16.211	12.193	1.286	1.718	-110	68.944	-839	68.105
nov.	37.646	19.379	12.240	1.277	1.668	-117	72.093	-834	71.259
dic.	39.812	20.307	12.220	1.253	1.691	-127	75.156	-859	74.297
1988 — gen.	39.812	23.823	11.154	1.267	1.658	-35	77.679	-651	77.028
feb.	39.812	24.260	11.167	1.260	1.668	-98	78.069	-195	77.874
mar.	38.115	22.551	11.285	1.252	1.636	-120	74.719	215	74.934
apr.	38.115	20.712	10.928	1.255	1.676	-180	72.506	238	72.744
mag.	38.115	20.521	10.939	1.279	1.693	-511	72.036	275	72.311
giu.	37.499	22.680	10.896	1.214	1.792	-143	73.938	314	74.252
lug.	37.499	26.866	10.895	1.232	1.818	-132	78.178	346	78.524
ago.	37.499	28.499	10.906	1.245	1.751	-93	79.807	317	80.124
<i>(milioni di dollari)</i>									
1984 — dic.	21.637	12.291	6.797	695	1.074	-136	42.359	-98	42.261
1985 — dic.	23.558	9.855	4.254	524	1.160	-122	39.228	-367	38.861
1986 — dic.	26.055	10.614	7.518	803	1.268	-211	46.047	-594	45.453
1987 — ago.	27.366	7.762	8.549	985	1.364	-121	45.905	-632	45.273
set.	28.387	15.385	3.877	975	1.350	-66	49.908	-626	49.282
ott.	28.387	12.680	9.537	1.006	1.344	-86	52.868	-656	52.212
nov.	28.387	16.031	10.125	1.056	1.380	-97	56.883	-690	56.193
dic.	34.050	17.368	10.451	1.072	1.446	-109	64.278	-735	63.543
1988 — gen.	34.050	19.292	9.032	1.026	1.343	-28	64.715	-527	64.187
feb.	34.050	19.495	8.974	1.013	1.340	-79	64.793	-157	64.637
mar.	30.965	18.321	9.168	1.017	1.329	-97	60.703	175	60.877
apr.	30.965	16.677	8.799	1.010	1.349	-145	58.656	192	58.847
mag.	30.965	16.033	8.546	999	1.323	-399	57.467	215	57.682
giu.	27.741	16.778	8.061	898	1.326	-106	54.697	232	54.930
lug.	27.741	19.379	7.858	889	1.311	-95	57.082	250	57.331
ago.	27.741	20.473	7.835	894	1.258	-67	58.135	228	58.362

(1) I dati per gli ultimi due mesi sono provvisori. — (2) Il saldo in dollari può non coincidere con la somma delle singole componenti a causa di arrotondamenti di cambio.

Formazione del fabbisogno del settore statale (*)

(miliardi di lire)

PERIODO	Incassi di bilancio			Pagamenti di bilancio			Disavanzo (-)	Altre operazioni (1)	Fabbisogno (-)	Fabbisogno al netto regolazioni in titoli	di cui: Regolazioni di debiti in contanti
	Entrate tributarie	Altre entrate	Totale	Spese correnti	Spese c/ capitale	Totale					
1982	114.047	38.142	152.189	-173.474	-35.440	-208.914	-56.725	-16.074	-72.799	-72.087	-1.298
1983	143.554	34.014	177.568	-199.549	-50.842	-250.391	-72.823	-15.436	-88.260	-88.260	-
1984	160.627	39.082	199.709	-243.884	-48.761	-292.645	-92.936	-2.759	-95.695	-95.695	-
1985	177.645	43.945	221.590	-279.239	-54.988	-334.227	-112.637	-9.990	-122.627	-112.224	-2.188
1986	202.090	51.779	253.869	-307.338	-63.681	-371.019	-117.150	6.987	-110.163	-110.163	-606
1987	224.676	56.858	281.534	-334.017	-67.252	-401.269	-119.735	5.523	-114.212	-113.791	-132
1986 — I trim...	42.727	6.972	49.699	-62.457	-1.650	-64.107	-14.408	-11.951	-26.359	-26.359	-337
II » ..	55.143	10.592	65.735	-68.946	-14.814	-83.760	-18.025	-1.952	-19.976	-19.976	-79
III » ..	37.669	10.794	48.463	-86.615	-17.475	-104.090	-55.627	19.415	-36.212	-36.212	-127
IV » ..	66.552	23.421	89.973	-89.320	-29.743	-119.063	-29.090	1.474	-27.616	-27.616	-64
1987 — I trim...	44.612	10.613	55.225	-68.048	-11.776	-79.824	-24.599	-287	-24.886	-24.886	-41
II » ..	59.020	9.552	68.572	-95.363	-12.683	-108.046	-39.474	17.584	-21.890	-21.890	-31
III » ..	43.265	11.815	55.080	-70.762	-17.195	-87.957	-32.877	-5.585	-38.462	-38.319	-33
IV » ..	77.778	24.879	102.657	-99.844	-25.598	-125.442	-22.785	-6.190	-28.974	-28.696	-27
1988 — I trim...	50.455	6.959	57.414	-64.976	-1.558	-66.534	-9.121	-17.773	-26.894	-26.894	-40
II » ..	66.509	10.177	76.686	-83.865	-14.222	-98.087	-21.401	-3.058	-24.459	-24.398	-19
III » (2).	49.263	18.533	67.796	-112.892	-17.302	-130.194	-62.399	19.626	-42.773	-42.773	-4
1987 — ott.	19.339	4.304	23.643	-25.590	-3.598	-29.188	-5.546	-3.173	-8.719	-8.719	-15
nov.	18.441	2.684	21.125	-29.032	-2.127	-31.159	-10.034	-2.313	-12.347	-12.347	-3
dic.	39.998	17.892	57.890	-45.222	-19.873	-65.095	-7.205	-703	-7.908	-7.630	-9
1988 — gen.	18.383	1.949	20.332	-16.357	-216	-16.573	3.759	-4.059	-300	-300	-9
feb.	15.092	2.339	17.431	-17.554	-248	-17.802	-372	-10.709	-11.081	-11.081	-25
mar.	16.979	2.672	19.651	-31.065	-1.094	-32.159	-12.508	-3.006	-15.514	-15.514	-6
apr.	16.107	3.056	19.163	-20.828	-3.716	-24.544	-5.381	-6.758	-12.139	-12.139	-17
mag.	21.907	4.018	25.925	-30.638	-6.637	-37.275	-11.350	-20	-11.370	-11.309	-2
giu.	28.495	3.103	31.598	-32.400	-3.868	-36.268	-4.670	3.720	-950	-950	-
lug.	16.689	3.012	19.701	-23.679	-8.980	-32.659	-12.958	-766	-13.724	-13.724	-
ago.	18.135	11.051	29.186	-46.775	-5.015	-51.790	-22.605	11.801	-10.804	-10.804	-
set. (2) ..	14.439	4.470	18.909	-42.438	-3.307	-45.745	-26.836	8.591	-18.245	-18.245	-4

(1) Operazioni di Tesoreria, Cassa DD.PP., aziende autonome, Ente Ferrovie dello Stato e Agenzia per il Mezzogiorno. — (2) Dati provvisori ed in parte stimati. — (*) Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali.

Copertura del fabbisogno del settore statale (*)

(miliardi di lire)

PERIODO	Titoli a medio e lungo termine		BOT e BTE	Finanziam. BI-UIC diverso da acquisto titoli		Raccolta postale	Prestiti esteri	Altre operazioni	Fabbisogno	di cui: Creazione di base monetaria (1)
	Totale	di cui: CCT a tasso variabile		Totale	di cui: c/c Tesor. Provinc.					
1982	23.473	27.378	32.604	8.883	6.598	3.683	2.570	1.586	72.799	12.676
1983	69.315	66.652	11.071	-1.125	-8.622	4.939	1.259	2.801	88.260	4.514
1984	62.763	56.738	9.300	13.288	18.555	6.365	2.271	1.709	95.695	10.027
1985	93.207	78.567	13.181	3.689	6.340	9.067	2.937	545	122.627	27.519
1986	87.073	53.534	9.697	1.673	4.525	11.271	856	-407	110.163	10.994
1987	56.090	35.268	27.482	10.224	9.274	12.879	6.067	1.470	114.212	9.240
1986 — I trim.....	17.909	11.345	-2.039	9.572	8.266	1.311	-114	-279	26.359	11.084
II »	31.584	19.888	400	-12.839	-10.806	271	313	248	19.976	-10.802
III »	15.519	7.517	10.352	9.367	9.126	1.216	252	-494	36.212	3.229
IV »	22.061	14.785	984	-4.427	-2.061	8.474	406	118	27.616	7.484
1987 — I trim.....	22.637	16.410	-6.986	7.632	6.596	2.045	475	-917	24.886	1.682
II »	21.588	8.425	1.562	-2.015	-1.490	975	421	-641	21.890	2.501
III »	12.158	9.600	19.795	3.255	3.452	2.022	541	690	38.462	9.403
IV »	-293	833	13.110	1.353	715	7.837	4.630	2.338	28.974	-4.346
1988 — I trim.....	11.638	7.519	6.468	5.698	5.843	2.607	748	-264	26.894	475
II »	13.151	-534	13.025	-1.553	-1.626	247	256	-668	24.459	-451
III » (2) ...	12.064	-9.701	22.004	2.547	3.522	1.167	1.917	3.074	42.773	3.465
1987 — ott.	376	891	7.723	-2.344	-2.703	85	1.395	1.484	8.719	-3.489
nov.	291	445	5.897	2.156	2.279	971	2.912	120	12.347	-2.012
dic.	-960	-503	-509	1.541	1.140	6.781	322	734	7.908	1.155
1988 — gen.	3.954	4.965	-1.362	-4.971	-4.237	2.983	308	-612	300	490
feb.	1.456	2.077	4.899	4.132	3.400	507	359	-272	11.081	-3.505
mar.	6.228	478	2.931	6.537	6.680	-883	81	620	15.514	3.489
apr.	7.726	-408	6.637	-1.656	-2.342	-187	-117	-264	12.139	586
mag.	4.995	-15	2.386	4.136	4.675	337	252	-736	11.370	2.204
giu.	430	-111	4.001	-4.032	-3.959	98	121	332	950	-3.241
lug.	2.971	-1.762	7.581	331	1.280	559	1.542	740	13.724	2.812
ago.	1.033	-3.657	7.129	1.041	1.161	650	439	513	10.804	-4.297
set. (2)	8.061	-4.282	7.294	1.175	1.080	-42	-64	1.821	18.245	4.950

(1) La serie è corretta per le poste relative ai titoli venduti dalla Banca d'Italia alle aziende di credito a fronte dei quali sono state accese anticipazioni ai sensi del DM 27 settembre 1974. — (2) Dati provvisori ed in parte stimati. — (*) Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali.

Consistenza del debito pubblico interno (*)

(valori nominali in miliardi di lire)

PERIODO	Titoli a medio e a lungo termine sul mercato	BOT e BTE sul mercato	Raccolta postale	Impieghi degli istituti di credito	Altri debiti interni	Totale	Debiti verso BI-UIC	Totale settore pubblico	Di cui: settore statale
1981 — dic.	55.802	98.357	35.639	18.420	1.779	209.997	66.555	276.552	261.178
1982 — dic.	80.895	127.395	39.322	23.613	1.938	273.164	78.670	351.834	332.540
1983 — dic.	149.876	137.772	44.261	29.312	2.147	363.369	79.630	442.999	421.238
1984 — mar.	165.970	134.604	45.867	30.616	2.196	379.252	82.914	462.166	439.658
giu.	182.600	140.249	45.970	32.570	2.246	403.634	80.740	484.374	459.893
set.	194.492	149.936	46.440	34.314	2.290	427.472	83.208	510.680	484.483
dic.	207.892	152.691	50.626	38.024	2.379	451.611	92.863	544.474	516.215
1985 — mar.	230.724	146.955	52.141	38.837	2.429	471.086	102.991	574.077	545.794
giu.	251.003	159.816	52.409	37.357	2.434	503.018	102.664	605.682	577.457
set.	273.513	165.217	52.399	35.940	2.457	529.526	106.015	635.540	609.645
dic.	294.961	150.814	59.693	35.925	2.451	543.843	120.286	664.130	639.266
1986 — mar.	306.585	153.075	61.004	34.931	2.384	557.978	131.536	689.514	666.148
giu.	335.811	154.261	61.274	35.712	2.399	589.458	120.596	710.054	686.204
set.	359.336	163.507	62.490	34.723	2.457	622.514	123.504	746.017	722.491
dic.	374.454	159.187	70.964	37.444	2.475	644.524	130.954	775.478	750.716
1987 — mar.	402.094	154.059	73.009	36.788	2.515	668.465	132.528	800.993	776.419
giu.	419.910	156.222	73.985	37.639	2.566	690.322	135.268	825.590	799.298
set.	429.284	172.444	76.007	36.302	2.628	716.664	144.447	861.111	837.509
dic.	429.742	191.427	83.843	40.847	2.619	748.479	137.968	886.447	861.895
1988 — gen.	427.337	193.045	86.826	40.795	2.655	750.658	136.513	887.171	862.036
feb.	433.060	201.130	87.333	40.371	2.648	764.543	132.890	897.433	872.839
mar.	442.742	204.162	86.450	40.036	2.650	776.040	136.233	912.273	888.359
apr.	450.020	209.131	86.263	40.484	2.666	788.563	136.795	925.358	901.110
mag.	456.910	211.902	86.600	40.488	2.714	798.614	138.791	937.404	912.300
giu.	456.145	216.430	86.697	40.729	2.722	802.723	135.603	938.327	913.118

(*) Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali.

