

BANCA D'ITALIA

Bollettino Economico
del Servizio Studi

Numero 16 Febbraio 1991

S O M M A R I O

La congiuntura e le politiche economiche

<i>L'economia internazionale</i>	5
<i>La congiuntura e la bilancia dei pagamenti in Italia</i>	19
<i>La finanza pubblica</i>	33
<i>I mercati monetari e finanziari</i>	38
<i>Le prospettive a breve termine</i>	52

Note

<i>Nuova disciplina sanzionatoria degli assegni bancari</i>	1*
<i>Il troncamento degli assegni</i>	4*
<i>L'economia sovietica: evoluzione e proposte di riforma</i>	6*
<i>La mobilitazione della riserva obbligatoria</i>	12*

Documenti

<i>Conclusioni della Presidenza del Consiglio Europeo</i>	17*
<i>Rapporto introduttivo e progetto di Statuto del Sistema europeo di banche centrali e della Banca centrale europea, a cura del Comitato dei Governatori</i>	20*
<i>Rapporto del Comitato sugli schemi di compensazione interbancari delle banche centrali dei paesi del Gruppo dei Dieci</i>	36*
<i>Direttiva della Banca d'Italia in materia di sistema dei pagamenti</i>	41*
<i>Ristrutturazione dell' "Area Vigilanza Creditizia e Finanziaria" della Banca d'Italia</i>	43*

Interventi

<i>Intervento del Governatore della Banca d'Italia, Carlo A. Ciampi, novembre 1990</i>	47*
<i>Integrazione finanziaria e il mercato mobiliare italiano, Lamberto Dini, dicembre 1990</i>	51*
<i>Ruolo e autonomia delle banche centrali, Antonio Fazio, novembre 1990</i>	58*

Appendice

<i>Serie statistiche</i>	1a
<i>Note metodologiche</i>	45a
<i>Principali provvedimenti di politica economica</i>	51a
<i>Elenco delle «Note» e dei «Documenti» apparsi nei precedenti numeri del Bollettino Economico</i>	58a
<i>Elenco delle pubblicazioni della Banca d'Italia</i>	60a

INDICE DEI RIQUADRI

La congiuntura e le politiche economiche

<i>I rapporti commerciali e finanziari tra i maggiori paesi industriali e alcuni paesi direttamente colpiti dalla crisi del Golfo</i>	8
<i>La sospensione dei negoziati dell' Uruguay Round</i>	17
<i>Viaggi all' estero e domanda mondiale di turismo</i> .	30
<i>Gli interventi della Banca d' Italia sul mercato monetario</i>	40
<i>I depositi all' estero e in valuta dei residenti e la raccolta delle filiali estere di banche italiane</i> ...	45
<i>L' evoluzione dei tassi a medio-lungo termine sul mercato telematico</i>	48
<i>I provvedimenti attuativi della manovra di bilancio per il 1991</i>	56

La congiuntura e le politiche economiche

L'economia internazionale

La congiuntura nei paesi industriali

Gli eventi del Golfo Persico hanno condizionato la scena economica mondiale nella seconda metà del 1990. Il clima di incertezza si è ripercosso su un'economia mondiale già in decelerazione. Al mercato rallentamento che ha avuto luogo nel corso del secondo semestre negli Stati Uniti, in Canada e nel Regno Unito, si è contrapposta una crescita ancora vigorosa dell'attività produttiva in Giappone e in Germania.

Alla fine di settembre i paesi industriali, in occasione dell'assemblea annuale del Fondo monetario internazionale a Washington, avevano espresso l'intendimento di mantenere politiche monetarie orientate alla stabilità dei prezzi e politiche fiscali rigorose per fronteggiare il duplice pericolo dell'inflazione e di un rallentamento della crescita. Nei mesi seguenti, le politiche monetarie si sono differenziate, di fronte alle divergenze del ciclo economico.

La crescita del prodotto nei principali paesi industriali dovrebbe essere scesa nell'intero anno al 2,8 per cento dal 3,3 del 1989, dal 3,4 all'1,7 per cento fra il primo e il secondo semestre.

Negli Stati Uniti, una flessione nel quarto trimestre pari al 2 per cento in ragione d'anno ha fatto sì che il PNL rimanesse stazionario nel secondo semestre rispetto al primo. Per l'intero anno, la crescita del prodotto è stata inferiore all'1 per cento (tav. 1), la più bassa dal 1982. La produzione industriale è scesa alla fine del 1990 su livelli prossimi a quelli di due anni prima (fig. 1). La crisi di fiducia connessa con le vicende del Golfo ha aggravato il rallentamento dell'economia statunitense in atto da quasi due anni, come segnalato dagli indicatori della tendenza ciclica (fig. 2); nella stessa direzione ha agito la fragilità

strutturale del sistema finanziario e la persistenza dello squilibrio della finanza pubblica, che ha reso difficile un'intonazione meno restrittiva della politica monetaria.

Tav. 1

Prodotto lordo, domanda interna ed esportazioni nette dei principali paesi industriali
(prezzi costanti; variazioni percentuali rispetto al periodo precedente, in ragione d'anno)

PAESI	1989	1990 (1)	1990 (3)	
			I sem.	III trim.
Stati Uniti				
PNL	2,5	0,9	1,0	1,4
Domanda interna ...	1,9	0,5	0,3	1,6
Esportazioni nette (2)	0,5	0,4	0,8	-0,2
Giappone				
PNL	4,9	5,5	7,4	4,1
Domanda interna ...	5,8	5,8	7,1	3,3
Esportazioni nette (2)	-0,9	-0,3	0,2	0,7
Germania				
PNL	3,9	4,6	7,5	7,0
Domanda interna ...	2,7	4,6	6,8	1,9
Esportazioni nette (2)	1,2	0,1	1,0	5,0
Francia				
PIL	3,6	2,8	2,1	4,5
Domanda interna ...	3,1	3,2	2,4	5,0
Esportazioni nette (2)	0,4	-0,4	-0,3	-0,6
Italia				
PIL	3,2	2,0	2,0	2,7
Domanda interna ...	3,3	2,4	3,9	4,5
Esportazioni nette (2)	-0,3	-0,4	-2,0	-2,0
Regno Unito				
PIL	2,2	1,1	2,6	-5,1
Domanda interna ...	3,1	0,5	3,1	-5,1
Esportazioni nette (2)	-1,0	0,6	-0,6	0,3
Canada				
PIL	3,0	1,0	1,2	-1,2
Domanda interna ...	4,2	-	-0,2	-1,2
Esportazioni nette (2)	-1,3	1,0	1,4	-

Fonti: FMI, OCSE e Bollettini nazionali; per l'Italia, Istat e Isco.

(1) Per gli Stati Uniti e la Germania dati provvisori, per gli altri paesi stime. Per l'Italia preconsuntivo Isco. - (2) Variazioni in percentuale del PNL/PIL del periodo precedente. - (3) Per l'Italia, conti economici trimestrali Istat.

All'inasprimento delle condizioni monetarie, volto a contenere l'inflazione, è da ascrivere il forte rallentamento della crescita nel Canada e nel Regno Unito. In quest'ultimo paese il PIL si è ridotto, nel terzo trimestre, del 5,1 per cento in ragione d'anno, seguendo la flessione dei consumi privati e degli investimenti, calati, questi ultimi, del 14 per cento nel terzo trimestre, dopo una flessione del 12 nel secondo; la produzione industriale è diminuita del 2,6 per cento nel periodo luglio-novembre rispetto alla media del primo semestre. Altri indicatori congiunturali confermano l'accentuarsi della flessione dell'attività complessiva, iniziata dalla metà del 1988.

Fig. 1



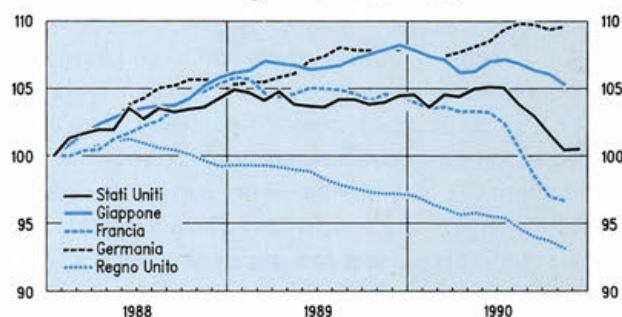
Fonti: OCSE ed elaborazioni su dati Istat.

L'economia giapponese ha continuato, invece, a caratterizzarsi per una crescita vigorosa, stimata pari al 5,5 per cento nell'anno, sorretta dalla vivace dinamica degli investimenti e dei consumi privati. Nella parte occidentale della Germania il PNL ha continuato a svilupparsi a ritmi elevati anche nella seconda metà dell'anno; nel 1990 la crescita, pari al 4,6 per cento, ha superato ogni previsione. Riguardo all'economia delle regioni orientali della Germania, non sono ancora disponibili dati di contabilità nazionale. La produzione industriale all'Est, secondo le statistiche ufficiali, è caduta nel terzo trimestre, rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, del 50 per cento. Segni favorevoli provengono tuttavia da altri indicatori; nei primi nove mesi sono state registrate 200.000 nuove imprese (per metà tra luglio e settembre), due terzi delle quali nei settori dei servizi e dell'artigianato.

Pur esse in rallentamento, in posizione intermedia, sotto il profilo della crescita, si collocano l'Italia e la Francia, dove nell'anno il PIL sarebbe aumentato a tassi compresi tra il 2 e il 3 per cento. In Francia, la decelerazione dell'attività produttiva è ascrivibile soprattutto alla minore dinamica degli investimenti e al peggioramento della componente estera della domanda, il cui contributo netto è divenuto negativo.

Fig. 2

Indicatori della tendenza ciclica (1)
(dati mensili destagionalizzati;
indici: gennaio 1988=100)

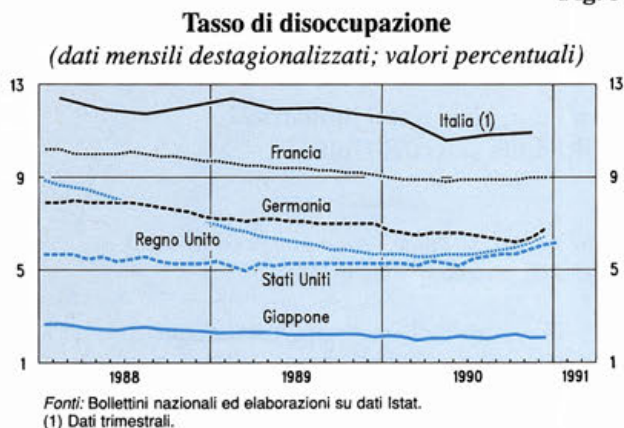


Fonti: OCSE e Survey of Current Business.

(1) Indici anticipatori composti elaborati dal Department of Commerce per gli Stati Uniti e dall'OCSE per gli altri paesi. Gli indici anticipatori composti sono il risultato dell'aggregazione di 11 indici elementari che si riferiscono al numero di ore lavorate nell'industria manifatturiera, al numero dei disoccupati, agli ordinativi di beni intermedi e di consumo, all'andamento delle vendite, agli ordinativi di beni di investimento, al numero di permessi di costruzione, alla variazione degli ordini invariati, all'andamento dei prezzi delle materie prime e dei corsi azionari, all'offerta di moneta (M2) e alle aspettative dei consumatori.

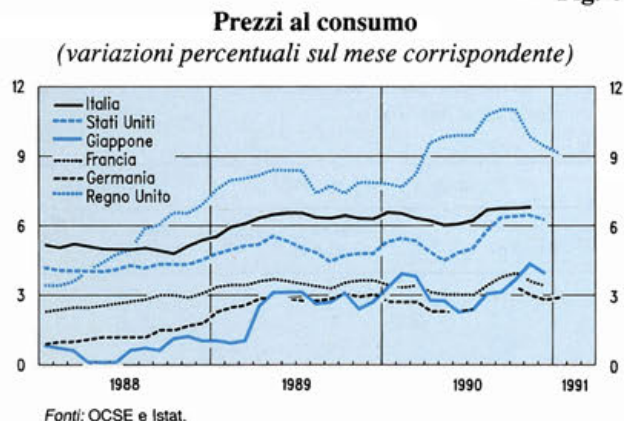
Il mercato del lavoro ha riflesso l'evoluzione ciclica delle economie. Il tasso di disoccupazione si è attestato nel mese di dicembre sul 6,1 per cento negli Stati Uniti, il valore più elevato degli ultimi tre anni, superiore di quasi un punto alla media del primo semestre (fig. 3), e sul 9,3 per cento in Canada (7,5 nel primo semestre); nel Regno Unito ha raggiunto in novembre il 6,2 per cento rispetto al 5,7 della prima metà dell'anno; è aumentato in misura molto contenuta in Francia e in Italia. Nella parte occidentale della Germania, invece, il tasso di disoccupazione si è portato in ottobre sul livello più basso dal 1981 (6,2 per cento); il lieve aumento dei disoccupati negli ultimi due mesi dell'anno è il riflesso dell'effetto sfavorevole dei fattori climatici sull'occupazione nel comparto dell'edilizia abitativa. Forte è il contrasto con la situazione delle regioni orientali dove, secondo dati ufficiali, il numero dei disoccupati è salito in dicembre a 640.000 unità, dalle 270.000 del mese di luglio.

Fig. 3



I costi dell'energia hanno contribuito, sia pure in misura contenuta, all'aumento dell'inflazione nei paesi industriali. I corsi del greggio sono cresciuti dai 20 dollari per barile alla fine di luglio fino ai 40 tra la fine di settembre e la prima metà di ottobre. Sono, poi, progressivamente ridiscesi: sotto i 27 dollari già alla fine di dicembre, intorno ai 20 all'inizio di febbraio. Nelle principali economie l'inflazione è aumentata dal 4,5 per cento di luglio al 5,5 di dicembre, riflettendo principalmente l'accelerazione registrata in Giappone e negli Stati Uniti (rispettivamente dal 2,2 e 4,8 per cento in luglio al 3,8 e 6,1 per cento in dicembre) (fig. 4).

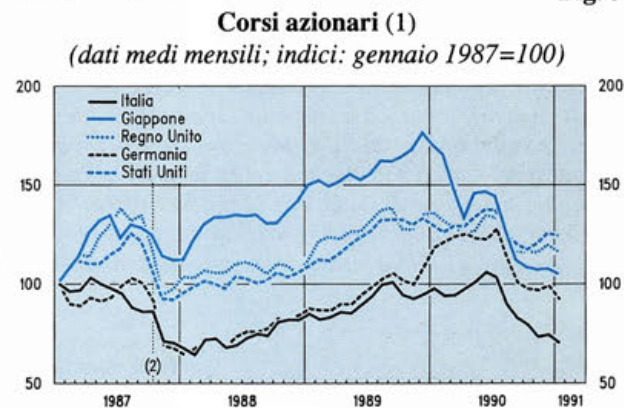
Fig. 4



Nel primo paese si sono manifestate le conseguenze della pressione della domanda sulla capacità produttiva e sul mercato del lavoro; nel secondo si sono combinati gli effetti della maggiore crescita dei costi unitari del lavoro con quelli del peggioramento delle ragioni di scambio. La debolezza del dollaro ha contribuito a limitare l'accelerazione dei prezzi nel

gruppo dei paesi aderenti agli Accordi europei di cambio: si è passati dal 5,1 per cento di luglio al 6 di ottobre, per poi tornare al 5,3 in dicembre. Nel Regno Unito l'inflazione è scesa, portandosi in dicembre al 9,3 per cento, dal 10,9 di ottobre; nella parte occidentale della Germania si è ridotta, nello stesso periodo, dal 3,3 al 2,8.

Fig. 5



L'incertezza associata alla crisi del Golfo ha accentuato la volatilità dei corsi azionari (fig. 5). Negli Stati Uniti, dopo la caduta registrata nel periodo agosto-ottobre, le quotazioni azionarie hanno cominciato da novembre a mostrare cenni di ripresa, pur con oscillazioni; in dicembre i corsi sono tornati in media sui livelli di agosto. Anche gli altri principali mercati hanno registrato nell'ultimo mese dell'anno contenuti recuperi. Sugli andamenti dei vari mercati può avere influito pure il diverso grado di integrazione commerciale e finanziaria tra i paesi industriali e quelli del Medio Oriente anche se, nel complesso, i legami tra i due gruppi di paesi sono, in termini relativi, modesti (si veda il riquadro).

Le politiche economiche

Nell'ultimo trimestre del 1990, l'orientamento della politica monetaria negli Stati Uniti è divenuto meno restrittivo, in risposta all'indebolimento dell'attività economica, maggiore del previsto. La crescita degli aggregati M2 e M3 è decelerata rispettivamente dal 5,0 e dal 2,2 per cento di settembre al 3,3 e all'1,5 in dicembre. Al rallentamento di M2 ha contribuito la ricomposizione di portafoglio, in favore di investimenti in strumenti alternativi ai de-

I rapporti commerciali e finanziari tra i maggiori paesi industriali e alcuni paesi direttamente colpiti dalla crisi del Golfo

L'interscambio commerciale tra i maggiori paesi industriali e quelli più direttamente colpiti dalla crisi del Golfo è piuttosto basso ed è andato decrescendo nel corso degli anni ottanta. La quota delle esportazioni dirette verso questi paesi sul totale delle esportazioni dei principali paesi industriali si collocava nel 1988 (ultima data per la quale si dispone di statistiche complete) intorno al 3 per cento; solo la quota del Regno Unito raggiungeva il 5 per cento (tav. 1). Nella media dei primi otto anni del decen-

nio scorso, le quote erano comprese fra il 5 per cento della Germania e l'8 dell'Italia.

Tra i paesi della regione, l'Arabia Saudita rappresentava il mercato più importante, con una quota che raggiungeva il 2 per cento nel caso del Regno Unito, l'1 per cento per gli altri paesi industriali. Le quote di esportazioni verso l'Iraq, verso il Kuwait e verso gli altri paesi del Golfo erano invece generalmente basse.

Tav. 1

Quote di esportazioni dei principali paesi industriali verso alcuni paesi direttamente colpiti dalla crisi del Golfo (1)
(in percentuale)

	Stati Uniti	Regno Unito	Francia	Germania	Italia	Giappone
Media 1980-1987	5,4	6,4	5,1	5,0	8,3	7,7
1988	3,1	5,0	2,5	2,8	3,5	2,4

Fonte: OCSE.

(1) Arabia Saudita, Bahrain, Egitto, Emirati Arabi Uniti, Iran, Iraq, Kuwait, Qatar e Turchia.

Tav. 2

Quote di importazioni di prodotti energetici dei principali paesi industriali da alcuni paesi direttamente colpiti dalla crisi del Golfo
(in percentuale)

PAESI	Stati Uniti		Regno Unito		Francia		Germania		Italia		Giappone	
	Media 1980-87	1988	Media 1980-87	1988	Media 1980-87	1988	Media 1980-87	1988	Media 1980-87	1988	Media 1980-87	1988
Ar. Saudita .	8,9	13,3	9,4	2,6	15,0	10,1	6,2	2,8	11,0	8,1	22,8	17,5
Egitto	0,2	0,3	2,6	2,0	1,4	1,2	0,7	0,2	4,1	6,9	0,2	0,3
Em. Arabi (1)	1,5	1,1	0,5	—	1,4	1,1	1,3	0,2	2,3	1,0	16,9	16,2
Iran	1,6	—	1,8	2,4	2,2	0,3	1,3	1,4	5,8	3,6	4,3	3,8
Iraq	0,6	3,6	0,5	—	3,2	5,3	0,8	1,0	4,9	3,6	1,2	1,7
Kuwait	0,5	1,1	1,7	0,7	1,0	0,7	0,8	0,4	3,9	3,9	2,8	4,5
Turchia	0,1	0,6	2,3	3,6	0,2	0,6	0,1	—	0,5	2,0	—	0,1
Totale (2)...	13,4	20,0	18,7	11,3	24,4	19,4	11,0	6,1	32,4	29,0	48,3	44,0

Fonte: OCSE.

(1) Includono il Bahrain, gli Emirati Arabi Uniti e il Qatar. — (2) Il totale può non coincidere con la somma delle righe a causa dell'arrotondamento.

Anche il peso delle importazioni provenienti dai paesi coinvolti nella crisi del Golfo sul complesso delle importazioni dei maggiori paesi industriali è modesto. Mediamente, esso si situava nel 1988 sul 2 per cento, con punte del 4 per l'Italia e del 3 per il Giappone. Per quanto riguarda i soli prodotti energetici la dipendenza dalla regione risultava differenziata. Nel caso del Giappone, il 44 per cento delle importazioni di fonti d'energia proveniva dalla regione (tav. 2). Anche l'Italia era fortemente dipendente per le sue forniture energetiche dalla regione (quasi un terzo delle proprie importazioni), sebbene la quota sia andata diminuendo nel corso degli anni ottanta. Si è accresciuta, nello stesso periodo, la dipendenza relativa degli Stati Uniti (pari nel 1988 al 20 per cento). Regno Unito e Germania hanno invece teso a diversificare al di fuori dell'area le proprie fonti di approvvigionamento. Per quasi tutti i paesi, la dipendenza era più elevata nei confronti dell'Arabia Saudita; quella nei confronti del Kuwait era rilevante solo per il Giappone (4,5 per cento) e per l'Italia (circa il 4), mentre le quote dell'Iraq sulle forniture di fonti di energia erano significative per la Francia (oltre il 5 per cento), l'Italia e gli Stati Uniti (3,6 per cento).

Dal punto di vista dell'integrazione finanziaria, le informazioni disponibili concernono le posizioni debitorie e creditorie delle banche residenti nei paesi industriali (tav. 3).

L'intermediazione complessiva effettuata dalle banche dei principali paesi industriali nei confronti della regione raggiunge dimensioni ragguardevoli in valore assoluto e anche in rapporto alle posizioni delle banche verso i paesi in via di sviluppo (la cui quota è di circa il 16 per cento del totale). Tuttavia, gli ammontari in questione costituiscono una frazione relativamente modesta delle attività e passività complessive sull'estero delle banche (rispettivamente, l'1,4 e il 2,9 per cento).

Tutti i paesi del Golfo, con eccezione dell'Iraq, presentano ampie posizioni creditorie nette nei confronti delle banche dichiaranti alla BRI, con forti saldi positivi in particolare per l'Arabia Saudita, gli Emirati Arabi Uniti e il Kuwait. Le elevate posizioni attive e passive del Bahrain riflettono il suo ruolo di centro bancario off-shore. Anche l'Egitto e la Giordania risultano essere

creditori netti verso le banche; il loro indebitamento netto, infatti, è prevalentemente verso creditori ufficiali. L'Iraq e la Turchia presentano invece saldi debitori pari rispettivamente a circa 5,7 e 6,4 miliardi di dollari.