Base monetaria (*)
(consistenze in miliardi di lire)

DATA	CREAZIONE						
	Estero	Tesoro				Rifinan- ziamento	Altri settori
		Totale	di cui:		<i>per memoria:</i> <i>marginale disp.</i> <i>sul c/c di</i> <i>tesoreria</i>		
			Titoli di Stato di BI-UIC	c/c di tesoreria			
1984 — dic.	22.691	91.271	40.245	41.842	1.282	2.882	-6.569
1985 — dic.	9.013	118.774	64.019	48.182	2.960	8.763	-7.199
1986 — dic.	12.557	129.728	73.285	52.707	5.054	4.429	-8.163
1987 — set.	12.885	143.313	77.884	61.266	702	3.260	-14.559
ott.	14.927	139.825	76.765	58.562	4.330	3.363	-11.754
nov.	18.361	137.813	72.585	60.841	2.093	4.052	-12.796
dic.	19.313	138.548	71.781	61.981	1.101	3.699	-9.064
1988 — gen.	22.455	139.038	77.221	57.744	11.568	5.197	-9.089
feb.	23.191	135.534	69.584	61.144	8.219	5.032	-9.910
mar.	21.610	139.023	66.540	67.824	1.773	3.745	-10.698
apr.	19.563	139.610	68.775	65.482	4.180	4.038	-11.382
mag.	18.828	141.813	66.818	70.157	-449	3.690	-11.801
giu.	21.033	138.572	67.605	66.198	3.522	3.724	-9.638
lug. (1)	24.775	141.384	70.086	67.478	2.291	3.765	-10.954
ago. (1)	26.339	137.087	64.741	68.639	1.682	3.534	-10.142
set. (1)	24.388	142.037	68.516	69.719	723	3.523	-10.985

DATA	UTILIZZO						Totale base monetaria
	Pubblico		Aziende di credito			Totale	
	Totale	di cui: Biglietti e monete	Riserva obbligatoria	Deposito infruttifero eccedenza massimale	Liquidità		
1984 — dic.	41.225	41.195	63.872	—	5.178	69.050	110.275
1985 — dic.	45.227	44.997	76.086	—	8.038	84.123	129.351
1986 — dic.	48.371	48.197	85.107	—	5.072	90.180	138.551
1987 — set.	47.776	47.573	92.515	—	4.608	97.123	144.899
ott.	47.826	47.666	93.414	648	4.473	98.535	146.361
nov.	48.132	47.966	94.233	328	4.738	99.299	147.430
dic.	52.757	52.640	93.847	657	5.235	99.739	152.496
1988 — gen.	50.276	50.176	102.382	1.205	3.737	107.324	157.600
feb.	48.980	48.831	99.540	1.622	3.704	104.866	153.846
mar.	50.078	49.966	97.617	1.588	4.396	103.602	153.680
apr.	49.618	49.465	97.152	1.686	3.373	102.212	151.829
mag.	49.535	49.430	97.878	3	5.114	102.995	152.530
giu.	51.164	51.036	97.536	1	4.990	102.527	153.691
lug. (1)	54.810	54.724	99.793	1	4.367	104.161	158.971
ago. (1)	51.404	51.312	101.064	1	4.349	105.415	156.819
set. (1)	52.108	51.995	100.991	—	5.865	106.856	158.964

(*) L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta all'arrotondamento. — (1) Dati provvisori.

Base monetaria (*)
(variazioni in miliardi di lire)

DATA	Estero	Tesoro	Rifinanziamento	Altri settori	Totale	Pubblico	Aziende di credito		
							Riserva obbligatoria	Dep. ecced. massimale	Liquidità
1984	5.141	10.027	-218	-1.103	13.847	3.861	8.855	-2	1.133
1985	-13.677	27.519	5.881	-647	19.076	4.002	12.213	-	2.860
1986	3.543	10.994	-4.334	-1.004	9.200	3.143	9.022	-	-2.965
1987	6.756	9.240	-730	-1.321	13.946	4.386	8.740	657	162
1987 — set.	4.130	1.045	-770	-3.871	535	209	-531	-	857
ott.	2.042	-3.489	103	2.805	1.462	50	899	648	-135
nov.	3.434	-2.012	689	-1.043	1.069	306	819	-321	265
dic.	952	1.155	-353	3.313	5.066	4.626	-385	329	496
1988 — gen.	3.142	490	1.497	-25	5.104	-2.481	8.535	548	-1.498
feb.	736	-3.504	-165	-821	-3.755	-1.297	-2.842	417	-33
mar.	-1.581	3.489	-1.287	-788	-167	1.098	-1.923	-34	692
apr.	-2.047	587	293	-684	-1.851	-461	-465	98	-1.023
mag.	-735	2.203	-348	-419	701	-82	726	-1.684	1.741
giu.	2.205	-3.241	34	2.163	1.161	1.629	-342	-2	-124
lug. (2) ...	3.742	2.812	41	-1.316	5.279	3.645	2.257	-	-623
ago. (2) ..	1.564	-4.297	-231	812	-2.152	-3.406	1.271	-	-17
set. (2) ...	-1.951	4.950	-11	-843	2.145	704	-74	-1	1.516

Finanziamento in base monetaria del Tesoro
(miliardi di lire)

DATA	Fabbisogno	Collocamento netto di titoli sul mercato					Altre forme di copertura non in base monetaria	Copertura in base monetaria	
		Mercato primario (1)			Mercato aperto (1)				Totale
		BOT	CCT	Altri	di cui: op. tempor.				
1984	95.695	-13.187	-54.436	-2.796	-5.012	2.661	-75.431	-10.237	10.027
1985	122.627	1.802	-68.695	-14.504	-1.480	4.933	-82.877	-12.231	27.519
1986	110.163	-6.455	-47.664	-31.522	-1.823	1.913	-87.463	-11.706	10.994
1987	114.212	-19.353	-31.207	-20.160	-13.936	4.140	-84.657	-20.316	9.240
1987 — set.	15.073	-5.896	-1.165	-1.214	-4.800	-6.088	-13.075	-952	1.045
ott.	8.719	-5.070	-837	-475	-2.835	-1.729	-9.217	-2.991	-3.489
nov.	12.347	-4.615	-878	-991	-3.884	-1.920	-10.369	-3.990	-2.012
dic.	7.908	492	-219	-303	1.115	1.609	1.086	-7.839	1.155
1988 — gen.	300	2.174	-5.041	-478	6.194	9.172	2.849	-2.659	490
feb.	11.081	-4.846	-2.004	-541	-6.601	-5.216	-13.992	-593	-3.504
mar.	15.513	-1.997	-9	-6.306	-3.891	-5.131	-12.203	179	3.489
apr.	12.139	-2.876	366	-8.614	1.003	50	-12.127	575	587
mag.	11.370	-1.174	-162	-4.666	-3.338	-3.425	-9.340	174	2.203
giu.	950	-2.459	-59	-2.109	982	2.525	-3.645	-546	-3.241
lug. (2) ...	13.724	-5.241	2.353	-5.317	134	33	-8.071	-2.841	2.812
ago. (2) ..	10.804	-4.043	3.731	-5.756	-7.439	-4.761	-13.507	-1.594	-4.297
set. (2) ...	18.245	-8.428	5.238	-11.991	3.601	3.719	-11.580	-1.715	4.950

(*) L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta all'arrotondamento. — (1) Le vendite di titoli sul mercato aperto escludono quelle effettuate a fronte delle anticipazioni ex D.M. 27.9.74. — (2) Dati provvisori.

Operazioni in titoli di Stato di BI-UIC (1)

(miliardi di lire)

DATA	Mercato primario		Mercato aperto				Variazioni portafoglio BI-UIC
	Sotto- scrizioni	Rimborsi	Totale	di cui: Operazioni temporanee			
				Finanziamento sottoscrizioni	Altri acquisti	Vendite	
BOT							
1984	12.597	16.484	- 5.947	636	—	780	- 9.834
1985	25.547	10.565	35	- 386	1.075	- 1.200	15.018
1986	24.420	21.177	- 1.841	1.797	- 320	—	1.402
1987	31.838	26.021	- 10.332	- 1.035	- 501	—	- 4.515
1987 — set.	4.800	2.804	- 473	- 338	- 231	—	1.523
ott.	4.197	1.960	- 3.210	- 979	—	—	- 973
nov.	4.090	3.943	- 2.895	- 265	—	—	- 2.748
dic.	486	1.263	- 1.109	- 721	254	—	- 1.886
1988 — gen.	—	326	- 2.398	454	- 166	—	- 2.724
feb.	872	1.959	- 2.258	- 623	38	—	- 3.345
mar.	5.000	4.066	- 982	- 831	- 126	—	- 48
apr.	4.831	2.614	- 355	1.300	—	—	1.862
mag.	1.889	676	- 1.576	- 1.462	—	—	- 363
giu.	—	—	- 272	1.176	—	—	- 272
lug. (2)	3.733	1.393	- 266	282	—	—	2.074
ago. (2)	2.230	300	- 3.192	- 670	—	—	- 1.262
set. (2)	1.331	2.465	- 862	- 225	—	—	- 1.996
CCT							
1984	6.993	4.691	1.128	—	—	- 2.805	3.430
1985	9.963	92	749	—	2.551	- 455	10.620
1986	8.051	2.182	- 174	—	- 136	—	5.696
1987	5.868	2.108	- 2.590	—	- 2.415	—	1.169
1987 — set.	966	—	- 3.875	—	- 4.652	—	- 2.909
ott.	54	—	1	—	- 645	—	55
nov.	151	584	- 1.356	—	—	1.655	- 1.789
dic.	18	739	1.962	—	—	- 1.655	1.241
1988 — gen.	4	81	7.631	—	7.988	—	7.554
feb.	106	43	- 3.768	—	- 3.660	—	- 3.705
mar.	479	17	- 2.907	—	- 3.023	1.000	- 2.445
apr.	56	98	- 432	—	- 1.305	- 250	- 474
mag.	16	188	- 1.803	—	—	2.000	- 1.975
giu.	60	280	1.262	—	126	- 1.200	1.042
lug. (2)	584	10	410	—	- 5	234	984
ago. (2)	91	10	- 4.150	—	10	4.101	- 4.069
set. (2)	988	—	4.424	—	- 42	- 4.036	5.412

(1) I dati definitivi sono al valore di bilancio; le variazioni del portafoglio differiscono da quelle che risultano dalla situazione contabile della Banca d'Italia e dell'Ufficio Italiano dei Cambi poiché non tengono conto delle vendite di titoli sul mercato aperto effettuate a fronte delle anticipazioni ex D.M. 27.9.74. — (2) Dati provvisori.

Operazioni in titoli di Stato di BI-UIC (1)

(miliardi di lire)

DATA	Mercato primario		Mercato aperto				Variazioni portafoglio BI-UIC
	Sotto- scrizioni	Rimborsi	Totale	di cui: Operazioni temporanee			
				Finanziamento sottoscrizioni	Altri acquisti	Vendite	
Altri titoli di Stato							
1984	5.806	2.578	-193	—	—	—	3.036
1985	3.912	3.496	-2.264	—	38	—	-1.847
1986	6.638	4.620	191	—	572	—	2.209
1987	5.704	2.429	-1.013	—	-189	—	2.261
1987 — set.	540	—	-452	—	-867	—	88
ott.	67	641	375	—	-105	—	-199
nov.	—	10	367	—	—	—	357
dic.	—	—	261	—	421	—	261
1988 — gen.	—	352	962	—	896	—	610
feb.	1.025	1.037	-575	—	-971	—	-587
mar.	80	629	-2	—	-151	—	-551
apr.	1.064	—	-216	—	-195	—	848
mag.	1.344	1.004	40	—	37	—	380
giu.	24	—	-7	—	23	—	17
lug. (2)	353	920	-10	—	-10	—	-577
ago. (2)	83	—	-97	—	—	—	-14
set. (2)	320	—	39	—	....	....	359
TOTALE							
1984	25.396	23.753	-5.012	636	—	-2.025	-3.368
1985	39.423	14.153	-1.480	-386	3.664	-1.655	23.790
1986	39.109	27.979	-1.823	1.797	116	—	9.307
1987	43.410	30.558	-13.936	-1.035	-3.105	—	-1.084
1987 — set.	6.306	2.804	-4.800	-338	-5.750	—	-1.298
ott.	4.318	2.601	-2.834	-979	-750	—	-1.117
nov.	4.241	4.537	-3.884	-265	—	1.655	-4.180
dic.	504	2.002	1.114	-721	675	-1.655	-384
1988 — gen.	4	759	6.195	454	8.718	—	5.440
feb.	2.003	3.039	-6.601	-623	-4.593	—	-7.637
mar.	5.559	4.712	-3.891	-831	-3.300	1.000	-3.044
apr.	5.951	2.712	-1.003	1.300	-1.500	-250	2.236
mag.	3.249	1.868	-3.339	-1.462	37	2.000	-1.958
giu.	84	280	983	1.176	149	-1.200	787
lug. (2)	4.670	2.323	134	282	-15	234	2.481
ago. (2)	2.404	310	-7.439	-6.70	10	4.101	-5.345
set. (2)	2.639	2.465	3.601	-225	-92	-4.036	3.775

(1) I dati definitivi sono al valore di bilancio; le variazioni del portafoglio differiscono da quelle che risultano dalla situazione contabile della Banca d'Italia e dell'Ufficio Italiano dei Cambi poiché non tengono conto delle vendite di titoli sul mercato aperto effettuate a fronte delle anticipazioni ex D.M. 27.9.74. — (2) Dati provvisori.

Operazioni temporanee in titoli

(importi in milioni di lire)

DATA	Importo offerto	Importo accolto	Durata operazione (in giorni)	Tassi di rendimento		DATA	Importo offerto	Importo accolto	Durata operazione (in giorni)	Tassi di rendimento	
				Minimo	Medio ponderato					Minimo	Medio ponderato
Acquisti temporanei (2)											
1987											
5 Gen.	1.000	1.000	7	13,50	13,58	5 Ago.	750	750	6	12,55	12,84
14 »	1.250	1.250	6-19	13,25	13,37	11 »	1.000	1.000	7-13	12,85	12,92
15 »	4.000	4.000	15-18	12,00	12,19	13 »	2.750	2.750	6-18	12,55	13,13
23 »	3.750	3.750	5-10	11,85	12,13	25 »	5.500	5.500	7-17	12,55	12,89
26 »	7.000	7.000	4-8	11,50	11,78	31 »	1.000	1.000	8	12,65	12,80
30 »	3.000	3.000	17-28	11,90	11,96	24 Set.	1.500	1.500	5-7	12,65	12,87
2 Feb.	1.500	1.500	18-25	12,35	12,40	1 Dic.	1.000	1.000	20-29	11,05	11,15
4 »	3.750	3.750	5-23	11,00	11,03	4 »	10.000	10.000	4-14	11,30	11,63
13 »	2.000	2.000	3-17	10,75	10,78	7 »	2.750	2.750	2-9	10,75	11,24
20 »	3.500	3.500	3-10	10,75	10,88	15 »	1.000	1.000	15-20	10,90	11,28
25 »	3.500	3.500	2-22	10,70	10,82	1988					
27 »	1.250	1.250	17-31	10,90	11,14	22 Gen.	8.000	8.000	1-9	10,90	11,48
19 Mag.	750	750	13	12,05	12,20	25 »	5.500	5.500	2-4	10,85	11,13
25 »	3.500	3.500	2-7	10,50	10,62	28 »	7.000	7.000	3-10	10,95	11,46
29 »	1.000	1.000	17-24	11,50	11,92	2 Feb.	2.000	2.000	21	11,55	11,55
5 Giu.	2.000	2.000	13-14	12,15	12,35	3 »	2.000	2.000	7-15	11,25	11,53
8 »	1.500	1.500	3-8	11,55	11,84	8 »	3.500	3.500	2-11	11,25	11,32
25 »	2.000	2.000	6-7	11,80	11,84	23 »	1.000	1.000	7	11,90	11,90
23 Lug.	2.250	2.250	7-12	10,55	10,71	25 »	4.000	4.000	4-5	11,85	11,93
27 »	2.000	2.000	3	11,05	11,28	4 Mar.	2.750	2.750	2-7	12,05	12,19
30 »	2.000	2.000	4-5	12,15	12,15	17 »	1.500	1.500	15	13,10	13,13

(1) BOT sottoscritti all'asta dal gruppo degli intermediari che la Banca d'Italia si dichiara disposta a finanziare. — (2) Operazioni pronti contro termine

da parte della Banca d'Italia

miliardi di lire)

DATA	Ammontare massimo (1)	Ammontare effettivo	Durata massima dell'operazione (in giorni)	DATA	Importo offerto	Importo accolto	Durata operazione (in giorni)	Tassi di rendimento	
								Massimo	Medio ponderato
Finanziamento delle sottoscrizioni alle aste dei BOT (3)				Vendite temporanee (2)					
1 9 8 7				1 9 8 8					
15 Dic.	994	316	15	1 Giu.....	3.000	3.000	5	11,30	11,05
30 »	7.740	1.577	5	9 »	1.000	1.000	21	11,80	11,51
				10 »	1.500	1.500	34	12,50	12,16
				13 »	2.000	2.000	17	12,45	12,31
				14 »	1.500	1.500	13-16	12,40	12,27
				16 »	1.000	1.000	11-14	12,05	11,92
				17 »	1.500	1.500	10-13	12,00	11,74
				20 »	1.250	1.250	7-10	11,95	11,71
				21 »	1.500	1.500	9	12,00	11,52
				1 Lug.....	4.000	4.000	24-28	11,05	10,71
13 Gen.	2.652	911	16	4 »	2.500	2.500	22-25	12,10	11,89
29 »	9.931	1.626	5	6 »	1.750	1.750	20-23	12,40	12,22
15 Feb.	3.397	1.081	14	7 »	1.000	1.000	18-22	11,90	11,76
29 »	7.016	1.173	2	13 »	2.500	2.500	6-16	12,15	11,92
15 Mar.	446	741	16	19 »	1.250	1.250	6-10	12,20	12,06
30 »	4.028	675	2	21 »	1.500	1.500	4-8	11,75	11,41
29 Apr.	5.536	1.642	3	27 »	1.750	1.750	8-34	12,00	11,85
16 Mag.	1.334	300	1	4 Ago.....	4.500	4.500	12-26	12,10	11,85
30 »	3.642	180	2	5 »	1.000	868	11-25	12,10	12,00
15 Giu.	1.476	270	6	16 »	2.750	2.750	9-14	11,95	11,55
30 »	7.863	1.356	1	19 »	1.500	1.500	6-11	11,90	11,72
15 Lug.	1.661	391	5	23 »	1.500	910	2-8	12,10	12,02
29 »	7.528	1.638	4	30 »	3.000	3.000	16-31	12,00	11,81
16 Ago.	2.072	—	2	31 »	2.750	2.750	15-30	11,65	11,55
30 »	6.250	968	1	2 Set.....	4.000	4.000	28	10,90	10,71
15 Set.	2.193	379	6	6 »	1.000	1.000	20-24	12,00	11,82
30 »	8.462	743	3	7 »	1.500	1.500	19-23	12,25	12,01
14 Ott.	1.889	453	6	8 »	500	500	18-22	12,05	11,97
				13 »	1.750	1.750	13-17	12,10	11,96
				16 »	1.000	1.000	7	10,75	10,42
				21 »	1.000	1.000	2-9	12,50	12,04
				28 »	750	750	28-33	11,50	11,29
				29 »	1.000	1.000	27-32	11,30	11,19
				3 Ott.....	8.500	8.500	22-28	10,55	10,32
				4 »	4.000	4.000	21-27	10,75	10,49
				6 »	1.000	1.000	19-25	12,00	11,79
				14 »	1.000	1.000	3-17	11,95	11,41

effettuate con il metodo dell'asta competitiva. — (3) Il tasso applicato è quello dell'asta corrispondente alla data dell'operazione.

Aste dei Buoni ordinari del Tesoro

(valori nominali in miliardi di lire)

DATA	BOT offerti	Scadenza in giorni	BOT domandati da aziende di credito e pubblico	BOT aggiudicati			Totale
				Ad aziende di credito e pubblico		Sottoscrizioni BI-UIC	
				Metodo competitivo	Metodo non competitivo		
3 mesi							
1988 — mar. metà ..	1.250	92	1.055	1.050	4	—	1.054
» fine ...	6.500	92	5.729	5.720	9	—	5.729
apr. metà ..	2.500	91	1.990	1.988	1	500	2.489
» fine ...	8.500	91	8.169	8.161	8	331	8.500
mag. metà ..	2.000	92	1.940	1.940	—	—	1.940
» fine ...	8.500	92	5.941	5.939	2	300	6.241
giu. metà ..	1.000	92	1.069	1.000	—	—	1.000
» fine ...	5.500	92	7.150	5.495	5	—	5.500
lug. metà ..	3.250	91	4.470	2.545	5	700	3.250
» fine ...	10.500	94	12.748	9.828	5	667	10.500
ago. metà ..	3.250	91	5.413	3.226	24	—	3.250
» fine ...	8.000	92	15.517	7.998	2	—	8.000
set. metà ..	2.500	91	5.188	2.500	—	—	2.500
» fine ...	8.250	91	14.603	8.248	2	—	8.250
ott. metà ..	4.000	94	2.975	2.845	—	1.155	4.000
6 mesi							
1988 — mar. metà ..	3.000	184	1.989	1.984	5	600	2.589
» fine ...	11.500	184	9.617	9.600	16	1.750	11.366
apr. metà ..	3.000	182	1.996	1.996	—	800	2.796
» fine ...	12.000	185	10.465	10.454	11	1.000	11.465
mag. metà ..	2.500	183	2.054	2.054	—	446	2.500
» fine ...	9.500	184	8.807	8.801	6	500	9.307
giu. metà ..	1.500	183	2.593	1.500	—	—	1.500
» fine ...	10.000	183	12.966	9.987	13	—	10.000
lug. metà ..	3.500	185	3.037	3.034	3	400	3.437
» fine ...	11.500	185	11.234	11.228	6	226	11.460
ago. metà ..	3.000	182	2.543	2.539	3	300	2.842
» fine ...	11.000	182	9.332	9.328	4	1.200	10.532
set. metà ..	2.750	181	2.364	2.364	—	386	2.750
» fine ...	12.000	181	11.055	11.052	3	945	12.000
ott. metà ..	2.000	182	2.490	2.000	—	—	2.000
12 mesi							
1988 — mar. metà ..	2.750	365	1.412	1.406	6	900	2.312
» fine ...	10.500	365	7.913	7.901	12	1.750	9.663
apr. metà ..	3.000	364	1.610	1.609	—	1.200	2.809
» fine ...	9.000	364	7.392	7.382	10	1.000	8.392
mag. metà ..	1.500	364	1.207	1.207	—	293	1.500
» fine ...	6.500	365	5.906	5.899	7	350	6.256
giu. metà ..	1.000	365	1.071	1.000	—	—	1.000
» fine ...	7.500	365	7.136	7.129	7	—	7.136
lug. metà ..	1.500	364	1.428	1.427	1	—	1.428
» fine ...	10.000	367	8.006	7.997	9	1.700	9.706
ago. metà ..	1.750	365	1.413	1.413	—	300	1.713
» fine ...	7.500	366	7.070	7.066	4	430	7.500
set. metà ..	2.250	365	2.268	2.250	—	—	2.250
» fine ...	9.000	364	10.472	8.991	9	—	9.000
ott. metà ..	2.000	367	3.160	2.000	—	—	2.000

Aste dei Buoni ordinari del Tesoro

(prezzi e rendimenti percentuali)

DATA	PREZZI		RENDIMENTI (1)					
	Base	Medio di aggiudicazione	Semplici			Composti		
			Base	Di aggiudicazione		Base	Di aggiudicazione	
				Metodo competitivo	Metodo non competitivo		Metodo competitivo	Metodo non competitivo
3 mesi								
1988 — mar. metà	97,46	97,48	10,34	10,26	10,05	10,75	10,66	10,43
» fine	97,46	97,47	10,34	10,30	10,09	10,75	10,70	10,48
apr. metà	97,50	97,50	10,28	10,28	10,07	10,69	10,69	10,46
» fine	97,50	97,51	10,28	10,24	10,03	10,69	10,64	10,42
mag. metà	97,47	97,47	10,30	10,30	10,09	10,70	10,70	10,48
» fine	97,47	97,47	10,30	10,30	10,09	10,70	10,70	10,48
giu. metà	97,47	97,47	10,30	10,30	10,09	10,70	10,70	10,48
» fine	97,47	97,51	10,30	10,13	9,92	10,70	10,52	10,30
lug. metà	—	97,36	—	10,88	10,66	—	11,33	11,10
» fine	—	97,23	—	11,06	10,86	—	11,52	11,30
ago. metà	—	97,29	—	11,17	10,96	—	11,65	11,42
» fine	—	97,31	—	10,97	10,76	—	11,43	11,20
set. metà	—	97,34	—	10,96	10,75	—	11,42	11,19
» fine	—	97,43	—	10,58	10,37	—	11,01	10,78
ott. metà	—	97,30	—	10,77	10,57	—	11,21	10,99
6 mesi								
1988 — mar. metà	94,96	94,98	10,53	10,48	10,37	10,80	10,76	10,64
» fine	94,96	94,97	10,53	10,51	10,40	10,80	10,78	10,66
apr. metà	95,01	95,01	10,53	10,53	10,42	10,81	10,81	10,69
» fine	94,93	94,93	10,54	10,54	10,43	10,81	10,81	10,70
mag. metà	94,98	94,98	10,54	10,54	10,43	10,82	10,82	10,70
» fine	94,95	94,95	10,55	10,55	10,44	10,83	10,83	10,71
giu. metà	94,97	94,99	10,56	10,52	10,41	10,84	10,80	10,68
» fine	94,97	95,07	10,56	10,34	10,23	10,84	10,61	10,49
lug. metà	94,80	94,83	10,82	10,76	10,65	11,11	11,04	10,93
» fine	94,80	94,82	10,82	10,78	10,67	11,11	11,06	10,95
ago. metà	94,88	94,89	10,82	10,80	10,69	11,12	11,09	10,98
» fine	94,88	94,89	10,82	10,80	10,69	11,12	11,09	10,98
set. metà	94,79	94,80	11,08	11,06	10,95	11,39	11,37	11,25
» fine	94,77	94,78	11,13	11,11	10,99	11,44	11,42	11,30
ott. metà	94,75	94,78	11,11	11,05	10,93	11,42	11,35	11,23
12 mesi								
1988 — mar. metà	90,45	90,45	10,56	10,56	10,50	10,56	10,56	10,50
» fine	90,45	90,45	10,56	10,56	10,50	10,56	10,56	10,50
apr. metà	90,15	90,15	10,96	10,96	10,89	10,96	10,96	10,89
» fine	90,15	90,15	10,96	10,96	10,89	10,96	10,96	10,89
mag. metà	90,15	90,15	10,96	10,96	10,89	10,96	10,96	10,89
» fine	90,10	90,10	10,99	10,99	10,93	10,99	10,99	10,93
giu. metà	90,10	90,10	10,99	10,99	10,93	10,99	10,99	10,93
» fine	90,10	90,15	10,99	10,93	10,86	10,99	10,93	10,86
lug. metà	89,80	89,85	11,39	11,33	11,27	11,39	11,33	11,27
» fine	89,70	89,70	11,42	11,42	11,36	11,42	11,42	11,36
ago. metà	89,75	89,75	11,42	11,42	11,36	11,42	11,42	11,36
» fine	89,70	89,70	11,45	11,45	11,39	11,45	11,45	11,39
set. metà	89,30	89,35	11,98	11,92	11,86	11,98	11,92	11,86
» fine	89,35	89,40	11,95	11,89	11,83	11,95	11,89	11,83
ott. metà	89,35	89,45	11,85	11,73	11,67	11,85	11,73	11,67

(1) Anno civile. Dalla fine di settembre 1986 sui rendimenti è applicata una ritenuta fiscale del 6,25 per cento, elevata al 12,50 per cento da settembre 1987.

Tassi d'interesse

(valori percentuali)

DATA	Tassi sui crediti da BI-UIC			Tassi di rendimento				
	Base	Effettivi su antic. scad. fissa (1)	BOT 3 mesi (2)	BOT 6 mesi (2)	BOT 12 mesi (2)	BOT media (2) (3)	BTP	Obbligazioni mobiliari
1984 — dic.	16,50	17,48	14,82	14,69	14,68	14,70	14,53	13,84
1985 — dic.	15,00	16,17	13,23	13,10	13,14	13,14	13,67	13,27
1986 — dic.	12,00	13,03	10,81	10,25	10,01	10,21	10,05	9,05
1987 — set.	12,00	13,53	12,07	11,78	11,45	10,98	11,30	11,02
ott.	12,00	—	11,84	11,98	12,09	11,96	11,41	11,01
nov.	12,00	12,00	11,93	12,06	12,14	12,01	11,25	11,31
dic.	12,00	12,37	11,64	11,66	11,39	11,56	10,50	11,19
1988 — gen.	12,00	12,17	11,36	11,37	10,63	11,07	10,29	10,76
feb.	12,00	12,28	10,72	10,78	10,50	10,66	10,30	10,84
mar.	12,00	13,40	10,69	10,78	10,56	10,74	10,29	10,84
apr.	12,00	12,12	10,65	10,81	10,96	10,84	10,39	10,80
mag.	12,00	12,17	10,70	10,83	10,98	10,89	10,49	10,75
giu.	12,00	12,02	10,55	10,63	10,94	10,74	10,47	10,85
lug.	12,00	12,45	11,48	11,06	11,41	11,45	10,61	10,88
ago.	12,50	12,33	11,49	11,09	11,45	11,34	10,74	10,93
set.	12,50	—	11,11	11,41	11,90	11,43	10,88	11,08

DATA	Tassi bancari (4)							
	Prestiti in lire			Depositi		Certificati di deposito		Tassi sui conti interbancari
	Prime rate ABI (5)	Minimo	Medio	Massimo	Medio	6 mesi	12 mesi	
1984 — dic.	18,00	17,68	—	15,96	—	—	—	17,31
1985 — dic.	15,88	15,29	16,86	13,43	10,11	13,21	13,61	14,93
1986 — dic.	13,00	12,54	13,93	10,69	7,62	10,69	10,34	11,51
1987 — set.	»	12,24	13,69	9,67	6,77	9,84	10,06	12,12
ott.	»	12,52	14,15	9,77	6,83	10,04	10,22	11,54
nov.	»	12,40	14,01	9,80	6,91	10,14	10,28	10,77
dic.	»	12,34	13,79	9,81	6,94	10,18	10,29	10,76
1988 — gen.	12,63	12,22	13,67	9,79	6,94	10,15	10,22	10,54
feb.	»	11,97	13,55	9,53	6,70	9,98	10,13	10,61
mar.	»	11,94	13,43	9,46	6,69	9,91	10,09	10,87
apr.	»	11,90	13,35	9,50	6,74	9,85	10,07	10,74
mag.	12,50	11,84	13,24	9,40	6,64	9,75	9,96	10,45
giu.	12,63	11,84	13,26	9,39	6,56	9,72	9,90	10,51
lug.	»	12,00	13,46	9,41	6,57	9,70	9,89	10,60
ago.	12,87	12,12	13,69	9,41	6,58	9,71	9,88	10,72
set.	13,00	12,40	13,91	9,46	6,64	9,84	9,95	10,93

(1) Tasso medio ponderato in relazione alle maggiorazioni applicate. — (2) Tassi annui posticipati, anno civile, formula dell'interesse composto. Dalla fine di settembre 1986 sui rendimenti è applicata una ritenuta fiscale del 6,25 per cento, portata al 12,50 per cento da settembre 1987. — (3) Media ponderata dei tassi di aggiudicazione alle aste pubbliche. — (4) Con l'esclusione del *prime rate* ABI, i tassi sono ottenuti dalle segnalazioni decedali e calcolati come media mensile centrata. Per la definizione dei tassi d'interesse bancari si veda il supplemento al bollettino sulle aziende di credito. — (5) Tassi rilevati dall'Associazione bancaria per i crediti in bianco utilizzati in conto corrente a clientela di primo ordine. I dati non comprendono la commissione di massimo scoperto pari a 1/8 di punto percentuale al trimestre. — (*) Dati provvisori.