Tav. 3

**Posizione creditoria (C) e debitoria (D)
delle banche dichiaranti alla BRI
nei confronti di alcuni paesi
direttamente colpiti dalla crisi del Golfo (1)
(milioni di dollari; consistenze al 30 settembre 1990)**

	C	D
<i>Posizione nei confronti di: (2)</i>		
Arabia Saudita	9.960	60.965
Bahrain	16.501	21.071
Emirati Arabi Uniti	7.220	27.173
Iran	3.069	6.274
Iraq	8.726	3.013
Kuwait	8.281	19.617
Oman	1.586	2.679
Qatar	1.239	3.741
A) Totale paesi esportatori di petrolio	56.582	144.533
Egitto	6.503	14.538
Giordania	2.410	3.693
Turchia	14.083	7.618
B) Totale tre paesi non esportatori di petrolio	22.996	25.841
Totale (A + B) ...	79.578	170.374
(in percentuale del totale attività o passività sull'estero)	(1,4)	(2,9)

Fonte: BRI.

(1) Le banche dichiaranti alla BRI comprendono, oltre a quelle localizzate nei paesi del Gruppo dei Dieci, quelle di Austria, Danimarca, Finlandia, Irlanda, Lussemburgo, Norvegia e Spagna, nonché quelle di 6 centri bancari off-shore (Antille olandesi, Bahamas, Bahrain, Cayman Islands, Hong Kong, Singapore). - (2) Sono comprese le attività e passività in tutte le valute e verso tutti i residenti nei paesi indicati (incluse le banche).

positi conseguente al calo di fiducia degli operatori nei confronti del sistema creditizio. Ma gli andamenti della moneta hanno risentito soprattutto degli effetti della restrizione del credito associata alla fragilità di alcuni comparti del sistema finanziario. Il credito al settore privato ha registrato i tassi di crescita più contenuti dalla fine del 1975.

Le autorità monetarie statunitensi hanno ripetutamente diminuito il tasso sui *federal funds*, portandolo, nonostante l'accentuata debolezza del dollaro, dall'8,4 per cento nella prima settimana di ottobre al 7,6 nell'ultima di dicembre. A dicembre sono stati anche ridotti il tasso di sconto (al 6,5 per cento) e, per la prima volta dal 1983, gli obblighi di riserva su una parte delle passività bancarie, anche al fine di incrementare la redditività delle banche. Come riflesso della riduzione dei tassi ufficiali, i rendimenti di mercato sulle brevi scadenze sono diminuiti, riportandosi, alla fine dell'anno, sui livelli della primavera del 1988; anche nel comparto a lungo termine i tassi sono scesi, risentendo in parte degli effetti della fase recessiva (fig. 6).

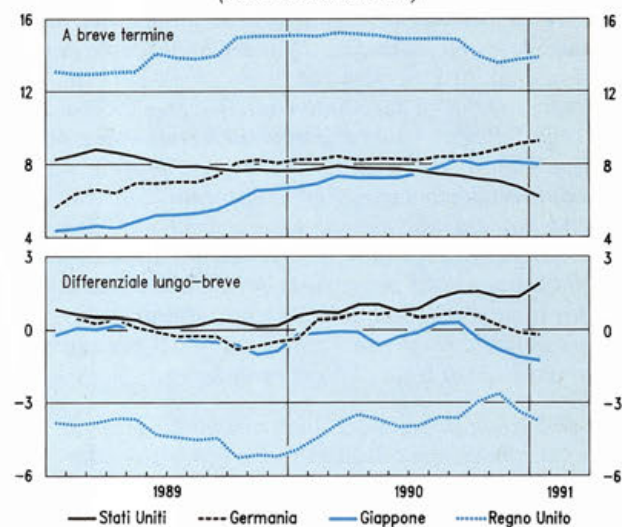
In Giappone, l'orientamento della politica monetaria si è mantenuto restrittivo. Dopo l'ultimo aumento del tasso di sconto ad agosto, i tassi di interesse a breve termine sono rimasti su valori elevati (8,1 per cento); quelli sulle lunghe scadenze sono invece diminuiti sensibilmente, segnalando aspettative di minore inflazione. L'aggregato composto dalla somma di M2 e dei certificati di deposito ha fortemente decelerato (dal 13,1 per cento di settembre all'8,6 in dicembre); anche la crescita del credito al settore privato è rallentata in conseguenza degli elevati tassi di interesse, oltre che dei limiti posti dalle autorità per l'adeguamento ai *ratios* patrimoniali e per frenare la concessione di prestiti ipotecari.

Le autorità tedesche hanno favorito un rafforzamento del marco, inasprendo le condizioni monetarie in risposta alla pressione della domanda interna e agli effetti dell'unificazione sul bilancio pubblico e sulla moneta. Il tasso *Lombard* è stato innalzato di mezzo punto (all'8,5 per cento) all'inizio di novembre, per la quinta volta dal gennaio 1989. I rendimenti sulle brevi scadenze sono aumentati fino al 9,2 per cento nell'ultima settimana di dicembre; quelli a lungo termine sono rimasti sostanzialmente stabili. Tra luglio e ottobre, nell'area occidentale del paese, sotto

l'impulso dell'unificazione, la crescita di M3 è accelerata dal 3,9 al 5,5 per cento, per poi stabilizzarsi su questo ritmo nei due mesi successivi. L'aggregato M3 "esteso" ai depositi detenuti sull'euromercato dai residenti e ai titoli a breve termine è cresciuto con ritmi più sostenuti. Stime ufficiali segnalano che, nel periodo luglio-novembre, la quantità di moneta nell'ex Repubblica democratica tedesca si è ridotta di 17 miliardi di marchi, riflettendo i deflussi di liquidità per l'acquisto di beni prodotti nelle regioni occidentali e lo spostamento di attività verso forme di investimento a lungo termine.

Fig. 6

**Tasso di interesse a breve termine
e differenziale fra tassi a lunga e a breve (1)**
(dati medi mensili)



(1) Per fonti e definizioni, si vedano le Note Metodologiche alle tavv. a5 e a6.

In Francia, dove alla fine di ottobre i tassi ufficiali sono stati lievemente ridotti, i rendimenti a breve termine si sono mantenuti sostanzialmente stabili (attorno al 10 per cento) e quelli a lungo termine sono diminuiti (di 0,6 punti percentuali tra ottobre e dicembre). La crescita di M2 è divenuta negativa nell'ultimo trimestre dell'anno, dopo essersi mantenuta nei mesi precedenti al di sotto del limite inferiore della fascia-obiettivo (3,5-5,5 per cento), per effetto della ricomposizione di portafoglio sollecitata dalla creazione di nuovi strumenti di risparmio a lungo termine e dall'ingente spostamento di depositi verso l'euromercato. Quest'ultimo fenomeno ha indotto le autorità mo-

netarie francesi a ridurre, in ottobre, i coefficienti di riserva obbligatoria.

Nel Regno Unito, i tassi di interesse sulle brevi scadenze hanno registrato una netta flessione nella seconda settimana di ottobre in seguito alla riduzione del tasso base che ha accompagnato l'adesione della sterlina agli Accordi di cambio dello SME. Ma nel periodo successivo l'indebolimento della sterlina non ha consentito ulteriori allentamenti delle condizioni monetarie, nonostante l'aggravarsi della situazione congiunturale. I rendimenti a breve termine sono rimasti sostanzialmente stabili fino alla fine di dicembre; quelli a lungo termine sono diminuiti nell'ultimo trimestre, segnalando un contenimento delle aspettative d'inflazione. L'aggregato M0 è rallentato dal 4,7 per cento di settembre al 2,7 di dicembre. Anche in questo paese si è registrata una sostenuta decelerazione del credito al settore privato, che ha risentito degli elevati tassi di interesse e, in parte, della maggiore cautela degli intermediari finanziari nella concessione di prestiti.

Il disavanzo dei settori pubblici nell'insieme dei principali paesi industriali è salito nel 1990 all'1,5 per cento del prodotto lordo, dall'1 per cento del 1989. L'impulso impresso dalle politiche di bilancio all'attività economica risulta di segno espansivo anche al netto della componente ciclica. L'evoluzione del disavanzo aggregato cela tuttavia andamenti differenziati tra i vari paesi. Vi è stato un netto peggioramento del saldo di bilancio negli Stati Uniti, in Germania (che nel 1989 aveva registrato un lieve avanzo) e nel Regno Unito, il cui attivo di bilancio si è quasi annullato; si è invece ampliato l'avanzo del Giappone; si sono leggermente ridotti, in rapporto al prodotto, i disavanzi di Francia, Canada e Italia.

Negli Stati Uniti, il disavanzo federale, che include le spese connesse con la crisi delle Casse di risparmio, è risultato pari a 220 miliardi di dollari, il 4 per cento del prodotto. Alla fine di ottobre è stata approvata una serie di misure per ridurre il disavanzo federale (si veda il Bollettino Economico n. 15) di 42 miliardi di dollari nell'anno finanziario in corso e per complessivi 500 miliardi nel quinquennio 1991-95. Sono state introdotte importanti modifiche per rafforzare l'incisività della legge *Gramm-Rudman-Hollings*, ma l'obiettivo di riportare il bilancio in avanzo è stato posticipato dal 1993 al 1996.

Il forte passivo dei conti pubblici in Germania riflette i costi della ristrutturazione e dell'assistenza alle regioni orientali del paese. Con riguardo all'esercizio appena concluso, si stima che il fabbisogno del settore pubblico della Germania unificata, che esclude l'avanzo della previdenza sociale, abbia superato i 100 miliardi di marchi. L'aumento, rispetto all'anno precedente, è pari a oltre il 4 per cento del prodotto; un peggioramento di tale entità si era verificato solo nel 1975, dopo il primo *shock* petrolifero. Il saldo, che si compone principalmente dei disavanzi delle autorità centrali e locali e della raccolta dei fondi per il finanziamento dell'unificazione, sarebbe stato più ampio senza il concorso di entrate tributarie maggiori del previsto e della lentezza delle procedure di spesa nelle nuove regioni.

Nel Regno Unito, l'avanzo di bilancio conseguito negli ultimi anni dovrebbe annullarsi nell'esercizio 1990, a causa dell'espansione della spesa pubblica oltre il limite prefissato e delle diminuite entrate da privatizzazioni.

Con il concorso dell'ampio avanzo della previdenza sociale, in Giappone il settore pubblico ha fatto registrare nel 1990 un saldo attivo pari al 3,1 per cento del prodotto, contro il 2,7 nell'anno precedente. Il piano di risanamento a medio termine, avviato nel 1983, e consistente nell'azzeramento del disavanzo di parte corrente del settore statale (escluso l'avanzo della previdenza sociale), è stato completato nell'esercizio che si conclude a marzo di quest'anno.

In Francia, il livello del disavanzo del settore pubblico è sceso nel 1990 all'1,2 per cento dall'1,5 del 1989.

In ambito comunitario, notevoli progressi sono stati conseguiti sulla via dell'unificazione. Lo scorso ottobre il Consiglio europeo ha deciso che la seconda fase dell'Unione economica e monetaria (UEM) avrà inizio il 1° gennaio 1994 (si veda la rubrica Documenti); nel dicembre sono iniziati i lavori delle Conferenze intergovernative sull'UEM e sull'Unione politica, per le modifiche del Trattato istitutivo della Comunità in vista della fase finale dell'UEM. Il Comitato dei Governatori dei Paesi membri della Cee ha presentato alla Conferenza intergovernativa sull'UEM un progetto di Statuto (si veda la rubrica Documenti) della nuova istituzione monetaria che nella fase finale dell'Unione avrà il compito di formulare e attuare la politica monetaria unica della Comunità.

Le bilance dei pagamenti e i tassi di cambio

Nel secondo semestre del 1990 le bilance dei pagamenti dei paesi industriali hanno risentito in varia misura del rialzo del prezzo del petrolio e dell'indebolimento del dollaro (tav. 2). Nel complesso, tuttavia, gli squilibri dei pagamenti correnti si sono ridotti.

Il disavanzo corrente degli Stati Uniti si era fortemente contratto nella prima parte dell'anno. Nel terzo trimestre, il miglioramento registrato nel comparto dei redditi da capitale è stato più che compensato dal netto peggioramento del disavanzo commerciale, che ha riflesso il deterioramento delle ragioni di scambio determinato, a sua volta, dalla flessione del dollaro e dal rincaro del greggio. Il rallentamento dell'attività produttiva e l'ulteriore deprezzamento del cambio reale dovrebbero, comunque, avere consentito una nuova riduzione del passivo nello scorcio dell'anno. Nell'intero 1990, il disavanzo di parte corrente dovrebbe essere sceso al di sotto dei 100 miliardi di dollari, pari all'1,8 per cento del prodotto, e quello commerciale non dovrebbe avere superato i 110 miliardi.

Nella seconda metà del 1990 l'avanzo corrente del Giappone è risultato inferiore a 30 miliardi di dollari su base annua, livello ben minore di quello del semestre precedente. Il fenomeno è da ricondursi interamente al maggiore disavanzo nel comparto dei servizi e dei trasferimenti, ascrivibile al forte aumento

degli esborsi per viaggi all'estero; il miglioramento delle ragioni di scambio derivante dal rafforzamento dello yen ha più che compensato gli effetti negativi del rialzo del prezzo del petrolio e della sfavorevole evoluzione della domanda relativa, provocando un leggero miglioramento del saldo commerciale. Nell'anno, la riduzione dell'avanzo esterno giapponese è stata considerevole: quello corrente è risultato di poco superiore all'1 per cento del prodotto, contro il 2 dell'anno precedente e il valore massimo del 4,4 del 1986; quello commerciale, che nel 1986 era pari al 4,8 per cento, è sceso al 2,2 dal 2,7 del 1989.

Sempre nel secondo semestre del 1990, l'attivo corrente della Germania, comprensivo delle transazioni di beni e servizi di residenti della ex Repubblica democratica, si è ridotto a meno di 40 miliardi di dollari, in ragione d'anno, pari al 3,3 per cento del prodotto; quello commerciale a 58 miliardi (4,8 per cento del prodotto), circa 20 miliardi meno di quello del semestre precedente. La vigorosa dinamica della domanda interna e i vincoli dal lato della capacità produttiva hanno determinato nell'anno una crescita delle importazioni pari al 10 per cento in valore. Ne hanno beneficiato principalmente l'Italia, la Francia e i Paesi Bassi, le cui esportazioni verso la Germania sono aumentate, nei primi dieci mesi dell'anno, rispettivamente del 16, del 12 e del 10 per cento, con un miglioramento globale dei saldi dei tre paesi pari a 13 miliardi di marchi (tav. 3).

Tav. 2

Saldo commerciale e corrente (dati destagionalizzati su base annua; miliardi di dollari)

PAESI/AREE	Saldi commerciali											
	Saldi correnti				Totali (1)							
			1990		1989		1990		di cui: nei confronti degli Stati Uniti (2) (3)			
	1989	1990	I sem.	II sem.	1989	1990	I sem.	II sem.	1989	1990	I sem.	II sem.
Paesi industriali	-79,2	-111,0	-91,8	-130,0	-37,1	-53,0	-25,6	-82,0	55,3	40,5	30,8	50,2
di cui: Stati Uniti	-110,0	-95,2	-88,3	-102,0	-114,9	-108,0	-98,8	-117,0	-	-	-	-
Giappone	57,6	35,8	44,7	26,9	77,4	63,8	61,4	65,0	49,1	41,1	39,2	43,0
CEE	6,1	-10,0	-6,9	-13,0	3,3	2,0	6,2	-4,0	-1,2	-6,1	-10,7	1,5
di cui: Germania (3)(4)	55,6	46,2	54,5	37,9	71,8	67,6	77,2	58,0	8,0	9,4	8,7	10,1
Francia	-4,0	-8,0	-3,4	-12,5	-10,7	-12,2	-9,4	-15,0	1,4	-0,5	-0,6	-0,4
Italia	-10,6	-15,3	-16,2	-14,4	-2,0	0,4	1,0	-0,2	4,7	4,7	4,3	5,1
Regno Unito ...	-32,2	-28,3	-31,9	-24,7	-39,1	-30,8	-36,6	-25,0	2,5	-3,2	-5,4	-0,6

Fonti: OCSE e Bollettini nazionali. I dati relativi al II semestre 1990 sono parzialmente stimati per Stati Uniti, Francia e Italia e sono provvisori per gli altri paesi.

(1) Fob-fob. - (2) Dati non destagionalizzati. - (3) Saldi commerciali cif-fob. - (4) Da luglio 1990 i dati includono anche le transazioni della ex Repubblica democratica tedesca.

Tav. 3

Interscambio commerciale della Germania con i paesi della Comunità europea
(flussi in miliardi di marchi)

PAESI/AREE		1987	1988	1989	1989 Gen. - Ott.	1990 (1) Gen. - Ott.
CEE	Esp.	278	308	352	293	294
	Imp.	216	227	259	213	232
	Saldo	62	81	93	80	62
Belgio e Lussemburgo	Esp.	39	42	46	39	40
	Imp.	29	31	35	29	31
	Saldo	10	11	11	10	9
Danimarca	Esp.	11	11	12	10	10
	Imp.	8	8	9	7	9
	Saldo	3	3	3	3	1
Francia	Esp.	63	71	84	70	72
	Imp.	47	53	60	49	55
	Saldo	16	18	24	21	17
Grecia	Esp.	5	6	6	4	3
	Imp.	3	3	4	3	2
	Saldo	2	3	2	1	1
Regno Unito	Esp.	47	53	59	49	46
	Imp.	29	30	35	29	31
	Saldo	18	23	24	20	15
Irlanda	Esp.	2	2	3	3	2
	Imp.	4	4	4	4	3
	Saldo	-2	-2	-1	-1	-1
Italia	Esp.	46	52	60	50	52
	Imp.	39	40	45	37	43
	Saldo	7	12	15	13	9
Paesi Bassi	Esp.	46	49	54	45	44
	Imp.	45	45	52	42	46
	Saldo	1	4	2	3	-2
Portogallo	Esp.	4	5	6	5	5
	Imp.	3	3	4	3	3
	Saldo	1	2	2	2	2
Spagna	Esp.	15	17	22	18	20
	Imp.	9	10	11	10	9
	Saldo	6	7	11	8	11

Fonte: Bundesbank.

(1) Da luglio 1990 sono incluse le transazioni della ex Repubblica democratica tedesca.

Nel Regno Unito il forte rallentamento della domanda interna ha favorito la riduzione del disavanzo corrente, dal 3,5 al 2,2 per cento del prodotto fra il primo e il secondo semestre, e di quello commerciale, dal 4 al 2,4 per cento.

I mercati dei cambi sono stati caratterizzati nell'ultimo trimestre del 1990 da una certa erraticità, dovuta principalmente all'incertezza sull'evoluzione congiunturale nelle tre maggiori economie. Nel complesso, i tassi di cambio delle principali valute, tuttavia, si sono mossi coerentemente con l'obietti-

vo di riduzione degli squilibri esterni. Nello SME l'orientamento più restrittivo della politica monetaria in Germania ha avuto ripercussioni assai contenute sull'evoluzione delle valute aderenti agli Accordi europei di cambio; gli interventi delle banche centrali a difesa delle parità sono stati sporadici e limitati.

La debolezza del dollaro, in atto dalla scorsa primavera, si è accentuata (fig. 7). A metà dicembre esso risultava deprezzato del 20 e del 15 per cento circa nei confronti dello yen e del marco, rispetto agli

elevati livelli dell'inizio dello scorso aprile. Nello stesso periodo, il deprezzamento in termini effettivi era pari al 12 per cento circa. In seguito alla reazione dei mercati alle tensioni nel Golfo, la valuta statunitense si è rafforzata solo lievemente e per un breve periodo. Essa è rimasta però tendenzialmente debole, risentendo dell'ampio differenziale negativo formatosi tra i tassi a breve statunitensi e quelli giapponesi e tedeschi, pari, alla fine di dicembre, rispettivamente a 1,6 e 2,7 punti percentuali.

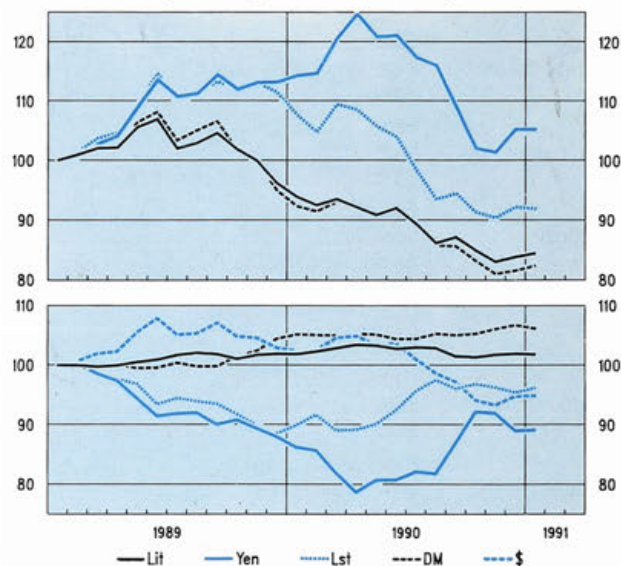
Dall'inizio dello scorso aprile alla fine di dicembre, l'apprezzamento del marco è stato, in termini effettivi, di circa l'1,2 per cento; quello dello yen dell'11,5 per cento. Nello stesso periodo, le valute degli Accordi europei di cambio si sono apprezzate in media del 5 per cento nei confronti di quelle esterne all'area.

Da novembre, la collocazione delle valute dei paesi aderenti alla banda stretta di fluttuazione degli Accordi di cambio è progressivamente mutata (fig. 8). Le variazioni dei tassi ufficiali di riferimento hanno determinato l'apprezzamento del marco, del franco belga e del fiorino olandese e l'indebolimento del franco francese, che è sceso gradualmente verso la parte inferiore della banda. La tendenza è prosegui-

ta in dicembre, sotto la spinta del marco che ha continuato a rinforzarsi nei confronti di tutte le valute, ad eccezione del fiorino.