Principali voci di situazione delle aziende di credito

(consistenze in miliardi di lire)

DATA	ATTIVO									
	Riserve bancarie	Crediti				Azioni e parteci- pazioni	Soffe- renze	Conti intercreditizi		
		Impieghi		BOT	Altri titoli			di cui: ICS	di cui: ICS	
		In lire (2)	In valuta							(3) (*)	(4) (*)
(1)	(2)	In valuta	(3) (*)	(4) (*)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	
1984 — dic.	67.807	185.066	30.531	42.292	144.745	8.600	14.570	102.789	8.278	
1985 — dic.	82.747	220.053	24.171	25.646	173.610	9.422	17.800	106.014	9.141	
1986 — dic.	88.474	238.584	27.451	29.827	181.329	11.717	20.963	116.636	8.879	
1987 — ago.	95.211	249.339	27.372	17.490	179.388	13.371	23.539	83.999	7.299	
set.	95.562	239.060	29.187	16.233	189.307	13.499	23.756	88.854	7.198	
ott.	96.820	241.457	31.924	21.883	189.438	13.659	23.979	89.119	8.056	
nov.	97.482	246.729	32.446	22.457	193.389	13.627	24.186	97.835	9.318	
dic.	97.979	256.034	32.782	25.168	193.417	13.076	24.043	111.310	9.301	
1988 — gen.	105.504	258.557	34.447	17.221	181.186	13.293	24.677	84.543	7.718	
feb.	103.271	253.556	35.029	16.537	175.969	13.364	24.843	84.365	7.502	
mar.	101.680	253.759	34.473	15.176	175.700	13.574	24.846	85.419	7.873	
apr.	100.063	265.411	33.973	19.197	175.994	13.742	25.018	82.743	7.813	
mag.	101.332	268.426	35.031	18.570	175.768	13.745	25.294	87.175	7.786	
giu.	101.016	269.576	36.808	19.398	173.642	13.877	24.947	90.907	7.635	
lug.	102.126	278.601	37.789	20.260	168.456	14.270	25.157	85.172	6.829	
ago. (**)	103.983	273.360	37.060	20.970	171.986	14.165	25.466	88.544	6.882	
DATA	PASSIVO									
		Depositi (6)		Altra raccolta all'in- terno (7)	Crediti da BI-UIC	Conti intercreditizi		Patri- monio	Posi- zione netta sull'estero (8)	Accetta- zioni bancarie rilasciate (9)
		di cui: in conto cor- rente				di cui: ICS				
		(1)	(2)			(3)	(4)			
1984 — dic.	415.581	227.668	4.949	2.864	93.751	4.512	36.895	27.716	609	
1985 — dic.	457.743	250.282	6.467	8.740	94.338	4.459	43.166	25.806	377	
1986 — dic.	498.685	281.612	4.815	4.407	103.313	5.338	51.585	32.108	307	
1987 — ago.	488.684	270.419	4.234	4.003	82.567	5.720	61.344	33.566	235	
set.	494.650	275.769	3.546	3.229	86.414	5.227	61.729	34.487	682	
ott.	497.816	278.821	3.549	3.279	88.011	4.844	61.791	37.654	1.081	
nov.	496.588	276.553	3.753	6.078	93.262	4.771	61.721	37.772	1.206	
dic.	532.697	302.862	3.209	5.711	103.761	5.887	61.828	36.691	1.066	
1988 — gen.	516.895	287.980	3.215	9.226	85.450	7.148	61.846	38.078	993	
feb.	508.064	281.994	3.320	9.068	80.286	6.822	62.018	40.261	1.109	
mar.	509.191	283.203	3.324	7.731	78.901	6.322	64.693	39.386	1.142	
apr.	514.416	288.296	3.528	7.668	77.271	5.668	67.256	42.489	897	
mag.	512.615	286.372	3.786	7.755	80.201	4.750	67.342	40.830	788	
giu.	519.370	291.977	3.445	7.782	83.874	5.933	67.153	37.581	750	
lug.	523.646	294.464	3.919	7.821	76.397	5.494	67.357	38.082	784	
ago. (**)	523.130	292.000	3.805	7.592	81.265	5.500	68.095	36.921	780	

(1) Comprende la liquidità in lire (esclusi i depositi presso Poste e Cassa DD.PP.), la riserva obbligatoria, il contante a cauzione assegni e il deposito infruttifero a fronte degli sconfinamenti dal massimale. Il dato relativo a dicembre 1985 è il risultato di una ricostruzione eseguita tenendo conto delle scritturazioni sospese causate dalle agitazioni sindacali dei dipendenti della Banca d'Italia. — (2) Compresi gli investimenti in accettazioni bancarie. — (3) Al valore nominale. — (4) Titoli italiani ed esteri in lire per negoziazione, investimento e riporto ai valori di bilancio. Sono escluse le azioni. — (5) Compresi gli effetti propri insoluti e al protesto. — (6) Depositi in lire di clientela ordinaria residente. — (7) Conti in valuta di residenti e fondi di terzi in amministrazione. — (8) Fonte UIC. — (9) Le accettazioni bancarie rilasciate fanno parte dei crediti di firma; solo quelle acquistate dalle aziende di credito rappresentano una effettiva erogazione di fondi da parte del sistema bancario. — (*) Nei titoli sono compresi quelli acquisiti a pronti con vendita a termine, mentre non sono inclusi quelli ceduti a pronti con acquisto a termine. — (**) Dati provvisori.

Principali voci di situazione degli istituti di credito speciale

(consistenze in miliardi di lire)

DATA	ATTIVO								
	Cassa e disponibilità		Titoli di Stato	Impieghi				Altre voci a saldo	
	di cui c/o aziende di credito			Sull'interno (1)	di cui: mobiliari	di cui: fondiari	Sull'estero		Per c/ Tesoro
1984 — dic.	4.257	4.964	15.023	125.302	66.144	32.927	4.585	9.193	-7.917
1985 — dic.	3.575	4.601	16.441	135.988	72.323	36.096	3.781	8.593	-8.238
1986 — dic.	3.826	4.567	14.511	152.813	82.890	40.823	3.187	8.057	-10.298
1987 — ago.	5.917	6.745	12.902	161.669	86.625	45.373	4.260	7.019	-12.591
set.	5.320	6.381	12.527	163.222	86.893	46.327	4.191	7.019	-11.427
ott.	5.277	6.351	10.402	166.816	89.208	47.353	4.320	7.019	-11.296
nov.	4.918	5.798	10.178	169.180	90.232	48.363	4.215	7.231	-10.734
dic.	4.313	5.159	10.411	173.533	93.542	48.913	4.361	7.291	-8.090
1988 — gen.	6.804	7.877	12.752	173.702	93.389	49.313	4.367	6.745	-11.995
feb.	7.473	8.519	14.529	175.939	94.343	50.118	4.406	6.744	-12.459
mar.	6.694	7.662	15.536	179.044	96.185	51.158	4.570	6.744	-11.249
apr.	6.508	7.376	16.206	179.870	96.063	51.963	4.567	6.744	-10.732
mag.	5.366	6.173	16.149	182.326	97.192	53.002	4.639	6.724	-10.245
giu.	5.345	6.264	17.292	181.162	96.656	52.939	4.701	6.248	-6.141
lug. (*) ..	4.353	5.330	16.949	184.441	98.908	53.810	4.725	6.998	-10.686
ago. (*) .	4.841	5.903	15.672	186.458	99.647	54.469	4.758	7.000	-10.635

DATA	PASSIVO								
	Certificati di deposito	Obbligazioni				C/c con aziende di credito	Fondi pubblici	Medio-credito centrale	Prestiti esteri (2)
		Ordinarie	di cui: mobiliari	di cui: fondiarie	Per c/ Tesoro				
1984 — dic.	23.480	89.554	35.871	33.605	8.159	4.912	4.771	2.422	17.852
1985 — dic.	25.549	95.022	37.736	36.192	7.145	5.513	5.365	2.521	20.051
1986 — dic.	28.258	102.193	41.234	39.693	6.089	5.359	6.522	2.538	21.878
1987 — ago.	28.044	109.102	44.436	43.096	5.048	3.395	6.886	2.754	24.775
set.	27.794	110.503	44.817	43.962	5.044	3.529	7.259	2.789	24.995
ott.	28.190	111.472	45.651	44.391	5.043	4.019	7.066	2.822	25.000
nov.	28.896	112.235	46.285	44.718	5.038	4.930	7.132	2.874	24.763
dic.	30.878	113.681	46.137	45.944	5.036	5.634	7.537	3.038	26.861
1988 — gen.	33.599	114.208	46.303	46.402	4.474	3.907	7.288	2.925	27.047
feb.	36.720	114.761	46.110	47.213	4.468	3.822	7.535	3.042	27.330
mar.	39.277	115.824	46.268	48.013	4.466	4.351	7.568	3.096	27.725
apr.	40.092	116.477	46.939	48.186	4.454	4.441	7.351	3.143	28.073
mag.	40.353	117.452	47.467	48.597	4.432	4.373	7.464	3.197	28.495
giu.	42.037	118.389	47.824	49.125	4.402	4.478	7.930	3.238	29.052
lug. (*) ..	42.071	117.441	48.110	48.331	3.995	3.793	7.701	3.270	29.486
ago. (*) .	41.887	118.127	48.205	48.836	4.000	3.732	7.872	3.357	30.181

(1) Escluso finanziamento ammassi obbligatori. — (2) Al lordo di variazioni del tasso di cambio. (*) Dati parzialmente stimati.

Impieghi per rami di attività economica e categorie di imprese

(consistenze in miliardi di lire e variazioni percentuali)

VOCI	AZIENDE DI CREDITO				ISTITUTI DI CREDITO SPECIALE			
	Consi- stenze a luglio 1988	Variazioni percentuali nei 12 mesi terminanti a:			Consi- stenze a luglio 1988	Variazioni percentuali nei 12 mesi terminanti a:		
		Dic. 87	Mar. 88	Lug. 88		Dic. 87	Mar. 88	Lug. 88
Amministrazione pubblica	9.490	9,9	7,7	13,2	23.482	3,7	2,1	1,0
Imprese finanziarie e assicurative	18.751	4,2	-9,9	9,5	8.128	15,4	-21,8	-13,5
Imprese non finanziarie	252.270	8,3	8,6	12,9	130.525	12,9	17,4	16,9
Agricoltura foreste e pesca	9.790	6,3	6,5	8,5	8.966	12,0	13,7	13,3
Industrie	148.873	5,8	6,1	10,8	68.375	8,2	9,7	9,0
estrattive	1.808	-5,6	-11,6	-16,0	1.128	13,0	2,3	0,4
alimentari e affini	15.046	7,3	10,9	14,6	6.741	10,8	13,6	13,4
tessili	11.809	16,0	17,3	13,0	2.543	8,2	7,8	7,3
vestiario, abbigliamento, calzature, pelli e cuoio	10.751	12,7	9,3	11,9	1.349	13,8	14,6	14,3
legno, mobilio e arredamenti in legno .	6.397	9,5	8,5	9,9	1.345	7,4	4,5	6,5
metallurgiche	7.858	-6,7	8,0	10,5	4.130	16,9	24,6	20,3
meccaniche	32.575	4,9	4,6	14,2	14.148	6,7	7,9	7,9
mezzi di trasporto	6.375	-0,9	-10,0	3,9	3.699	-3,8	2,2	4,8
lavorazione minerali non metalliferi ...	5.144	3,8	4,9	4,5	2.583	8,0	11,0	5,3
chimiche, derivati del petrolio e del carbone	11.342	5,9	8,4	9,5	4.498	0,6	4,1	-0,1
gomma, prodotti materie plastiche .	4.337	15,9	15,5	18,5	1.265	8,8	9,2	3,7
carta, cartotecniche, poligrafiche, editoriali e affini	5.573	14,9	14,4	19,2	1.789	1,6	2,6	14,8
foto-cinematografiche, manufattu- riere varie	1.165	12,7	6,6	16,6	585	34,2	35,0	69,6
costruzioni e installazioni di impianti .	27.338	6,0	6,8	10,3	19.458	9,6	9,0	9,9
produzione e distribuzione luce, gas, acqua	1.355	-37,4	-54,8	-33,0	3.114	15,5	19,2	4,5
Commercio all'ingrosso, al minuto, altre attività com.li e servizi vari	71.799	15,9	13,6	17,2	24.916	31,8	32,8	28,7
Alberghi e pubblici esercizi	3.401	18,2	14,5	17,8	2.862	25,8	27,8	26,8
Trasporti e comunicazioni	8.428	6,1	17,1	17,4	15.100	5,4	7,4	6,5
Coordinamento e gestione finanziaria di imprese	9.979	-1,4	7,2	14,3	10.306	25,6	86,3	95,4
Istituzioni senza finalità di lucro, famiglie e unità non classificabili	14.316	13,0	15,6	16,2	5.984	61,0	50,6	47,5
TOTALE CLIENTELA ORDINARIA RESIDENTE	294.827	8,2	7,7	12,9	168.119	12,5	13,3	13,3
<i>di cui: Imprese pubbliche</i>	<i>21.753</i>	<i>-5,9</i>	<i>-9,9</i>	<i>-3,2</i>	<i>29.046</i>	<i>7,8</i>	<i>12,6</i>	<i>10,3</i>
<i>di cui: a partecipazione statale .</i>	<i>17.205</i>	<i>-9,0</i>	<i>-12,5</i>	<i>-4,9</i>	<i>22.862</i>	<i>3,9</i>	<i>8,0</i>	<i>6,9</i>
<i>Imprese principali private</i>	<i>44.830</i>	<i>-7,5</i>	<i>-8,2</i>	<i>1,4</i>	<i>33.627</i>	<i>5,2</i>	<i>5,1</i>	<i>6,5</i>
<i>Imprese rimanenti</i>	<i>204.438</i>	<i>14,9</i>	<i>13,9</i>	<i>17,6</i>	<i>75.980</i>	<i>19,7</i>	<i>20,3</i>	<i>20,3</i>

Fonte: Centrale dei Rischi.

Emissioni nette di valori mobiliari

(miliardi di lire)

PERIODO	Emittenti			Totale titoli di Stato e obbligazioni	Investitori					Azioni
	Settore pubblico	ICS	Enti pubblici e imprese		BI-UIC	Cassa DD.PP.	Aziende di credito	Fondi comuni d'invest.	Altri	
1982	23.626	8.147	4.570	36.343	-273	-91	19.744	—	16.963	6.004
1983	69.942	7.640	2.374	79.956	1.948	562	29.975	—	47.471	10.899
1984	63.693	4.315	2.035	70.043	6.792	256	11.190	912	50.893	9.774
1985	94.074	5.178	2.195	101.447	8.910	510	27.336	11.656	53.035	12.220
1986	87.762	6.805	6.071	100.638	7.911	830	6.209	27.701	57.987	18.872
1987	56.505	11.012	4.037	71.554	1.420	485	11.690	-3.872	61.831	10.433
1986 — III trim. ...	15.702	-92	977	16.587	-7.380	-38	5.943	4.202	13.860	5.026
IV » ...	22.271	4.209	1.868	28.348	6.484	100	8.248	1.850	11.666	6.800
1987 — I trim. ...	22.849	1.385	1.278	25.512	-3.881	61	-7.609	2.388	34.553	2.909
II » ...	21.819	3.786	238	25.843	4.950	567	6.915	493	12.918	1.769
III » ...	12.249	2.987	1.179	16.415	2.542	1	8.175	-3.633	9.330	3.556
IV » ...	-412	2.854	1.342	3.784	-2.191	-144	4.209	-3.120	5.030	2.199
1988 — I trim. ...	11.852	2.140	-251	13.741	-1.137	-134	-17.745	-3.635	36.392	1.169
II » ...	13.456	2.125	447	16.028	-158	298	-1.578	-3.664	21.130	1.115
1987 — set.	3.917	1.486	395	5.798	-2.822	17	10.386	-1.308	-475	2.456
ott.	369	957	452	1.778	-156	-9	-41	-2.569	4.553	506
nov.	446	483	887	1.816	-3.551	-37	3.974	-489	1.919	325
dic.	-1.227	1.414	3	190	1.516	-98	275	-62	-1.441	1.368
1988 — gen.	4.045	497	-394	4.148	6.122	-51	-13.025	-894	11.996	153
feb.	1.471	616	443	2.530	-4.295	-13	-5.561	-2.287	14.686	614
mar.	6.336	1.027	-300	7.063	-2.964	-70	841	-454	9.710	402
apr. (*) ...	7.766	669	-194	8.241	326	-6	168	-922	8.675	310
mag. (*) ..	5.206	735	557	6.498	-1.594	-6	139	-1.346	9.305	404
giu. (*) ...	484	721	84	1.289	1.110	310	-1.885	-1.396	3.150	401
lug. (*) ...	2.336	-251	-247	1.838	423	-22	-5.124	-1.033	7.594	366
ago. (*) ...	1.165	416	-108	1.473	-3.929			-1.058		35

(*) Dati provvisori.

Condizioni di emissione di CCT, BTP e CTE

Codice ABI	Titolo	Data di emissione	Prezzo di emissione	Rendimento all'emissione (1)		Importo collocato (mld di lire)	Spread	Prima cedola		
				Lordo	Netto			Lorda	Netta	
13001 (2)	CCT	1.10.94	1.10.87	99,00	12,36	10,82	900	0,75	12,00	10,5000
13005 (3)	CCT	2.11.92	2.11.87	99,75	12,84	11,20	1.950	0,30	6,20	5,4250
13007 (3)	CCT	1.12.92	1.12.87	99,75	12,84	11,19	1.000	0,30	6,20	5,4250
13009 (3)	CCT	1.1.93	1.1.88	99,50	12,13	10,58	7.000	0,30	6,00	5,2500
13011 (3)	CCT	1.2.93	1.2.88	99,25	11,49	10,02	3.100	0,30	5,80	5,0750
13013 (3)	CCT	1.3.93	1.3.88	99,25	11,40	9,94	3.000	0,30	5,80	5,0750
13015 (3)	CCT	1.4.93	1.4.88	99,25	11,49	10,02	1.100	0,30	5,80	5,0750
13017 (3)	CCT	1.5.93	2.5.88	99,25	12,23	10,67	2.000	0,50	5,80	5,0750
13019 (3)	CCT	1.6.93	1.6.88	99,25	12,23	10,67	1.400	0,50	5,80	5,0750
13020 (3)	CCT	1.7.93	1.7.88	99,25	12,19	10,63	1.650	0,50	6,00	5,2500
13022 (3)	CCT	1.8.93	1.8.88	99,25	12,65	11,04	900	0,50	6,00	5,2500
13023 (3)	CCT	1.9.93	1.9.88	99,10	12,78	11,14	3.500	0,50	6,25	5,4685

Codice ABI	Titolo	Data di emissione	Prezzo di emissione	Rendimento all'emissione		Importo collocato (mld di lire)	Cedola		
				Lordo	Netto		Lorda	Netta	
12626	BTP	1.10.90	1.10.87	99,50	12,03	10,49	830	5,75	5,0312
12627	BTP	1.2.92	1.2.88	99,00	11,62	10,13	3.041	5,50	4,8125
12628	BTP	1.3.90	1.3.88	98,75	11,53	10,06	3.988	5,25	4,5935
12629	BTP	15.3.90	15.3.88	98,85	11,47	10,00	2.000	5,25	4,5935
12630	BTP	1.4.90	1.4.88	99,25	11,21	9,78	3.500	5,25	4,5935
12631	BTP	1.4.92	1.4.88	98	11,97	10,44	3.000	5,50	4,8125
12632	BTP	15.4.90	15.4.88	98,85	11,43	9,98	1.000	5,25	4,5935
12633	BTP	1.5.90	2.5.88	99	11,37	9,92	3.191	5,25	4,5935
12634	BTP	1.5.92	2.5.88	97,50	12,12	10,58	1.684	5,50	4,8125
12635	BTP	18.5.90	18.5.88	99	11,37	9,92	1.000	5,25	4,5935
12636	BTP	16.6.90	16.6.88	99	11,34	9,90	600	5,25	4,5935
12637	BTP	1.7.90	1.7.88	99,15	11,80	10,29	4.500	5,50	4,8125
12638	BTP	1.7.92	1.7.88	98,35	12,38	10,80	1.456	5,75	5,031
12639	BTP	1.8.90	1.8.88	99,15	11,81	10,31	2.800	5,50	4,8125
12640	BTP	1.8.92	1.8.88	97,40	12,70	11,08	2.100	5,75	5,031
12641	BTP	1.9.90	1.9.88	99,10	12,35	10,77	6.500	5,75	5,031
12642	BTP	1.9.92	1.9.88	98,80	13,30	11,60	4.500	6,25	5,4685

Codice ABI	Titolo	Data di emissione	Prezzo di emissione	Rendimento all'emissione		Importo collocato (mil di ECU) (4)	Tasso di cambio LIRA/ECU all'emissione	Cedola		
				Lordo	Netto			Lorda	Netta	
13014	CTE	21.3.92	21.3.88	100	8,48	7,42	750	1.536,90	8,50	7,4375
13016	CTE	26.4.92	26.4.88	100	8,49	7,43	500	1.544,11	8,50	7,4375
13018	CTE	25.5.92	25.5.88	100	8,49	7,43	1.000	1.545,18	8,50	7,4375
13021	CTE	25.7.93	25.7.88	100	8,74	7,65	1.000	1.542,02	8,75	7,6563
13024	CTE	28.9.93	28.9.88	100	8,74	7,65	1.000	1.544,67	8,75	7,6563

(1) Rendimento atteso nei mesi di godimento della prima cedola nell'ipotesi di invarianza dei tassi nel periodo. — (2) Cedola annuale determinata in base al tasso del BOT a 12 mesi. — (3) Cedola semestrale determinata in base al tasso del BOT a 12 mesi. — (4) Limitatamente al mercato interno.

CCT, CTE, CTR, BTP e Fondi comuni

DATA	Rendimenti attesi netti (1)			Indici di capitalizzazione (2)							
	CCT	CTE	CTR	CCT	CTE (3)				CTR	BTP	Fondi comuni
					Interesse	Quotazione	Tasso di cambio	Totale			
1982	20,78			130,51							
1983	19,82	13,11		159,09	105,81	101,93	102,08	110,21		100,00	
1984	16,98	11,51	3,40	191,33	118,89	106,57	104,59	132,51	97,63	109,39	93,29
1985	14,68	9,88	4,61	226,18	132,42	111,76	109,64	162,52	101,12	126,89	117,10
1986	12,41	8,54	4,49	259,08	144,98	115,52	110,84	185,60	117,76	146,91	161,60
1987	10,66	8,43	4,57	289,14	161,33	113,45	113,26	207,26	132,34	163,44	169,68
1986 — IV trim...	10,63	8,59	3,95	271,73	147,96	114,56	109,34	185,33	127,09	155,07	169,47
1987 — I trim...	10,22	8,45	4,36	280,27	155,72	114,11	111,32	197,70	128,21	159,56	170,93
II » ..	9,89	8,15	4,62	288,33	159,36	114,92	113,24	207,38	130,39	162,30	175,04
III » ..	10,92	8,29	4,41	290,82	163,12	113,71	113,80	211,07	135,04	163,56	170,78
IV » ..	11,60	8,85	4,90	297,15	167,11	111,07	114,70	212,90	135,71	168,35	161,98
1988 — I trim...	10,71	8,18	5,03	306,51	170,82	113,45	115,49	223,83	139,13	174,75	160,20
II » ..	11,13	7,86	5,38	310,82	174,69	114,29	116,97	233,53	140,72	178,78	163,73
III » ..	11,52	8,08	5,25	319,50	178,78	113,06	116,88	236,24	142,84	182,53	
1987 — set.....	11,33	8,52	4,29	291,58	164,42	112,60	113,66	210,42	137,28	164,61	168,83
ott.....	11,58	8,90	4,59	292,88	165,85	110,93	113,66	209,09	136,49	165,81	167,93
nov.....	11,91	8,98	4,97	296,24	167,11	110,55	115,19	212,79	135,21	167,78	158,52
dic.....	11,30	8,67	5,15	302,32	168,36	111,73	115,26	216,81	135,42	171,30	159,50
1988 — gen.....	10,92	8,26	5,24	305,18	169,59	113,25	115,15	221,15	136,35	173,42	158,95
feb.....	10,62	8,19	4,82	305,88	170,75	113,42	115,28	223,26	140,51	174,68	157,96
mar.....	10,58	8,09	5,04	308,46	172,11	113,69	116,05	227,08	140,52	176,16	163,68
apr.....	10,86	7,89	5,33	310,26	173,39	114,33	116,82	231,59	140,13	177,43	164,53
mag.....	11,21	7,82	5,55	310,20	174,67	114,44	117,16	234,18	140,21	178,69	162,26
giu.....	11,33	7,87	5,26	311,99	176,02	114,11	116,92	234,83	141,83	180,23	164,40
lug.....	11,41	7,92	5,20	315,51	177,37	113,79	116,71	235,56	141,93	181,34	168,19
ago.....	11,45	8,10	5,20	320,00	178,78	112,99	116,79	235,91	143,15	182,53	170,40
set.....	11,69	8,22	5,35	323,00	180,18	112,40	117,15	237,25	143,45	183,72	170,45

(1) Per i CCT viene indicato il rendimento atteso nell'ipotesi di invarianza dei tassi. Il rendimento dei CTE si riferisce ad un investimento in ECU e non è quindi confrontabile con i rendimenti attesi da investimenti in lire. Per il CTR viene indicato il rendimento reale a scadenza, calcolato misurando l'inflazione con il deflatore del PIL al costo dei fattori; il rendimento ottenuto eguaglia la somma dei valori attuali dei pagamenti reali previsti dal titolo con il corso del quel deflazionato del titolo stesso. — (2) Gli indici dei CCT, CTE, del CTR, dei BTP e dei Fondi comuni d'investimento hanno base 100 rispettivamente al 31 dicembre 1980, al 26 gennaio 1983, al 2 maggio 1984, al 30 dicembre 1983 e al 31 dicembre 1984. — (3) La scomposizione dell'indice nelle tre componenti (interesse, quotazione e tasso di cambio) è di tipo moltiplicativo.

Credito totale interno (1)

(variazioni in miliardi di lire; variazioni percentuali)

PERIODO	Credito totale interno	Finanziamenti al settore non statale (2)	Fabbisogno del settore statale (3)	Credito totale interno		Finanziamenti al settore non statale	
				3 mesi (4)	12 mesi	3 mesi (4)	12 mesi
1982	100.737	31.604	69.133	—	20,9	—	13,4
1983	120.629	35.432	85.197	—	20,7	—	13,2
1984	144.033	52.325	91.708	—	20,4	—	17,1
1985	153.722	46.441	107.281	—	18,1	—	12,9
1986	152.407	45.693	106.714	—	15,2	—	11,4
1987	151.500	45.666	105.834	—	13,1	—	10,3
1986 — lug.	26.600	12.851	13.749	2,9	16,1	2,9	12,1
ago.	3.949	-3.734	7.683	2,5	16,0	2,2	12,0
set.	16.005	1.948	14.057	4,7	15,9	3,5	12,2
ott.	17.838	10.861	6.977	4,1	16,3	3,6	12,9
nov.	20.876	6.324	14.552	4,8	16,1	4,0	13,0
dic.	17.912	12.757	5.155	3,7	15,2	3,4	11,4
1987 — gen.	4.540	3.930	610	3,0	15,9	3,2	13,2
(*) feb.	12.462	1.793	10.669	2,8	15,7	3,5	13,9
mar.	11.809	-884	12.693	3,2	15,3	2,9	13,1
apr.	20.471	5.288	15.183	4,1	15,0	2,1	12,5
mag.	13.269	3.809	9.460	4,2	15,0	2,6	13,1
giu.	-2.108	2.093	-4.201	3,1	15,5	3,6	14,1
lug.	23.214	9.467	13.747	2,9	14,8	3,5	12,9
ago.	4.568	-4.621	9.189	2,4	14,8	2,2	12,8
set.	8.058	-6.407	14.465	3,3	13,9	0,5	10,7
ott.	15.466	8.248	7.218	2,8	13,5	0,8	9,8
nov.	18.764	9.377	9.387	3,1	13,0	1,7	10,4
dic.	20.987	13.573	7.414	3,0	13,1	2,9	10,3
1988 — gen.	3.663	3.671	-8	2,6	13,0	3,5	10,1
feb.	8.821	-1.674	10.495	2,4	12,5	2,6	9,3
mar.	18.259	2.912	15.347	3,1	12,9	2,9	10,2
apr.	23.498	11.328	12.170	4,1	13,0	3,2	11,4
mag.	17.209	6.344	10.865	4,7	13,1	4,9	11,8
giu.	1.785	1.264	521	3,6	13,5	5,0	11,6
lug.	25.085	12.924	12.161	3,3	13,4	4,2	12,1
ago.	6.232	-4.131	10.363	2,7	13,5	2,8	12,3

(1) Il Credito totale interno comprende gli impieghi delle aziende di credito in lire e in valuta (depurati dell'effetto di variazioni del tasso di cambio e dell'ammontare degli impieghi bancari utilizzati per finanziare il deposito infruttifero sui pagamenti all'estero), gli impieghi degli istituti di credito speciale, le emissioni obbligazionarie da parte delle imprese e degli enti territoriali, il fabbisogno del settore statale finanziato sull'interno (Tesoro, Cassa DD.PP., Cassa per il Mezzogiorno e aziende autonome) al netto dei finanziamenti del Tesoro alle istituzioni creditizie. — (2) Includono i consolidamenti di debiti pregressi di cui alla nota (3); dal settembre del 1984 includono i titoli acquistati dalle aziende di credito con operazioni «pronti contro termine» con la clientela. — (3) Al netto dei finanziamenti alle istituzioni creditizie, dei consolidamenti di debiti pregressi e del debito estero. — (4) Calcolati su dati depurati dei fattori stagionali. — (*) Dati provvisori. Il fabbisogno del settore statale esclude, nel 1985, consolidamenti di debiti pregressi in titoli per 10.035 miliardi, di cui 4.841 relativi a crediti d'imposta; i rimanenti 5.194 miliardi di consolidamenti in titoli sono inclusi nei finanziamenti al settore non statale.