Fig. 7

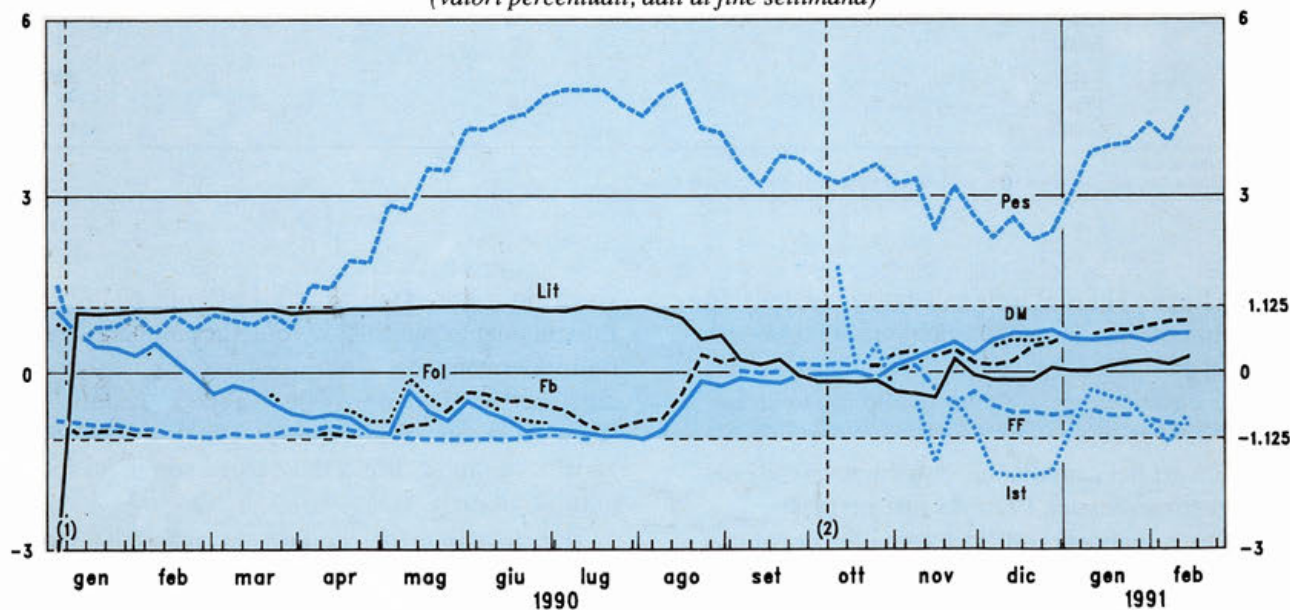
**Tassi di cambio bilaterali del dollaro (1)
e cambio nominale effettivo delle principali valute (2)**
(indici: gennaio 1989=100)



(1) I cambi bilaterali sono espressi in unità di valuta per dollaro. - (2) Nei confronti della media delle 14 principali valute concorrenti.

Fig. 8

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



(1) Riallineamento del tasso centrale della lira dell'8 gennaio 1990 a seguito dell'adesione alla banda stretta di fluttuazione. - (2) Entrata della sterlina inglese negli Accordi di cambio (8 ottobre 1990).

L'indebolimento della lira nell'ambito della banda stretta di fluttuazione, iniziato ad agosto e proseguito nei due mesi successivi, si è accentuato a novembre, dopo l'aumento dei tassi di interesse in Germania. L'inasprimento delle condizioni monetarie interne, contribuendo ad ampliare il differenziale di interesse a breve termine con il marco, ha consentito una graduale risalita della valuta italiana verso il centro della banda.

Fin dai giorni immediatamente successivi all'ingresso negli Accordi europei di cambio, la sterlina ha subito pressioni al ribasso, divenendo dall'inizio di novembre la valuta più debole dello SME. La decisione del Regno Unito di aderire agli Accordi, mirante a rafforzare la credibilità delle politiche economiche, non è valsa a contrastare le aspettative, associate al forte deterioramento ciclico, di un allentamento delle condizioni monetarie. Il rallentamento

dell'inflazione e i positivi risultati conseguiti nei conti con l'estero nello scorcio dell'anno non sono stati sufficienti a sostenere la valuta britannica. In dicembre, la sterlina si è stabilizzata in prossimità del 2 per cento al di sotto del centro della banda di fluttuazione.

Nella seconda parte del 1990, l'attività sui mercati internazionali dei capitali ha segnato una modesta ripresa, in particolare nel comparto dei crediti sindacati (tav. 4). Nell'anno, il totale dei finanziamenti lordi erogati si è ridotto del 7 per cento, risentendo degli andamenti erratici dei cambi e dei corsi azionari e delle incertezze sull'evoluzione congiunturale nelle principali economie. Nonostante una lieve riduzione della loro quota, i paesi dell'OCSE hanno continuato ad essere i principali prenditori di fondi. A una minore importanza degli operatori giapponesi ha fatto riscontro una maggiore presenza dei prenditori europei.

Tav. 4

Finanziamenti lordi erogati sui mercati internazionali dei capitali
(miliardi di dollari)

VOCI	1989	1990	1990	
			I sem.	II sem. (1)
Emissioni lorde di obbligazioni (2)	255,8	229,7	113,2	116,5
di cui: a tasso variabile	17,8	39,7	17,9	21,8
Crediti sindacati (3)	121,1	116,3	54,3	62,0
Back-up facilities (4)	8,4	12,3	5,6	6,7
Totale dei finanziamenti lordi (5)	385,3	358,3	173,1	185,2

Composizione percentuale per paesi prenditori

Area OCSE	90,2	86,8	86,6	86,9
di cui: Stati Uniti	12,9	11,1	10,6	11,0
Italia	4,4	8,6	8,7	8,4
Paesi OPEC	1,3	2,4	1,5	2,8
Altri PVS	3,8	4,2	4,4	4,7
Paesi dell'Est europeo	1,2	1,9	2,1	1,5
Altri	3,5	4,7	5,4	4,1

Fonte: OCSE.

(1) Stimato sui primi quattro mesi del semestre. – (2) Emissioni sull'euromercato ed emissioni estere sui mercati nazionali. – (3) Eurocrediti e crediti esteri a medio e a lungo termine annunciati. – (4) Linee di credito concesse in appoggio all'emissione dei titoli. – (5) Il totale può non corrispondere alla somma delle componenti a causa degli arrotondamenti.

Gli andamenti economici dei paesi in via di sviluppo e dei paesi dell'Europa dell'Est

Sono proseguiti nei mesi recenti i progressi di quei paesi che avevano intrapreso programmi di riequilibrio economico interno ed esterno finanziati dal FMI; essi hanno anche conseguito migliori risultati in termini di crescita.

In Argentina, le autorità hanno avviato all'inizio di settembre una serie di misure di stabilizzazione, dopo gli sconfinamenti rispetto agli obiettivi del precedente programma; nel mese di ottobre i prezzi al consumo sono aumentati del 7,7 per cento rispetto a settembre, contro incrementi medi del 14 per cento nei tre mesi precedenti. Nel 1990 il prodotto dovrebbe essere rimasto sostanzialmente stazionario, dopo la flessione di oltre il 5 per cento dell'anno precedente. Le operazioni di privatizzazione finora intraprese sono consistite nella cessione di parte del patrimonio statale contro debito estero (*debt/equity swaps*), che ha consentito una riduzione del debito nei confronti delle banche a 57 miliardi di dollari (dai 64 miliardi a fine 1989).

In Venezuela, favorevoli sviluppi esterni e ulteriori misure correttive hanno determinato nel terzo trimestre del 1990 un significativo miglioramento dell'attività economica, in particolare nel comparto industriale, e delle condizioni finanziarie. Nell'anno il prodotto è risultato in aumento del 2,3 per cento. Le riserve ufficiali si sono notevolmente accresciute; a settembre i prezzi sono saliti, su base annua, del 20 per cento rispetto ad agosto, contro aumenti medi, sempre in ragione d'anno, del 50 per cento circa nel periodo giugno-agosto; si è registrato un sensibile afflusso di capitali dall'estero. Inoltre, in ottobre è stato concluso il negoziato per un accordo con le banche creditrici.

In seguito alle indicazioni fornite dal Comitato interinale nel corso della riunione di settembre 1990, il Consiglio di amministrazione del FMI ha approvato alcune modifiche ai criteri di utilizzo delle proprie risorse finanziarie al fine di assistere più efficacemente i paesi danneggiati dalla crisi del Golfo: fra essi, in particolare, l'Egitto, la Giordania, la Turchia (si veda il Bollettino Economico n. 15), nonché lo Sri Lanka, il Bangladesh, il Marocco, il Pakistan, l'India. Queste

decisioni consentono di estendere da tre a quattro anni l'assistenza erogata attraverso lo sportello di sostegno agevolato (ESAF: *Enhanced Structural Adjustment Facility*) e di aumentarne gli esborsi nell'ambito dei programmi già in corso. Viene ammesso, sino alla fine del 1991, l'utilizzo dello sportello di compensazione (CCFF: *Compensatory and Contingency Financing Facility*) per fronteggiare il rincaro delle importazioni di petrolio e derivati, previa assunzione di adeguate misure di politica energetica da parte del paese beneficiario. Inoltre, presso la Banca mondiale si è stabilito di accrescere la quota di prestiti a esborso rapido concessi dall'Associazione internazionale per lo sviluppo (IDA) dal 30 al 35 per cento del totale.

Nell'Europa centrale e orientale si conferma invece una tendenza generalizzata alla contrazione dell'attività economica.

Il fenomeno è particolarmente acuto in Polonia, dove i livelli produttivi hanno risentito, oltre che delle politiche di contenimento della domanda interna, delle difficoltà di adattamento delle imprese alle ampie correzioni dei prezzi relativi, alla riduzione dei sussidi statali, alla liberalizzazione delle importazioni. La produzione industriale è stata in ottobre del 20 per cento inferiore a quella del mese corrispondente del 1989; si stima che nell'intero anno il prodotto sia diminuito del 10-15 per cento.

In Jugoslavia, la combinazione di una politica monetaria fortemente restrittiva con la stabilizzazione del cambio ha determinato, nella prima metà dello scorso anno, una contrazione della produzione industriale del 10 per cento rispetto al periodo corrispondente del 1989. In entrambi i paesi, si è registrata, tuttavia, una rapida discesa del tasso di inflazione, passato, su base mensile, dal 60-70 per cento all'inizio del 1990 al 5 per cento nella seconda parte dell'anno.

In Ungheria, dove le misure di liberalizzazione dei prezzi e del commercio estero sono state introdotte con maggiore gradualità, nel 1990 si è registrato un minore declino del reddito (6 per cento circa). Nonostante politiche di bilancio e del credito di segno restrittivo, i prezzi al consumo sono aumentati, in media d'anno, del 30 per cento contro il 17 per cento nel 1989. La caduta del reddito è stata contenuta (3 per

La sospensione dei negoziati dell'Uruguay Round

I negoziati quadriennali dell'Uruguay Round, a cui partecipano 107 delegazioni in rappresentanza dei paesi aderenti al GATT, sono stati sospesi al termine della riunione, svoltasi a Bruxelles dal 3 al 7 dicembre 1990, che avrebbe dovuto costituire l'occasione per definire un accordo nei tempi fissati per la conclusione del Round. L'insuccesso delle trattative, che interessano quindici settori distribuiti su quattro aree principali (apertura dei mercati, disciplina degli scambi, aree precedentemente non soggette al GATT, assetto istituzionale), è dovuto principalmente ai contrasti sulla questione dell'agricoltura; il fallimento su questo punto ha precluso la ricerca di un accordo anche nei restanti settori. I negoziati sono stati aggiornati al 1991, nella convinzione che con la ripresa delle consultazioni si possa determinare una convergenza di posizioni. Benché non sia stato fissato un nuovo termine per la chiusura del Round, la scadenza del mandato conferito dal Congresso al rappresentante degli Stati Uniti, fissata al 1° marzo 1991, rappresenta un limite temporale, pur non improbabile, del quale si dovrà tener conto nel prosieguo delle trattative.