Aggregati monetari e loro contropartite

(variazioni in miliardi di lire)

VOCI	1985	1986	1987		1988			
			Anno	Gen.-giu.	Apr.	Mag.	Giu.	Gen.-giu.
A) Banca d'Italia e Ufficio italiano dei cambi								
ATTIVITÀ								
Estero (a1)	-13.651	3.489	6.775	2.384	-2.139	-723	2.322	1.872
Settore statale (a2) (1)	27.482	10.891	6.897	4.363	184	2.281	-3.074	-1.845
Aziende di credito (a3)	5.674	-3.360	327	-1.017	1.123	-1.337	-400	1.698
Istit. di credito speciale (a4)	-273	458	90	-12	-6	12	-171	-152
Altre partite (a5)	-400	-909	-1.479	-1.107	1.127	-1.559	2.719	-609
PASSIVITÀ								
Settore non statale (a6)	3.967	3.036	4.171	-1.025	-834	12	1.796	-1.369
Aziende di credito (a7)	14.865	7.532	8.439	5.635	1.123	-1.337	-400	2.333
B) Aziende di credito								
ATTIVITÀ								
BI-UIC (b1 = a7)	14.865	7.532	8.439	5.635	1.123	-1.337	-400	2.333
Estero (b2)	5.299	-6.454	-5.573	-4.185	-903	-130	-1.774	-4.695
Settore statale (b3) (1)	11.624	7.575	6.496	-7.834	4.354	1.086	329	-17.578
Settore non statale (b4)	30.126	28.166	25.798	10.478	11.211	3.712	1.864	15.744
Istit. di credito speciale (b5)	1.123	6	1.446	-550	638	80	-1.836	-5.460
Altre partite (b6)	-15.400	345	-1.757	-8.092	-9.576	-5.871	9.069	1.627
PASSIVITÀ								
Settore non statale: conti cor. (b7)	22.296	29.808	19.983	-8.499	5.400	-2.090	5.452	-11.164
dep. a risp. (b8)	13.777	1.474	2.193	-7.252	-783	-1.599	-301	-17.661
pronti c/termine (b9)	3	199	1.460	2.573	284	393	878	2.900
certif. dep. (b10)	5.753	8.128	10.492	9.279	917	1.726	1.448	15.222
BI-UIC (b11 = a3)	5.674	-3.360	327	-1.017	1.123	-1.337	-400	1.698
Settore statale (b12)	134	921	393	367	-94	447	175	977

(1) Sono compresi anche i titoli concernenti l'estinzione di crediti d'imposta in favore delle istituzioni creditizie, già inclusi nelle segnalazioni statistiche di queste ultime anche se non ancora registrati nel bilancio dello Stato.

Aggregati monetari e loro contropartite

(variazioni in miliardi di lire)

VOCI	1985	1986	1987		1988			
			Anno	Gen.-giu.	Apr.	Mag.	Giu.	Gen.-giu.
C) Settore statale								
FABBISOGNO INT. (c1)	114.848	109.307	108.146	45.880	12.256	11.118	829	50.349
PASSIVITÀ NEI CONFRONTI DI:								
Settore non statale								
Risp. post.: conti corr. (c2)	2.221	-479	702	-1.288	-1.000	-962	434	-1.632
dep. a risp. (c3)	7.788	10.553	12.099	3.418	487	424	395	3.856
BOT e altri titoli di Stato (c4)	60.126	57.757	86.684	47.159	7.968	9.960	2.988	68.019
BI-UIC (c5 = a2)	27.482	10.891	6.897	4.363	184	2.281	-3.074	-1.845
Aziende di credito (c6 = b3 - b12)	11.490	6.654	6.102	-8.201	4.448	-638	154	-18.554
Altri (c7)	5.741	23.931	-7.338	430	170	-1.223	131	506
D) Aggregati monetari e loro contropartite								
(conto consolidato degli organismi creatori di liquidità)								
AGGREGATI MONETARI								
M1 (d1 = a6 + b7 + c2)	28.484	32.365	24.856	-10.811	3.565	-3.040	7.682	-14.165
Dep. a risp. (d2 = b8 + c3)	21.565	12.027	14.292	-3.834	-296	-1.175	95	-13.806
Pronti contro termine (d3 = b9)	3	199	1.460	2.573	284	393	878	2.900
M2A (d4 = d1 + d2 + d3)	50.051	44.591	40.607	-12.073	3.553	-3.823	8.655	-25.070
Certif. dep. banc. (d5 = b10)	5.753	8.128	10.492	9.279	917	1.726	1.448	15.222
M2 (d6 = d4 + d5)	55.805	52.720	51.099	-2.793	4.470	-2.097	10.103	-9.848
FONTI DI CREAZIONE								
Eestero (d7 = a1 + b2)	-8.352	-2.965	1.202	-1.801	-3.042	-853	548	-2.823
Settore Statale								
(d8 = c1 - c4 - c7)	48.981	27.620	25.800	-1.709	4.119	2.381	-2.090	-18.176
Settore non statale (d9 = b4)	30.126	28.166	25.798	10.478	11.211	3.712	1.864	15.744
Ist. di credito speciale								
(d10 = a4 + b5)	850	464	1.535	-562	632	93	-2.007	-5.612
Altre (d11 = a5 + b6)	-15.799	-564	-3.236	-9.199	-8.450	-7.429	11.788	1.018

Attività liquide del settore non statale

(consistenze in miliardi di lire; variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

DATA	Consistenze di fine periodo				Tassi percentuali di fine periodo			
	M1 (1)	M2A (2)	M2 (3)	M3 (4)	M1	M2A	M2	M3
1982 — dic.	216.640	402.324	402.324	475.341	16,7	18,1	18,1	18,0
1983 — dic.	244.629	448.498	451.755	540.084	12,9	11,5	12,3	13,6
1984 — dic.	275.052	499.090	506.623	616.264	12,4	11,3	12,1	14,1
1985 — dic.	303.536	549.141	562.427	687.652	10,4	10,0	11,0	11,6
1986 — lug.	294.071	531.662	548.916	686.672	8,8	6,9	7,6	7,3
ago.	291.463	531.145	548.638	686.528	8,8	6,9	7,6	7,0
set.	298.055	538.451	556.744	693.512	9,5	7,3	8,2	7,0
ott.	302.077	543.943	563.426	698.838	10,6	8,1	9,1	7,8
nov.	304.475	548.355	568.636	702.517	11,3	8,7	9,9	8,2
dic.	335.901	593.732	615.147	744.198	10,7	8,1	9,4	8,2
1987 — gen.	321.228	580.558	606.186	737.559	10,0	7,8	9,6	7,7
(*) feb.	314.238	571.470	599.339	731.943	10,1	8,3	10,4	7,7
mar.	316.450	573.014	602.319	736.387	9,8	8,5	10,8	7,6
apr.	319.728	576.843	606.947	741.862	10,5	9,3	11,6	8,6
mag.	319.187	576.569	607.248	743.255	10,6	9,8	12,0	9,0
giu.	325.090	581.660	612.354	747.090	11,5	10,2	12,4	9,4
lug.	328.026	585.681	614.923	755.458	11,5	10,2	12,0	10,0
ago.	324.196	583.400	612.093	757.880	11,2	9,8	11,6	10,4
set.	328.584	587.768	616.881	771.490	10,2	9,2	10,8	11,2
ott.	332.258	591.775	621.504	779.138	10,0	8,8	10,3	11,5
nov.	330.374	590.637	621.517	786.191	8,5	7,7	9,3	11,9
dic.	360.757	634.340	666.247	829.574	7,4	6,8	8,3	11,5
1988 — gen.	344.230	614.628	651.675	823.063	7,2	5,9	7,5	11,6
feb.	336.346	601.265	641.833	821.191	7,0	5,2	7,1	12,2
mar.	338.385	600.885	643.923	827.549	6,9	4,9	6,9	12,4
apr.	341.951	604.438	648.393	830.974	7,0	4,8	6,8	12,0
mag.	338.910	600.615	646.296	832.241	6,2	4,2	6,4	12,0
giu.	346.592	609.270	656.398	844.009	6,6	4,7	7,2	13,0
lug.	352.412	618.224	666.267	858.111	7,4	5,6	8,3	13,6
ago.	346.927	614.189	663.450	....	7,0	5,3	8,4	....

(1) Biglietti e monete, depositi in c/c. — (2) Biglietti e monete, depositi in c/c e a risparmio, raccolta bancaria con operazioni «pronti contro termine». — (3) Biglietti e monete, depositi in c/c e a risparmio, raccolta bancaria con operazioni «pronti contro termine», certificati di deposito bancari conformi al DM 28/12/1982. — (4) Attività incluse in M2, accettazioni bancarie, BOT. — (*) Dati provvisori.

Attività finanziarie del settore non statale e loro contropartite

(variazioni in miliardi di lire)

PERIODO	Attività finanziarie	Finanziamenti al settore non statale da:							Settore statale (4)	Estero (5)	Partite non classificabili
		Aziende di credito (1)	Istituti di credito speciale (1)	Obbligazioni	Settore statale (2)	Azioni	Altre passività sull'interno (3)	Estero			
1982	90.345	11.351	13.461	4.412	11.592	4.551	2.230	3.756	59.079	-10.048	-10.039
1983	123.013	21.462	11.549	2.422	14.139	8.645	3.000	2.094	71.867	706	-12.871
1984	138.758	35.930	14.469	1.925	10.780	6.365	3.300	2.075	82.507	-7.254	-11.340
1985	147.318	33.338	11.409	1.694	11.837	7.719	4.192	5.271	97.339	-7.761	-17.720
1986	168.487	23.463	16.896	5.334	9.215	14.888	5.092	3.695	97.484	-1.311	-6.269
1987	164.604	22.136	19.877	3.653	8.489	6.798	4.876	1.670	102.239	-3.144	-1.986
1986 — lug. ...	11.614	10.605	856	1.390	364	1.239	-213	157	13.184	1.709	-17.677
ago. ...	7.034	-4.351	614	3	718	2.674	428	-1.067	7.258	2.714	-1.957
set. ...	16.283	955	1.401	-409	263	2.762	493	-1.103	13.868	803	-2.750
ott. ...	17.948	8.495	2.442	-76	618	3.789	62	-509	6.465	610	-3.948
nov. ...	11.000	3.846	1.802	677	659	931	297	989	13.953	-816	-11.338
dic. ...	46.771	8.388	3.601	769	462	703	283	579	4.956	-2.070	29.100
1987 — gen. ...	4.748	3.889	63	-22	555	710	1	-252	-97	608	-707
(*) feb. ...	8.292	-183	1.654	322	616	-799	884	1.285	10.673	-766	-5.394
mar. ...	13.376	-3.827	2.122	822	1.014	68	527	2.630	11.809	-730	-1.059
apr. ...	14.211	4.017	1.154	116	669	-454	150	1.160	14.653	357	-7.611
mag. ...	6.500	2.874	1.057	-121	541	-140	257	-537	9.073	-1.514	-4.990
giu. ...	10.157	1.789	145	159	482	1.979	785	-1.465	-4.736	278	10.741
lug. ...	19.273	6.306	2.555	607	1.391	1.927	-231	-575	12.406	649	-5.762
ago. ...	6.781	-4.991	390	-20	557	1.055	522	-1.034	8.850	1.020	432
set. ...	13.928	-8.477	1.676	393	727	2.026	822	1.254	13.486	21	2.000
ott. ...	12.969	5.187	2.601	461	841	-380	551	408	7.688	-226	-4.162
nov. ...	7.746	6.011	2.463	903	795	-213	480	-64	11.182	-1.630	-12.181
dic. ...	46.623	9.542	3.997	33	302	1.018	127	-1.139	7.252	-1.211	26.702
1988 — gen. ...	3.746	3.621	470	-420	507	-821	381	1.708	-97	-116	-1.487
feb. ...	13.334	-4.378	2.339	365	609	-183	776	1.104	10.392	-1.463	3.773
mar. ...	19.662	-338	3.178	72	2.758	-1.136	331	2.670	12.789	-1.783	1.121
apr. ...	14.610	10.955	511	-138	1.438	-657	-128	790	10.731	-1.896	-6.996
mag. ...	8.988	3.790	2.476	78	1.128	-910	185	1.163	9.917	-2.505	-6.334
giu. ...	14.249	2.485	-1.171	-50	584	-909	135	843	-353	374	12.311
lug. ...	....	9.767	3.412	-255	655	....	-239	....	11.835	....	....
ago. ...	....	-6.045	2.017	-103	....	....	3	....	9.028	....	....

(1) Dati corretti dei consolidamenti di debiti pregressi; gli impieghi in valuta delle aziende di credito sono depurati per l'effetto della variazione del tasso di cambio. — (2) Mutui e partecipazioni del Tesoro e mutui della Cassa Depositi e Prestiti. Gli importi sono al netto delle operazioni di consolidamento dei debiti dei comuni e delle imprese. — (3) Comprende i crediti da BI-UIC, le accettazioni bancarie in mano al settore non statale, una stima dei titoli atipici, le sofferenze delle istituzioni creditizie. — (4) Al netto dei consolidamenti di debiti degli enti mutualistici e degli istituti di previdenza. — (5) Saldo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti valutaria. — (*) Dati provvisori.

Principali provvedimenti di politica economica

4 febbraio — Provvedimenti monetari e creditizi:

Estensione del metodo di aggiudicazione basato sull'asta competitiva ai BOT a 12 mesi.

Con decreto del 4 febbraio il Ministro del tesoro ha stabilito di estendere ai BOT con scadenza annuale il metodo di aggiudicazione basato sull'asta competitiva, in precedenza applicato ai titoli con scadenza trimestrale e semestrale.

(D.M. 4.2.88, G.U. 9.2.88, n. 32)

8 febbraio — Provvedimenti fiscali: Misure urgenti per le dotazioni organiche del personale degli ospedali e per la razionalizzazione della spesa sanitaria.

Le unità sanitarie locali, tenendo conto del tasso di utilizzo dei posti letto nel triennio 1985-87, dovranno formulare proposte alle regioni e alle provincie autonome per la rideterminazione, in diminuzione o in aumento, dei posti letto e per la conseguente revisione degli organici del personale degli ospedali pubblici. Le regioni e le provincie autonome dovranno fissare: a) la consistenza dei posti letto dei singoli ospedali, tenendo conto che la dotazione media dei posti letto nell'ambito regionale o provinciale deve essere pari a 6,5 posti per mille abitanti; b) le corrispondenti piante organiche, applicando per il personale in eccedenza gli istituti normativi e contrattuali vigenti in materia di mobilità.

(D.L. 8.2.88, n. 27; G.U. 9.2.88, n. 32)

11 marzo — Provvedimenti fiscali: Disposizioni per la formazione del bilancio annuale e pluriennale dello Stato (legge finanziaria 1988).

Disposizioni in materia di entrate — La misura del versamento di acconto dell'Irpeg e dell'Ilor dovuta dalle persone giuridiche da effettuarsi per gli anni 1988, 1989 e 1990 è elevata dal 92 al 98 per cento.

Con apposita norma inserita nella legge finanziaria, a valere per l'anno successivo, il Governo dovrà disporre la revisione dei limiti degli scaglioni delle aliquote Irpef, nonché delle relative detrazioni e limiti di reddito, quando il tasso medio annuo di variazione dell'indice dei prezzi al consumo per le famiglie di operai e impiegati, nei dodici mesi precedenti la presentazione del disegno di legge finanziaria, supera il 4 per cento.

Sino al riordino del regime fiscale dei redditi da capitale e comunque non oltre il 1991, viene elevata dal 25 al 30 per cento l'aliquota dell'imposta sostitutiva sugli interessi, premi ed altri frutti dei depositi e conti correnti bancari e postali, con esclusione dei certificati di deposito, dei depositi nominativi vincolati per non meno di tre mesi e dei depositi a risparmio postale. La misura del versamento di acconto della suddetta imposta è elevata al 60 per cento, per ciascuna delle due scadenze stabilite per l'anno 1988, mentre rimane fissata al 50 per cento per ciascuna delle scadenze stabilite per gli anni 1989 e 1990. L'aumento del versamento di acconto non si applica per le ritenute effettuate sui depositi la cui aliquota di imposta è rimasta invariata.

Vengono inoltre ristretti i limiti di esenzione delle plusvalenze realizzate mediante cessione a titolo oneroso di partecipazioni sociali. Vengono posti ulteriori limiti alla deduzione dal reddito della società incorporante delle perdite delle società incorporate mediante fusione.

In materia di imposizione indiretta, sono aumentate del 25 per cento le aliquote dell'imposta sulle assicurazioni private e sui contratti di rendita vitalizia, del 20 per cento le tasse sulle concessioni governative e del 25 per cento la tassa erariale automobilistica; sono anche inasprite la sovrattassa annuale per gli autoveicoli azionati con motori Diesel e la tassa speciale per gli autoveicoli alimentati a gas di petrolio liquefatti.

Vengono inoltre aumentate di un terzo l'imposta di consumo sul gas metano usato come com-

bustibile, del 30 per cento le imposte di fabbricazione e le corrispondenti sovrimposte di confine sulla birra e sugli spiriti. Viene elevata dal 9 al 18 per cento l'aliquota dell'imposta sul valore aggiunto per le cessioni degli oli combustibili diversi da quelli speciali fluidi per riscaldamento e per le cessioni di gas metano per uso domestico, ad eccezione di quello destinato esclusivamente alla cottura e alla produzione di acqua calda e di quello erogato nel Mezzogiorno.

Sono prorogate fino al 31 dicembre 1988 alcune disposizioni del D.L. 29.10.87, n. 708, convertito con modificazioni dalla legge 23.12.86, n. 899, concernente le agevolazioni tributarie per i trasferimenti a titolo oneroso di immobili ad uso abitativo.

L'aliquota dell'imposta sostitutiva dei tributi indiretti sulle operazioni di credito agrario d'esercizio è ridotta da 0,75 a 0,25 per cento.

Disposizioni in materia di contributi sociali — A decorrere dal 1° gennaio 1988 l'importo del contributo capitaro aggiuntivo dovuto all'INPS dai coltivatori diretti, dai mezzadri e dai coloni è aumentato. Dalla stessa data il contributo dovuto dai datori di lavoro del settore agricolo per l'assicurazione contro gli infortuni sul lavoro e le malattie professionali è portato al 9 per cento; è inoltre aumentata la quota capitaria per i coltivatori diretti e i concedenti di terreni a mezzadria e colonia.

Il contributo per le prestazioni del Servizio sanitario nazionale per i lavoratori dipendenti di tutti i settori, pubblici e privati, è fissato nella misura del 10,65 per cento, di cui il 9,60 per cento a carico del datore di lavoro; dal 1° gennaio 1989 l'aliquota a carico dei lavoratori si ridurrà dello 0,15 per cento.

Per le prestazioni del Servizio sanitario nazionale gli artigiani, i commercianti e i liberi professionisti devono versare nel 1988 un contributo pari al 6,5 per cento del reddito complessivo ai fini Irpef; dal 1° gennaio 1989 l'aliquota scenderà al 5 per cento. Una quota pari al 15 per cento del contributo versato nel 1987 potrà essere portata in detrazione al contributo dovuto per il 1988.

Disposizioni in materia di occupazione e previdenza — A decorrere dal 1° gennaio 1988, ai fini della determinazione della misura delle pensioni a carico dell'assicurazione generale obbligatoria

per l'invalidità, la vecchiaia ed i superstiti dei lavoratori dipendenti, la retribuzione imponibile eccedente il limite massimo di retribuzione annua pensionabile previsto per l'assicurazione predetta è computata nella misura: a) dell'1,50 per cento per anno di anzianità contributiva per le quote comprese fra 1 e 1,33 volte il limite anzidetto; b) dell'1,25 per cento per le quote comprese fra 1,33 e 1,66 volte il limite; c) dell'1 per cento per le quote superiori a 1,66 volte il limite.

(L.11.3.88, n. 67; Supp. Ord. G.U. 14.3.88, n. 61)

13 marzo — Provvedimenti fiscali: Norme in materia previdenziale, per il miglioramento delle gestioni degli enti portuali ed altre disposizioni urgenti.

A decorrere dal 1° gennaio 1988, gli assegni familiari sono sostituiti con l'assegno per il nucleo familiare. L'importo di tale assegno dipende dalla composizione del nucleo e dal suo reddito.

(D.L. 13.3.88, n. 69; G.U. 14.3.88, n. 61)

14 marzo — Provvedimenti fiscali: Norme in materia di imposte

Vengono riproposte, con qualche modifica, le norme contenute nel D.L. 13.1.88, n. 4, decaduto per mancata conversione, concernenti le detrazioni Irpef per il 1988 (il cui onere è stimato in circa 1.100 miliardi) e quelle per il coniuge a carico relativa al 1987; la deducibilità degli accantonamenti delle aziende di credito per rischi su crediti nei confronti di Stati stranieri che hanno ottenuto la ristrutturazione del debito estero; la proroga delle disposizioni relative alla determinazione forfettaria del reddito e dell'imposta sul valore aggiunto; la tassa speciale sui contratti di borsa.

Quest'ultima imposta subisce alcune semplificazioni sostanziali. Viene abolita la distinzione tra contratti per contanti e contratti a termine e di riporto, tra azioni e obbligazioni, tra contratti conclusi tra banche e privati e quelli conclusi con intervento di aziende di credito o di banche iscritte all'albo. Inoltre e non si prevede più un regime speciale per i contratti stipulati tra soggetti ammessi a partecipare alle aste dei BOT, aventi per oggetto titoli di Stato.

Rispetto alle aliquote stabilite dal D.L. 24.9.87, n. 391 (convertito con la L. 21.11.87, n. 477), che ne aveva disposto il raddoppio, l'incidenza dell'imposizione è generalmente in diminuzione per i titoli di Stato e per le azioni; aumenta invece per le transazioni di moneta, di divise estere e di obbligazioni.

Per le operazioni in titoli pubblici è introdotto un limite superiore all'imposta dovuta per ciascun contratto pari a L. 1.600.000, se concluso da banche o agenti di cambio.

I contratti pronti contro termine, infine, non sono più considerati, sotto il profilo impositivo, come distinti e pertanto l'imposta è ripartita a metà tra le due operazioni.

(D.L. 14.3.88, n. 70; G.U. 14.3.88, n. 61)

21 marzo — Provvedimenti fiscali: *Norme in materia di previdenza, di occupazione giovanile e di mercato del lavoro, nonché per il potenziamento del sistema informatico del Ministero del lavoro e della previdenza sociale.*

In attesa della riforma del trattamento di disoccupazione e delle integrazioni salariali, per tutto il 1988 l'importo dell'indennità ordinaria di disoccupazione è fissato nel 7,5 per cento della retribuzione.

Il contributo addizionale a carico delle imprese che si avvalgono degli interventi di integrazione salariale straordinaria è dovuto nella misura del 4 per cento.

(D.L. 21.3.88, n. 86; G.U. 22.3.88, n. 68)

8 aprile — Provvedimenti fiscali: *Conversione in legge, con modificazioni, del decreto-legge 8 febbraio 1988, n.27, recante misure urgenti per le dotazioni organiche del personale degli ospedali e per la razionalizzazione della spesa sanitaria.*

Viene convertito in legge il D.L. 8 febbraio 1988, n. 27. In particolare, si stabilisce che, a conclusione del processo di ristrutturazione degli ospedali, in deroga alle disposizioni contenute nella L. 20 maggio 1985, n. 207, le Unità sanitarie

locali possano procedere direttamente all'assunzione di personale in sostituzione di quello che cessa dal servizio, limitatamente agli addetti di servizi igienico-organizzativi, di diagnosi e cura e di riabilitazione negli ospedali.

(L. 8.4.88, n. 109; G.U. 9.4.88, n. 83)

13 maggio — Provvedimenti fiscali: *Conversione in legge, con modificazioni, del decreto-legge 13 marzo 1988, n. 69, recante norme in materia previdenziale, per il miglioramento delle gestioni degli enti portuali ed altre disposizioni urgenti.*

Viene convertito in legge il D.L. 13 marzo 1988, n. 69. In particolare, è specificato che per lo stesso nucleo familiare non può essere concesso più di un assegno.

(L. 13.5.88, n. 153; G.U. 14.5.88, n. 112)

13 maggio — Provvedimenti fiscali: *Conversione in legge, con modificazioni, del decreto-legge 14 marzo 1988, n.70 recante norme in materia tributaria e per la semplificazione delle procedure di accatastamento degli immobili urbani.*

Viene convertito in legge il D.L. 14.3.88, n. 70. In particolare, è soppressa la disposizione che consentiva alle aziende di credito la deducibilità degli accantonamenti per rischi su crediti nei confronti di Stati stranieri che hanno ottenuto la ristrutturazione del debito estero.

In materia di imposte dirette, la base imponibile di tutti i trattamenti equipollenti a quello di fine rapporto dei lavoratori dipendenti, formati mediante contributi a carico sia del dipendente che del datore di lavoro, è limitata alla quota versata dal datore di lavoro. Nel settore privato, si applica la suddetta agevolazione a condizione che i contributi versati dal dipendente non superino il quattro per cento della retribuzione imponibile (al netto dei contributi) e che lo statuto della cassa o fondo erogante non preveda clausole di possibile pagamento periodico di anticipazioni sull'indennità.

In materia di imposizione indiretta, l'incidenza della tassa speciale sui contratti di borsa viene diminuita per le obbligazioni, le quali sono

ora assimilate ai titoli di stato e non più alle azioni. Viene invece leggermente innalzata l'aliquota per i contratti conclusi da banche o agenti di cambio aventi per oggetto titoli di stato.

L'aliquota dell'imposta sostitutiva dei tributi indiretti per le operazioni di finanziamento a medio e a lungo termine e per altre operazioni di credito speciale è ridotta e unificata allo 0,25 per cento (in precedenza, rispettivamente, era pari al 2 e allo 0,75 per cento); per le operazioni di credito all'esportazione a medio e lungo termine l'aliquota è ridotta dallo 0,25 allo 0,20 per cento.

(L. 13.5.88, n. 154; G.U. 14.5.88, n. 112)

20 maggio — Provvedimenti fiscali: *Conversione in legge, con modificazioni del decreto-legge 21 marzo 1988, n.86, recante norme in materia di previdenza, di occupazione giovanile e di mercato del lavoro, nonché per il potenziamento del sistema informatico del Ministero del lavoro e della previdenza sociale.*

Viene convertito il D.L. 21 marzo 1988, n. 86. In particolare, si prevede che il contributo addizionale a carico delle imprese che si avvalgono degli interventi di integrazione salariale straordinaria sia dovuto nella misura del 4,5 per cento; per le imprese che non occupano più di cinquanta dipendenti il contributo è ridotto al 3 per cento.

(L. 20.5.88, n. 160; G.U. 21.5.88, n. 118)

30 maggio — Provvedimenti fiscali: *Misure urgenti in materia di finanza pubblica per l'anno 1988.*

Sino all'entrata in vigore della nuova normativa sull'invalidità civile, le domande per ottenere la pensione, l'assegno e l'indennità di invalidità dovranno essere presentate al Ministero del tesoro. Le domande saranno definite secondo la procedura prevista dal testo unico delle norme in materia di pensioni di guerra.

Il contributo a carico dei datori di lavoro per far fronte agli oneri conseguenti ai pensionamenti anticipati è fissato nello 0,60 per cento (0,15 per cento in precedenza). Tale aliquota viene applicata

anche alle aziende commerciali i cui dipendenti godano della facoltà di pensionamento anticipato.

Le agevolazioni contributive previste per i contratti di formazione e lavoro continuano ad applicarsi per i lavoratori assunti da imprese artigiane o da imprese ubicate nel Mezzogiorno. L'agevolazione anzidetta continua ad applicarsi anche alle imprese non artigiane del restante territorio nazionale che stipulino contratti conformi con i requisiti formativi determinati dalle regioni. Per i restanti contratti di formazione e lavoro i contributi a carico dei datori di lavoro si applicano nella misura del 50 per cento.

La misura del versamento di acconto dell'Irpef e dell'Ilor dovuta dalle persone fisiche è elevata dal 92 al 95 per cento per gli anni 1988, 1989 e 1990.

Per i contribuenti con volume di affari superiore a 480 milioni annui, tenuti alla liquidazione mensile dell'IVA, la scadenza del versamento dell'imposta è anticipata dal 5° giorno del secondo mese successivo al periodo d'imposta al 22° del primo mese; la disposizione si applica a partire dal periodo di imposta in corso a settembre 1988.

La tassa di concessione governativa per l'iscrizione delle società nel registro delle imprese e quella annuale passano da 5 a 15 milioni di lire per le società per azioni e in accomandita per azioni, da 1 a 3,5 milioni di lire per le società a responsabilità limitata e da 100 a 500 mila lire per le società di altro tipo (rispetto agli importi stabiliti dal D.L. 19.12.84, n. 853, convertito dalla legge 17.2.85, n. 17). Gli aumenti entrano in vigore già nel 1988 e ampliano ulteriormente l'incremento del 20 per cento previsto dalla legge 11.3.88, n. 67 (legge finanziaria per il 1988).

L'aliquota dell'imposta erariale di consumo dell'energia elettrica passa da 1,10 a 4,10 lire per Kwh; per consumi mensili superiori a 200 mila Kwh effettuati nei locali e luoghi diversi dalle abitazioni sale invece da 0,65 a 2,45 lire. Rimangono invariate le aliquote per i consumi di energia elettrica su cui non si applica il sovrapprezzo termico ai sensi della delibera del 27.1.88, n. 3 del CIP.