L'Uruguay Round costituisce un'importante occasione per contrastare le tendenze protezionistiche nel commercio mondiale, riaffermare i principi del multilateralismo, della non discriminazione e della liberalizzazione degli scambi, rafforzare le prospettive di crescita, segnatamente per i paesi in via di sviluppo. L'importanza di una sua positiva conclusione è stata confermata dalla dichiarazione contenuta nel comunicato del Gruppo dei Sette del 21 gennaio scorso. Tuttavia, l'ampiezza delle questioni in discussione e la partecipazione di un numero elevato di paesi accentuano la complessità delle trattative, a cui viene richiesto un difficile compromesso tra le molteplicità di interessi, spesso contrastanti, in giuoco.

L'agricoltura, pur rappresentando solo l'11 per cento del commercio mondiale e circa il 2 per cento del prodotto nei paesi industriali, è motivo di forti contrasti sul modo in cui realizzare la liberalizzazione di questo settore. Le posizioni opposte sono quelle degli Stati Uniti e della CEE. Gli Stati Uniti, appoggiati dai 14 paesi esportatori di prodotti agricoli del Gruppo Cairns, propongono di ridurre del 90 per cento i sussidi all'esportazione di prodotti agricoli e del 75 per cento le sovvenzioni al reddito dei produttori, in un intervallo di dieci anni a partire dai livelli del 1990. La CEE ha inizialmente offerto di ridurre i sussidi ai produttori del 30 per cento rispetto ai livelli del 1986. La proposta Comunitaria è stata giudicata inadeguata dal primo gruppo di paesi, anche in considerazione del fatto che dal 1986 a oggi la CEE ha già tagliato i sussidi al settore agricolo in proporzioni che variano fra il 10 e il 15 per cento. La Comunità sta pertanto cercando di formulare una proposta più impegnativa. Essa potrebbe prevedere lo spostamento in avanti dell'anno di riferimento (dal 1986 originariamente proposto al 1990) per l'effettua-

zione, entro un quinquennio, dei tagli concordati; l'impegno a ridurre le sovvenzioni alle esportazioni e ad accrescere la quota delle importazioni almeno al 3 per cento dei consumi; il passaggio graduale da un sistema di prelievi variabili a uno di tariffe fisse. Queste proposte, nella visione della Comunità, dipendono dal raggiungimento di un accordo che garantisca concessioni importanti da parte dei paesi negozianti in altri comparti, segnatamente quello dei servizi.

Difficoltà si registrano anche nel settore tessile. L'accordo per ricondurre gli scambi dei prodotti tessili sotto la normativa GATT, dopo un periodo di transizione successivo alla scadenza dell'ultima versione dell'accordo Multifibre (negoziato nel luglio 1986 con validità quinquennale), registra contrasti circa la rapidità di attuazione e le salvaguardie. Risultati modesti sono attesi dai negoziati sulle barriere non tariffarie, principale manifestazione dell'intensificarsi del protezionismo negli scambi mondiali. In materia di regole antidumping, di ostacoli tecnici al commercio e di clausole di salvaguardia, il negoziato ha dato luogo ad alcune proposte di accordo che appaiono però incapaci di arrestare la proliferazione di queste misure, con connessi effetti distortivi sul commercio e sulla concorrenza internazionale.

Tra gli aspetti per la prima volta oggetto di discussione, il più rilevante è certamente quello dei servizi. L'interscambio mondiale in quest'area ha rappresentato nel 1989 circa un quinto del valore totale del commercio (3500 miliardi di dollari, pari al 18 per cento del PIL mondiale). Obiettivo del negoziato è la predisposizione di un codice di disciplina internazionale, ispirato ai principi del multilateralismo, della trasparenza, dell'apertura dei mercati. Nella bozza d'intesa in materia (GATS: Generalized Agreement on Trade in Services) dovrebbero essere incluse apposite appendici per fissare condizioni particolari per alcuni servizi, come quelli finanziari, i trasporti e le telecomunicazioni, per i quali appare opportuno elaborare una disciplina separata. Sulla liberalizzazione dei servizi si è raggiunto un accordo di massima. Vi hanno aderito anche i paesi in via di sviluppo, all'inizio contrari a concessioni considerate potenzialmente pericolose in quanto avrebbero consentito accesso illimitato, e quindi peso dominante, ai paesi industriali, tradizionalmente esportatori netti di servizi, in particolare di quelli con più elevata contenuto tecnologico e di maggior rilevanza strategica.

Sul terreno istituzionale sono stati raggiunti accordi di massima per migliorare il funzionamento del sistema del GATT, rendendo più trasparenti le decisioni e più efficace il regolamento delle controversie. Sono inoltre state avanzate alcune proposte di riforma istituzionale, in particolare quella della CEE, volta a trasformare il GATT dall'attuale configurazione di accordo in un organismo internazionale permanente alla stregua di altri, quale il FMI, in grado di promuovere l'esercizio di sorveglianza e di coordinamento fra le politiche macroeconomiche e quelle commerciali.

cento) anche in Cecoslovacchia, dove nel 1990 le autorità hanno rivolto il proprio impegno alla creazione dei presupposti legislativi e istituzionali per la riforma del sistema economico e al contenimento degli squilibri macroeconomici. All'inizio dell'anno in corso è stato avviato nel paese, con il sostegno del FMI, un programma di veloce liberalizzazione dei prezzi e di introduzione della convertibilità interna della moneta, sul modello di quello polacco. Esso prevede anche una rapida privatizzazione delle imprese statali.

In Bulgaria e in Romania l'ampliarsi degli squilibri macroeconomici minaccia di innescare una forte dinamica inflazionistica. In entrambi i paesi si è registrata nel 1990 una caduta del reddito nazionale di circa il 10 per cento.

Nell'Unione Sovietica, secondo stime ufficiali, i prezzi al dettaglio sarebbero aumentati del 5 per cento nel 1990 e il prodotto lordo sarebbe sceso del 2 per cento. Si è acuita la scarsità dei beni di consumo, principalmente per la disorganizzazione sempre più grave del commercio interno e della distribuzione e per l'accumulo di scorte speculative. Nel perdurare del controllo statale sul sistema dei prezzi, le aspettative inflazionistiche sono alimentate dall'eccesso di circolazione monetaria e dalla penuria di beni acquistabili, mentre hanno finora avuto scarso successo i tentativi di contenere l'elevato disavanzo statale. Recentemente le autorità hanno drenato una parte dei saldi monetari dell'economia, con possibilità limitata di conversione, dichiarando fuori corso le banconote di taglio più elevato. Il provvedimento, tuttavia, appare quantitativamente inadeguato a eliminare l'eccesso di liquidità e a stabilizzare il mercato dei beni di consumo.

Nel 1990 si è intensificato l'impegno delle istituzioni multilaterali per sostenere i programmi di stabilizzazione e di riforma strutturale nei paesi dell'Est. Sul totale di un miliardo e mezzo di dollari di finan-

ziamenti approvati dall'inizio dell'anno, il FMI ha erogato 1,1 miliardi alla Jugoslavia, alla Polonia e all'Ungheria; la Banca mondiale ha erogato in favore di questi paesi crediti complessivi per 0,6 miliardi. All'inizio dell'anno in corso il FMI ha approvato finanziamenti in favore della Cecoslovacchia per un totale di 1,8 miliardi di dollari; di questi, circa la metà verrebbero forniti mediante lo sportello CCFF e dovrebbero coprire i costi aggiuntivi derivanti dal rincaro del petrolio. A partire dalla metà del 1989 i 24 paesi industriali membri dell'OCSE e la Comunità Europea, quest'ultima attingendo risorse dal proprio bilancio, hanno assunto impegni di assistenza finanziaria in favore dei paesi dell'Europa centrale e orientale (esclusa l'Unione Sovietica) per un ammontare complessivo di 22,9 miliardi di ecu. Esso comprende prestiti bilaterali o multilaterali (9,1 miliardi), doni (5,7 miliardi) e le quote di partecipazione per la costituzione della BERS. Oltre il 65 per cento di tale assistenza finanziaria proviene dalla Comunità Europea e dai suoi paesi membri. La quota maggiore (il 20 per cento del totale) è quella della Germania. Elevata è anche la quota tedesca sul totale degli impegni di assistenza finanziaria bilaterale assunti dai paesi della Comunità in favore dell'Unione Sovietica, pari in totale a 17,5 miliardi di ecu. La Comunità ha inoltre deciso l'erogazione all'Unione Sovietica di 1,1 miliardi di ecu per aiuti alimentari e medici, garanzie sui crediti per le esportazioni agricole e assistenza tecnica.

Nel medio termine, le prospettive di crescita dei paesi dell'Europa centrale e orientale e, più in generale, quelle dei paesi in via di sviluppo e delle stesse nazioni industriali dipendono crucialmente dalla crescita del commercio internazionale, sostenuta da un processo di crescente liberalizzazione. Risulta molto preoccupante, da questo punto di vista, la recente sospensione dei negoziati dell'*Uruguay Round* (si veda il riquadro).

La congiuntura e la bilancia dei pagamenti in Italia

Nel 1990 la crescita dell'economia italiana è proseguita, ma con un sensibile rallentamento rispetto ai ritmi dell'ultimo triennio. Il tasso annuo di espansione del prodotto interno lordo è passato dal 3,2 per cento del 1989 al 2 per cento circa, un dato che colloca l'Italia in posizione mediana fra i principali paesi industriali.

Il rallentamento si era manifestato già nella prima metà dell'anno: per l'attenuarsi della domanda mondiale, per l'esaurirsi del ciclo dei beni di consumo durevoli e per la ridefinizione dei programmi di investimento delle imprese. Il sopraggiungere, in agosto, della crisi del Golfo Persico ha accentuato gli atteggiamenti prudentziali, di rinvio delle decisioni di spesa.

La dinamica delle quantità esportate, ancora sostenuta nella prima parte dell'anno, si è smorzata nel secondo semestre, quando si è manifestato più nettamente il rallentamento della domanda mondiale. Anche il tasso di incremento delle importazioni in quantità ha segnato una flessione, riflettendo la decelerazione della domanda globale; gli acquisti dall'estero sono stati peraltro sostenuti dalle perdite di competitività dei produttori nazionali sul mercato interno. Grazie al miglioramento della ragione di scambio, la bilancia commerciale si è chiusa nel 1990, secondo i dati *fob-fob*, in sostanziale pareggio, con un miglioramento di 3.000 miliardi rispetto al 1989.

Il rallentamento della domanda si è ripercosso soprattutto sull'attività dell'industria, in media d'anno rimasta pressoché costante rispetto al 1989. Nel corso dell'anno il profilo dell'indice della produzione industriale è risultato calante, con una diminuzione di un punto percentuale tra il primo e il secondo semestre. Le informazioni disponibili sull'occupazione indicano invece che il comparto dei servizi vendibili (che rappresenta il 50 per cento del prodotto interno lordo contro il 24 dell'industria di trasformazione)

non è stato interessato dal rallentamento dell'attività produttiva.

Nella media dell'anno, l'aumento dell'occupazione complessiva ha superato di molto quello delle forze di lavoro, determinando, dopo tre anni di stazionarietà, un'apprezzabile riduzione del tasso di disoccupazione, dal 12 all'11 per cento (tav. 5). Nella seconda parte dell'anno, il deterioramento del ciclo ha interrotto l'aumento dell'occupazione nell'industria e rallentato la crescita del totale degli occupati.