Come previsto per i titoli di Stato, sono resi esenti gli interessi dei titoli degli istituti di credito speciale emessi all'estero.

(D.L. 30.5.88, n. 173; G.U. 30.5.88, n. 125)

18 giugno — Provvedimenti fiscali: *Nuova tariffa dei premi per l'assicurazione contro gli infortuni sul lavoro e le malattie professionali per il settore industriale, e relative modalità di applicazione.*

A decorrere dal 1° luglio 1988 entra in vigore la nuova tariffa dei premi per l'assicurazione contro gli infortuni sul lavoro e le malattie professionali del settore industriale.

(D.M. 18.6.88; G.U. 30.6.88, n. 152)

25 giugno — Provvedimenti monetari e creditizi: *Nuova regolamentazione del prezzo base d'asta per i BOT a tre mesi.*

Il decreto del Ministro del tesoro del 25 giugno prevede la possibilità che, a partire dall'asta di metà luglio, i decreti di emissione dei BOT trimestrali non contengano l'indicazione del prezzo base d'asta.

(D.M. 25.6.88, G.U. 4.7.88, n. 155)

26 luglio — Provvedimenti fiscali: *Conversione in legge, con modificazioni, del decreto-legge 30 maggio 1988, n. 173, recante misure urgenti in materia di finanza pubblica per l'anno 1988.*

È convertito in legge il D.L. 30.5.88, n. 173. In particolare riguardo alla erogazione dei flussi finanziari per interventi nel comparto delle calamità naturali si stabiliscono limiti ai trasferimenti di risorse dal Fondo per il risanamento e la ricostruzione a favore dei comuni e ai pagamenti e trasferimenti a carico del bilancio dello Stato e del Fondo per la protezione civile; si modificano i termini dell'erogazione dei contributi in conto capitale per la ricostruzione e la riparazione delle unità immobiliari precedentemente stabiliti (art. 15, L. 14.5.88, n. 219); si stabilisce un importo massimo concedibile per anticipazioni, fissato nel 15 per cento del prezzo contrattuale, per tutti i lavori pubblici da appaltarsi o affidarsi da parte dello Stato, delle regioni, degli enti locali o di ogni altro ente pubblico.

La tassa di concessione governativa per l'iscrizione delle società nel registro delle imprese e quella annuale, inasprita con il D.L. 173, è modi-

ficata. Riguardo alle società per azioni e in accomandita per azioni, gli importi vengono differenziati in funzione del capitale sociale: 9 milioni per capitale compreso tra 200 e 500 milioni; 18 milioni per capitale da 500 e 1 miliardo; 30 milioni per capitale da 1 a 5 miliardi; 60 milioni per capitale da 5 a 10 miliardi; 120 milioni per capitale superiore a 10 miliardi. Viene inoltre portata da 3,5 a 2,5 milioni la tassa per le società a responsabilità limitata.

Le domande per ottenere la pensione, l'assegno e l'indennità di invalidità civile devono essere presentate alle commissioni mediche per le pensioni di guerra che assumono la denominazione di «Commissioni mediche periferiche per le pensioni di guerra e di invalidità civile».

(L. 26.7.88, n. 291; G.U. 27.7.88, n. 175)

30 luglio — Provvedimenti fiscali: *Disposizioni in materia di aliquote dell'imposta sul valore aggiunto, dell'imposta di fabbricazione su taluni prodotti petroliferi e dell'imposta di consumo sul gas metano usato come combustibile.*

L'aliquota dell'imposta sul valore aggiunto stabilita nella misura del 18 per cento è elevata al 19 per cento.

Le aliquote di base dell'imposta di consumo sui tabacchi lavorati sono ridotte dello 0,72 per cento.

Viene elevata l'imposta di fabbricazione e la corrispondente sovrimposta di confine su alcuni prodotti petroliferi.

L'imposta di consumo sul gas metano usato come combustibile è aumentata da 40 a 70 lire al metro cubo.

(D.L. 30.7.88, n. 303; G.U. 30.7.88, n. 178, decaduto)

30 luglio — Provvedimenti fiscali: *Disposizioni urgenti in materia di finanza regionale e locale.*

Si ripartiscono i finanziamenti integrativi per il settore locale precedentemente disposti (D.L. 31.8.87, n. 359 convertito con modificazioni in L. 29.11.87, n. 440). In particolare viene stabilito per

il 1988 un incremento di 1.100 miliardi in aumento della quota di 367 miliardi del fondo perequativo per i comuni dello stesso anno.

E' modificata la normativa relativa alla addizionale sul consumo di energia elettrica, di comuni e province (definita nell'art. 24 del D.L. 28.2.83, n. 55, convertito con modificazioni in L. 26.4.83, n. 131), istituendo una nuova addizionale in sostituzione della precedente.

L'ammontare della suddetta passa da lire 15 a lire 18 per Kwh di consumo. Detto ammontare viene destinato interamente ai comuni per qualsiasi applicazione nelle abitazioni (salvo alcune eccezioni), mentre è ripartito tra comuni e province (lire 6,5 e lire 11,5 rispettivamente) per qualsiasi uso in locali e luoghi diversi dalle abitazioni e fino a 200.000 Kwh di consumo al mese.

Viene aumentata di lire 70, per la parte relativa al servizio di fognatura, la tariffa del canone o diritto per i servizi relativi alla raccolta, l'allontanamento, la depurazione e lo scarico delle acque di rifiuto provenienti da insediamenti civili.

(D.L. 30.7.88, n. 304; G.U. 30.7.88, n. 178, decaduto)

30 luglio — Provvedimenti fiscali: Disposizioni urgenti in materia sanitaria.

La quota di partecipazione degli assistiti alle spese farmaceutiche è fissata nel 20 per cento del prezzo di vendita dei medicinali. Tale quota percentuale sostituisce le precedenti quote fisse differenziate per classi di importo del farmaco. La quota fissa di 2.000 lire a ricetta continua ad applicarsi.

A decorrere dal 1° settembre 1988, su tutti i farmaci per i quali era stata stabilita la progressiva esclusione dal prontuario terapeutico, il contributo è elevato al 40 per cento.

(D.L. 30.7.88, n. 307; G.U. 1° 8.88, n. 179, decaduto)

23 agosto — Provvedimenti fiscali: Nuove norme in materia di bilancio e di contabilità dello Stato.

Vengono modificati alcuni articoli della legge 5.8.1978, n. 468, che riformava alcune norme con-

cernenti la contabilità generale dello Stato in materia di bilancio.

In particolare, si stabilisce che il Governo debba presentare alle Camere:

1) entro il 15 maggio di ciascun anno il documento di programmazione economico-finanziaria, che definisce la manovra di finanza pubblica per il periodo compreso nel bilancio pluriennale;

2) entro il 31 luglio il disegno di legge di approvazione del bilancio annuale e pluriennale a legislazione vigente. Quest'ultimo, elaborato, in termini di competenza, in coerenza con le regole e gli obiettivi indicati nel documento di programmazione economico-finanziario, copre un periodo non inferiore a tre anni;

3) entro il 30 settembre il disegno di legge finanziaria, la relazione previsionale e programmatica, il bilancio pluriennale programmatico e i disegni di legge collegati con la manovra di bilancio con decorrenza dal primo anno considerato nel bilancio pluriennale. La legge finanziaria dispone annualmente il quadro di riferimento finanziario per il periodo compreso nel bilancio pluriennale.

(L. 23.8.88, n. 362; Supp. Ord. G.U. 25.8.88, n. 199)

25 agosto — Provvedimenti monetari e creditizi: Variazione del tasso ufficiale di sconto.

Con decreto del Ministro del tesoro del 25 agosto e a decorrere dal giorno successivo il tasso di sconto e la misura dell'interesse sulle anticipazioni a scadenza fissa sono portati dal 12 al 12,50 per cento.

(D.M. 25.8.88, G.U. 26.8.88, n. 200)

27 settembre — Provvedimenti fiscali: Disposizioni urgenti in materia di finanza regionale e locale.

Ripropone il D.L. 30.7.88, n. 304.

(D.L. 27.9.88, n. 416; G.U. 29.9.88, n. 229)

27 settembre — Provvedimenti fiscali: *Disposizioni in materia di aliquote dell'imposta sul valore aggiunto, dell'imposta di fabbricazione su taluni prodotti petroliferi e dell'imposta di consumo sul gas metano usato come combustibile, nonché proroga del termine previsto dall'art. 11 del D.L. 19.9.87, n. 384, convertito, con modificazioni, nella L. 19.11.87, n. 470, in materia di agevolazioni tributarie.*

Ripropono il D.L. 30.7.88, n. 303. È inoltre prorogato al 31 dicembre 1992 il termine precedentemente stabilito per le agevolazioni tributarie

a favore delle zone dell'Italia settentrionale e centrale colpite da eccezionali avversità atmosferiche nel luglio e nell'agosto 1987.

(D.L. 27.9.88, n. 417; G.U. 29.9.88, n. 229)

30 settembre — Provvedimenti fiscali: *Disposizioni urgenti in materia sanitaria.*

Ripropono le norme contenute nel D.L. 30.7.88, n. 307.

(D.L. 30.9.88, n. 421; G.U. 1°10.88, n. 231)

BANCA D'ITALIA

ELENCO DELLE PUBBLICAZIONI PERIODICHE E DELLE COLLANE DI STUDIO

Assemblea generale ordinaria dei partecipanti (Relazione annuale)

Abridged version of the Annual report

Bollettino statistico (A.I. 1946, trimestrale)

Supplemento al Bollettino statistico (A.I. 1948, periodicità diverse)

Bollettino della Banca d'Italia - Vigilanza sulle Aziende di Credito (A.I. 1962, trimestrale)

Bollettino economico (A.I. 1983, semestrale)

Economic bulletin (A.I. 1985, semestrale)

Bollettino bibliografico (A.I. 1978, mensile)

Contributi all'analisi economica (A.I. 1985, annuale)

Temi di discussione (periodicità variabile):

- n. 91 *La disoccupazione in Italia: un'analisi con il modello econometrico della Banca d'Italia*, di G. BODO e I. VISCO (luglio 1987)
- n. 92 *L'Italia e il sistema monetario internazionale dagli anni '60 agli anni '90 del secolo scorso*, di M. ROCCAS (agosto 1987)
- n. 93 *Reddito e disoccupazione negli Stati Uniti e in Europa: 1979-1985*, di J. C. MARTINEZ OLIVA (agosto 1987)
- n. 94 *La tassazione e i mercati finanziari*, di G. ANCIDONI, B. BIANCHI, V. CERIANI, P. CORAGGIO, A. DI MAJO, R. MARCELLI e N. PIETRAFESA (agosto 1987)
- n. 95 *Una applicazione del filtro di Kalman per la previsione dei depositi bancari*, di A. CIVIDINI e C. COTTARELLI (ottobre 1987)
- n. 96 *Macroeconomic Policy Coordination of Interdependent Economies: the Game-Theory Approach in a Static Framework*, di J. C. MARTINEZ OLIVA (ottobre 1987)
- n. 97 *Occupazione e disoccupazione: tendenze di fondo e variazioni di breve periodo*, di P. SYLOS LABINI (novembre 1987)
- n. 98 *Capital controls and bank regulation*, di G. GENNOTTE e D. PYLE (dicembre 1987)
- n. 99 *Funzioni di costo e obiettivi di efficienza nella produzione bancaria*, di G. LANCIOTTI e T. RAGANELLI (febbraio 1988)
- n. 100 *L'imputazione di informazioni mancanti: una sperimentazione*, di L. CANNARI (marzo 1988)
- n. 101 *Esiste una curva di Beveridge per l'Italia? Analisi empiriche della relazione tra disoccupazione e posti di lavoro vacanti (1980-1985)*, di P. SESTITO (marzo 1988)
- n. 102 *Alcune considerazioni sugli effetti di capitalizzazione determinati dalla tassazione dei titoli di Stato*, di D. FRANCO e N. SARTOR (luglio 1988)
- n. 103 *La coesione dello SME e il ruolo dei fattori esterni: un'analisi in termini di commercio estero*, di L. BINI SMAGHI e S. VONA (luglio 1988)
- n. 104 *Stime in tempo reale della produzione industriale*, di G. BODO, A. CIVIDINI e L.F. SIGNORINI (luglio 1988)
- n. 105 *On the Difference between Tax and Spending Policies in Models with Finite Horizons*, di W. H. BRANSON e G. GALLI (ottobre 1988)

Quaderni di ricerca giuridica (periodicità variabile):

- n. 1 *Evoluzione tecnica e disciplina giuridica dell'intermediazione finanziaria*, di F. CAPRIGLIONE (ottobre 1985).
- n. 2 *Moneta*, di F. CARBONETTI (dicembre 1985).
- n. 3 *L'istituto di emissione*, di P. DE VECCHIS (febbraio 1986).
- n. 4 *Governo del credito e Regioni a statuto speciale: il quadro istituzionale*, di G. CARRIERO (aprile 1986).
- n. 5 *Una svolta dei titoli di massa (il progetto Monte Titoli)*, di G. OPPO (aprile 1986).
- n. 6 *Le norme di recepimento della Direttiva comunitaria n. 780/77 in materia creditizia*, di L. DESIDERIO (maggio 1986).
- n. 7 *La legge bancaria: evoluzione normativa e orientamenti esegetici*, di G. SANGIORGIO e F. CAPRIGLIONE (giugno 1986).
- n. 8 *L'attività bancaria nell'ambito dei movimenti di capitali nella CEE*, di V. MEZZACAPO, (giugno 1986).
- n. 9 *Le gestioni bancarie di patrimoni mobiliari*, di F. CAPRIGLIONE (luglio 1986).
- n. 10 *I cinquant'anni della legge bancaria*, di F. CARBONETTI (settembre 1986).
- n. 11 *La legge bancaria*, (ottobre 1986).
- n. 12 *L'evoluzione della disciplina del controllo sul sistema creditizio dalla legge bancaria ad oggi*, di C. LAMANDA (dicembre 1986).
- n. 13 *L'accertamento dell'illecito amministrativo nel diritto valutario e nel diritto tributario*, di G. IMPERATRICE (marzo 1987).
- n. 14 *Profilo istituzionale della disciplina pubblicistica del credito*, di G. SANGIORGIO (maggio 1987).
- n. 15 *La disciplina comunitaria del credito al consumo*, a cura di F. CAPRIGLIONE (luglio 1987).
- n. 16 *Il credito documentario: nozione, fondamento, problematica*, di C. TAGLIENTI (settembre 1987).
- n. 17 *Aspetti legali delle crisi bancarie in Italia*, di P. DE VECCHIS (gennaio 1988).
- n. 18 *Il mercato secondario organizzato dei titoli emessi o garantiti dallo Stato*, di V. MEZZACAPO (agosto 1988).

Per qualsiasi informazione riguardante le pubblicazioni rivolgersi a:

Banca d'Italia
Servizio Studi - Divisione Biblioteca e Pubblicazioni
Via Nazionale, 91 - 00184 ROMA
Telefono (06) 47922404