Tav. 5

Tasso di disoccupazione e tasso di attività per area geografica (dati grezzi, in percentuale)

PERIODO	Nord	Centro	Sud	Italia
<i>Tasso di disoccupazione</i>				
1988	6,9	9,9	20,6	12,0
1989	6,0	10,6	21,1	12,0
1990	5,1	9,8	19,7	11,0
1990 - gennaio	5,5	10,8	20,1	11,5
1990 - ottobre	5,3	9,5	19,7	10,9
<i>Tasso di attività (1)</i>				
1988	44,9	43,2	38,5	42,3
1989	44,5	42,9	38,5	42,0
1990	44,4	43,0	38,6	42,0
1990 - gennaio	44,1	43,1	38,6	41,9
1990 - ottobre	44,7	42,8	38,7	42,1

Fonte: Istat, rilevazione sulle forze di lavoro.
(1) Rapporto tra forze di lavoro e popolazione.

L'inflazione al consumo nella media del 1990 ha ancora superato il 6 per cento. Ciò è avvenuto nonostante i favorevoli impulsi derivanti dalla diminuzione dei prezzi degli *inputs* importati, rafforzata da un apprezzamento del tasso di cambio effettivo della lira dell'1,4 per cento, sempre in media d'anno. Nel secondo semestre, in seguito al rincaro temporaneo del-

l'energia e a un ampliamento dei margini commerciali, l'inflazione ha invertito la tendenza calante dei primi sei mesi, superando a novembre (6,8 per cento) il livello dell'inizio dell'anno (6,6).

Domanda interna e attività industriale

Nella seconda parte del 1990 è proseguito il rallentamento della domanda privata interna emerso nei primi trimestri. Esso ha riguardato, oltre agli investimenti, i consumi; tra questi ultimi, principalmente la spesa per l'acquisto di beni durevoli.

L'incertezza sull'evoluzione del ciclo, anche internazionale, diffusasi dagli inizi del 1990, ha inciso sugli investimenti programmati dalle imprese per l'anno, inducendo a un atteggiamento d'attesa. Ciò si è riflesso in una rilevante diminuzione del tasso di crescita degli investimenti fissi lordi a prezzi costanti: secondo stime dell'Isco, questo si è portato al 2,4 per cento, dal 5,1 del 1989. Il rallentamento nell'accumulazione di capitale ha riguardato in modo particolare gli acquisti di mezzi di trasporto, stazionari nei primi tre trimestri rispetto al corrispondente periodo del 1989. Pronunciata è stata anche la decelerazione degli investimenti in costruzioni e opere pubbliche: il tasso di incremento sull'anno precedente, pari al 4,4 per cento nel primo trimestre, è divenuto negativo nel quarto; su tale andamento ha presumibilmente influito l'esaurirsi dell'attività di costruzione connessa con i campionati mondiali di calcio.

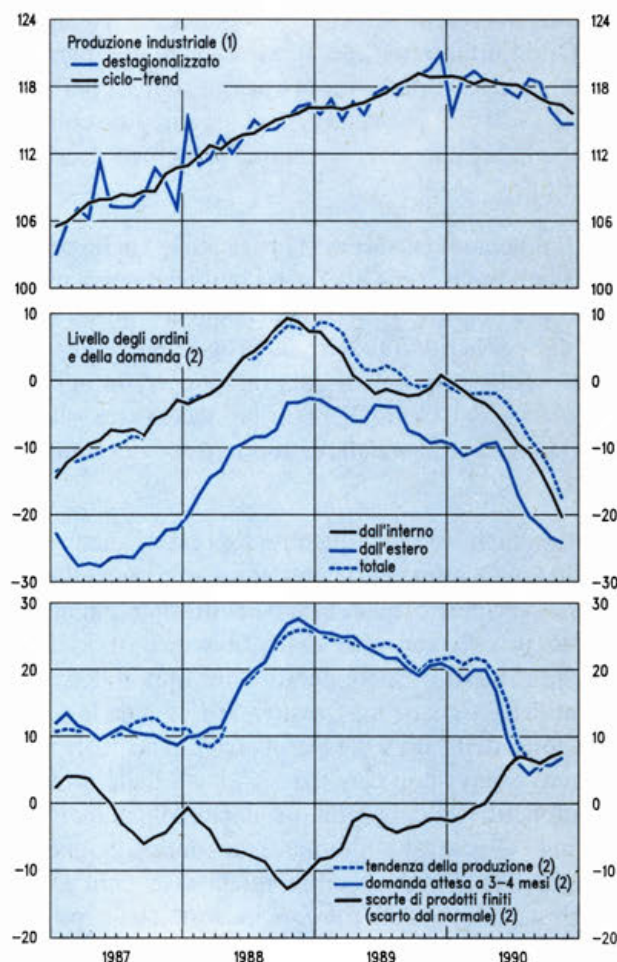
Il deterioramento delle aspettative di reddito, il rallentamento nel potere d'acquisto conseguente all'accelerazione dei prezzi registrata nella seconda metà dell'anno, il sostanziale completamento della fase di adeguamento dello *stock* di beni durevoli al livello desiderato si sono riflessi sulle decisioni di spesa dei consumatori. Nel terzo trimestre, per la prima volta dalla metà del 1985, il tasso di crescita dei consumi privati sullo stesso periodo dell'anno precedente, è sceso al di sotto del 3 per cento.

L'evoluzione dei consumi totali ha riflesso soprattutto nella seconda parte dell'anno l'andamento della spesa per l'acquisto di beni durevoli. I dati sulle consegne di autovetture nel secondo semestre mostrano un calo del 3,5 per cento rispetto al periodo cor-

rispondente del 1989; nell'anno, la riduzione è stata di quasi un punto percentuale, contro un incremento dell'8,1 per cento nel 1989. La spesa per beni non durevoli e servizi è invece cresciuta, nella media dei primi nove mesi, del 2,7 per cento (2,9 nel 1989).

Fig. 9

Produzione, domanda e scorte nell'industria



Fonte: Elaborazioni su dati Istat, Isco-ME.

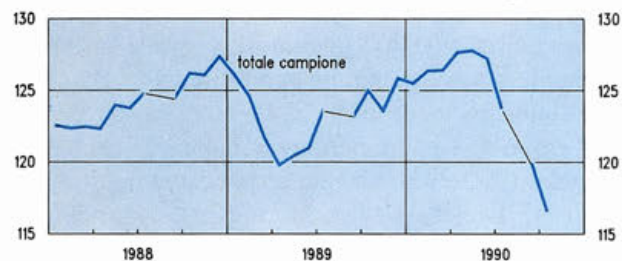
(1) Indice (1985 = 100); dati rettificati, riproporzionati e destagionalizzati. Il ciclo trend è ottenuto con medie mobili centrate di 5 termini. - (2) Medie mobili centrate di 3 termini dei saldi fra le risposte positive ("alto", "in aumento", ecc.) e negative ("basso", "in diminuzione", ecc.) fornite dagli operatori economici intervistati in occasione delle indagini congiunturali Isco-ME. Dati destagionalizzati ad eccezione delle scorte di prodotti finiti.

Le inchieste congiunturali Isco-ME, concentrate presso le imprese del settore industriale, confermano il rallentamento della domanda corrente e attesa dal mese di maggio (fig. 9); le scorte di prodotti finiti delle imprese industriali vengono giudicate al di sopra del normale da una quota crescente di operatori dal se-

condo trimestre dell'anno. Dagli indicatori mensili elaborati dall'Isco sullo stato di fiducia e sulle prospettive economiche delle famiglie si desume un netto peggioramento nella seconda metà dell'anno, in connessione con l'esplosione della crisi del Golfo Persico (figg. 10 e 11).

Fig. 10

Indicatore del clima di fiducia delle famiglie (1)



Fonte: Elaborazioni su dati Isco.

(1) Medie mobili centrate di tre termini. Nel mese di agosto la rilevazione non viene effettuata.

L'attività industriale si è rivelata particolarmente reattiva al rallentamento della domanda. L'indice di produzione media giornaliera, che consente di fare raffronti nel tempo a parità di giornate lavorative, ha registrato nel 1990 una flessione dello 0,8 per cento rispetto al 1989. Al calo di quasi il 2 per cento del primo trimestre, rispetto al quarto trimestre del 1989, è seguita una stasi nel secondo e nel terzo e una caduta nel quarto del 2,6 per cento.

Fig. 11

Situazione economica delle famiglie e convenienza dell'acquisto di beni durevoli (1)



Fonte: Elaborazioni su dati Isco.

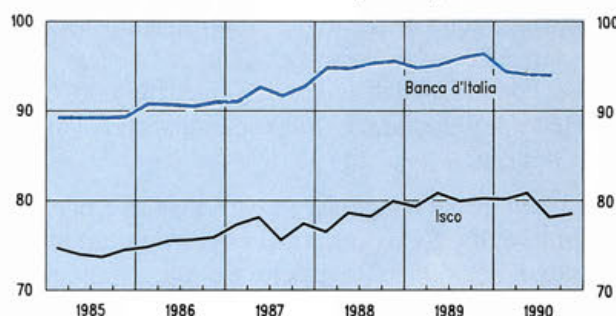
(1) Medie mobili centrate di tre termini dei saldi fra risposte positive ("favorevole") e negative ("sfavorevole") fornite dalle famiglie intervistate in occasione delle indagini mensili dell'Isco. Nel mese di agosto la rilevazione non viene effettuata.

L'attenuarsi delle spinte dal lato della domanda ha ridotto l'utilizzo della capacità produttiva, che aveva raggiunto un massimo alla fine del 1989. Nel corso dell'anno il grado di utilizzo degli impianti è sceso

(fig. 12), pur rimanendo su valori elevati, sia secondo l'indice Wharton sia secondo l'indicatore qualitativo derivato dalle inchieste congiunturali dell'Isco. Meno sensibile è risultato il rallentamento della domanda nel settore dei servizi, come testimonia la crescita ininterrotta dell'occupazione in questo comparto.

Fig. 12

Grado di utilizzo della capacità produttiva



Fonte: Isco ed elaborazioni su dati Istat.

Occupazione e mercato del lavoro

Sulla base delle indagini sulle forze di lavoro, nella media del 1990 il numero degli occupati è aumentato di 300.000 unità, con un incremento percentuale dell'1,4 per cento, il più sostenuto dal 1980. Il risultato scaturisce da tre distinte dinamiche, che riflettono l'evoluzione ciclica dei relativi settori: una crescita dell'occupazione nel terziario (2,1 per cento) superiore a quella media degli ultimi anni; una notevole ripresa dell'occupazione nell'edilizia (3,2 per cento), dopo otto anni consecutivi di declino; un lieve aumento del numero di addetti all'industria in senso stretto.

La crescita del numero degli occupati rilevata nella media dell'anno si è interamente determinata nella seconda metà del 1989 e nei primi mesi del 1990. Nel corso dell'anno, il profilo dell'occupazione ha seguito quello ciclico dell'economia: tra il primo e il terzo trimestre, secondo i dati destagionalizzati, l'occupazione complessiva è rimasta costante.

Nel secondo semestre, l'arresto della crescita dell'occupazione è risultato, oltre che dal riaccendersi della tendenza alla contrazione del numero degli addetti all'agricoltura e da una stabilizzazione degli occupati nell'edilizia (connessa con il rallentamento degli investimenti nel settore), da una flessione delle forze di

lavoro impiegate nell'industria in senso stretto. Si è così interrotta l'espansione dell'occupazione industriale iniziata nel 1988. Ciò è confermato sia dall'accentuarsi, nel secondo semestre, del moto discendente dell'occupazione nelle imprese con più di 500 addetti, sia dal fatto che il ricorso alla Cassa integrazione guadagni, per la parte relativa agli interventi ordinari, ha smesso di flettere. Nel terzo trimestre, dopo tre trimestri consecutivi in cui il livello d'intervento era rimasto al di sotto di quello registrato un anno prima, il numero di occupati "equivalenti" in Cassa integrazione nel complesso dell'industria (circa 185.000) è aumentato di 9.000 unità, 8.000 dei quali provenienti dall'edilizia.

Il settore dei servizi si è mosso in controtendenza. Nel mese di ottobre, infatti, si è registrato un incremento di 288.000 unità rispetto a ottobre 1989, attribuibile in parte alla Pubblica amministrazione.

L'arresto della crescita dell'occupazione nella seconda parte dell'anno, in presenza di un'offerta di lavoro pressoché stazionaria, ha stabilizzato il tasso di disoccupazione attorno al livello raggiunto nel primo semestre. Il tasso di disoccupazione corretto per la Cassa integrazione guadagni, già in calo dal 1988, si è portato al di sotto del livello del 1984.

I dati per area territoriale segnalano nel Mezzogiorno una rilevante crescita dell'occupazione (2,1 per cento), risultante da andamenti particolarmente positivi nell'agricoltura e nell'edilizia. Il divario tra aree, misurato dalla differenza fra i rispettivi tassi di disoccupazione, è rimasto tuttavia immutato.

Durante l'anno si è svolta un'intensa attività negoziale fra le parti sociali per il rinnovo di numerosi contratti di lavoro. Nel primo semestre, ne erano già stati rinnovati diversi, relativi sia al settore pubblico (sanità, aziende autonome, enti locali, Università e ferrovie), sia a quello privato (credito, turismo, carta e chimica); in dicembre, sono stati raggiunti altri due importanti accordi, nel comparto metalmeccanico e nel commercio.

L'intesa per i metalmeccanici, che interessa circa 1.500.000 lavoratori, prevede un incremento retributivo medio, alla fine dei 3 anni e mezzo di vigenza del contratto, di 250.000 lire mensili, pari a circa il 12,3 per cento della retribuzione media lorda del 1989. Gli aumenti pattuiti sono concentrati per quasi la metà nel

1991. Per coprire il passato anno di vacanza contrattuale è stato stabilito un ammontare *una tantum* di 840.000 lire. Inoltre, è stato concordato di giungere, a regime, a una riduzione dell'orario annuo di lavoro di 16 ore. I tempi di vigenza dell'accordo sono stati però prolungati di ulteriori tre mesi (da marzo a giugno del 1994) ed è stato stabilito il blocco della contrattazione aziendale fino al maggio del 1992.

Il contratto nel comparto del commercio, che interessa circa 900.000 lavoratori, prevede un incremento retributivo a regime pari a circa il 17 per cento dei compensi medi lordi del 1989, di cui circa il 40 per cento da erogare nell'anno in corso, il 35 nel luglio del 1992 e il rimanente 25 per cento nell'ottobre del 1993. È anche prevista la corresponsione nel 1991 di un ammontare *una tantum* di 750.000 lire.

Nel settore industriale rimangono da rinnovare i contratti di lavoro venuti a scadenza tra agosto e dicembre in più di un comparto: edilizia, tessile, alimentare, legno, elettricità. Includendo i braccianti, il cui contratto è già scaduto da un anno, nei prossimi mesi saranno interessati ai rinnovi circa 4 milioni di lavoratori.

Inflazione, costi e produttività

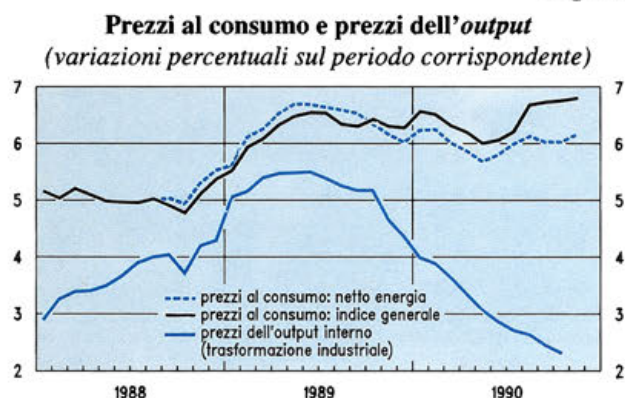
L'inflazione media nel 1990, misurata dall'indice generale dei prezzi al consumo, è stata del 6,5 per cento, contro il 6,3 del 1989.

Fino a metà anno era proseguita la tendenza al riassorbimento dell'accelerazione dei prezzi che si era avviata nel corso del 1989: a gennaio il tasso sui dodici mesi era del 6,6 per cento, a maggio scendeva al 6. L'apprezzamento del cambio, rafforzando gli effetti antinflazionistici della diminuzione dei prezzi delle materie prime sui mercati internazionali, aveva contrastato gli impulsi provenienti dall'accelerazione dei costi interni, in atto già nel 1989.

Il processo di lenta discesa dell'inflazione si è invertito a giugno. Il sopraggiungere della crisi del Golfo Persico e il pronto adeguamento del prezzo dei derivati petroliferi a quello del greggio hanno fatto sì che l'incremento di quest'ultimo si riflettesse, fin da agosto, sui prezzi al consumo, riportandone il tasso di crescita al 6,7 per cento.

Prima ancora che dal rincaro dell'energia, l'inflazione è stata alimentata dalla persistenza di spinte di origine interna. L'inversione della tendenza discendente del tasso di crescita dei prezzi al consumo è avvenuta prima dell'estate, quando ancora il prezzo del petrolio scendeva. Calcolato al netto degli effetti diretti delle variazioni dei prezzi energetici, il tasso di crescita sui dodici mesi riflette l'andamento dell'indice generale fino ad agosto; successivamente, rimane stabile intorno al 6 per cento (fig. 13).

Fig. 13



L'analisi dei capitoli di spesa che compongono l'indice generale dei prezzi al consumo, con particolare riferimento ai prezzi non soggetti a controllo pubblico, rivela che la ripresa dell'inflazione ha riguardato sia i beni sia i servizi. I prezzi dei servizi, confermando l'esperienza degli ultimi anni, hanno continuato a crescere più dei prezzi dei beni, a un tasso superiore all'8 per cento, circa un punto e mezzo in eccesso rispetto all'indice medio. L'indice dell'inflazione al netto delle imposte indirette e del prezzo dei tabacchi mostra che la fiscalità, sebbene abbia contribuito a elevare il tasso medio di inflazione, non ha influito sull'inversione di tendenza di metà anno (fig. 14).

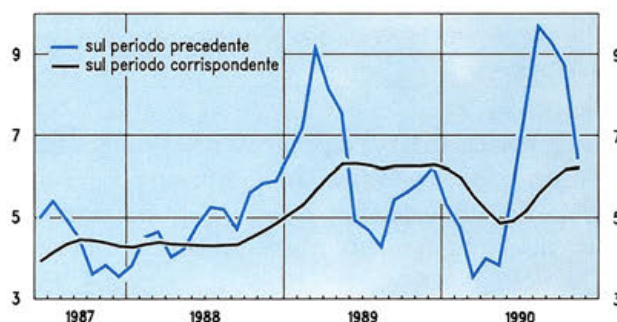
La contrapposizione tra il profilo discendente del tasso di variazione dei prezzi dei prodotti industriali nel corso dell'anno e quello ascendente dei prezzi al consumo dei beni non alimentari e non energetici suggerisce che parte degli impulsi inflazionistici possono essere derivati da un ampliamento dei margini dell'intermediazione commerciale.

Il rincaro del greggio nel secondo semestre, sebbene parzialmente compensato dal concomitante ap-

prezzamento della lira nei confronti del dollaro, ha riacuito le spinte sui costi. Nel settore della trasformazione industriale, in particolare, dopo la netta decelerazione dei prezzi degli *inputs* nella prima parte dell'anno, dovuta principalmente alla diminuzione di quelli degli *inputs* di provenienza estera, la tendenza si è rovesciata. Rispetto ai corrispondenti periodi del 1989, il tasso di variazione degli *inputs* totali è passato dal 3,5 per cento del primo semestre al 4,5 per cento circa nel secondo, riflettendo soprattutto la ripresa della componente energetica (tav. 6). Su quest'ultima ha inciso anche il progressivo aumento della quota fiscale. I prezzi degli *inputs* di diretta provenienza estera (prevalentemente materie prime non energetiche e beni intermedi) hanno confermato nel secondo semestre la flessione registrata nella prima parte dell'anno.

Fig. 14

Costo della vita: indice al netto delle imposte e dei prezzi dei tabacchi (1)
(variazioni percentuali)



(1) Variazioni calcolate su medie mobili di tre termini dei livelli degli indici mensili destagionalizzati. Le variazioni sul periodo precedente sono annualizzate.

Nell'industria, alla stasi della produzione ha corrisposto un ulteriore calo del tasso di sviluppo medio annuo della produttività. Rispetto al 2,6 per cento del 1989, nel 1990 l'aumento del valore aggiunto per addetto non dovrebbe aver superato l'1 per cento. La decelerazione della produttività è interamente imputabile all'andamento del ciclo. Esso ha colto le imprese industriali – dopo un lungo periodo di razionalizzazione, prima, e di ampliamento, poi, dell'apparato produttivo – in una fase in cui adeguavano l'occupazione ai più elevati livelli dello *stock* di capitale. La crescita del costo del lavoro per unità di prodotto è stimabile nel 7 per cento circa nell'industria di trasformazione; una dinamica leggermente più accentuata si riscontrerebbe nel complesso del settore privato.

Tav. 6

Costi unitari variabili e prezzi finali nella trasformazione industriale
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

VOCI	1989			1990		
	Anno	I sem.	II sem.	Anno (1)	I sem.	II sem. (1)
Prezzi degli inputs (2)	6,4	7,3	5,6	3,9	3,5	4,5
Interni (3)	6,0	5,4	6,6	8,8	8,3	9,4
di cui: <i>energia</i>	9,3	7,0	11,4	15,6	14,6	16,6
<i>servizi</i>	6,2	5,6	6,8	8,5	8,1	8,9
<i>beni agricoli</i>	3,5	3,8	3,3	5,8	4,8	6,9
Esteri	7,3	11,0	3,7	-4,7	-4,7	-4,8
di cui: <i>energia</i>	20,2	17,2	23,2	7,4	-3,7	18,1
<i>materie industriali</i>	12,0	21,3	3,6	-12,5	-12,8	-12,1
<i>semilavorati</i>	6,0	8,7	3,4	-2,4	-1,8	-3,0
Costo del lavoro per unità di prodotto	7,7	6,8	8,6	7,0	....	....
Costi unitari variabili	7,1	7,0	7,1	5,5	4,8	6,3
Prezzo dell'output	5,6	6,3	4,9	2,7	3,1	2,4
Interno (3)	5,2	5,4	5,0	3,0	3,5	2,5

(1) Dati parzialmente stimati. - (2) Il peso degli inputs di origine interna rispetto al totale degli inputs è pari al 60,5 per cento; l'incidenza di questi ultimi rispetto al totale dei costi unitari variabili di produzione è del 48,9 per cento. - (3) Ponderazione al netto delle transazioni intrasettoriali; nel caso del prezzo dell'output, il peso della componente interna sul totale è pari al 71,9 per cento.

Le retribuzioni per dipendente nella Pubblica amministrazione sono cresciute a un tasso eccezionalmente elevato, valutabile intorno al 14 per cento, di oltre cinque punti superiore a quello delle retribuzioni del settore privato.

Il rallentamento della domanda e l'apprezzamento del cambio della lira hanno limitato la capacità delle imprese di trasferire sui prezzi l'accelerazione subita dai costi unitari variabili nel corso dell'anno. Il tasso di crescita sui dodici mesi del prezzo dell'output si è ridotto di circa mezzo punto percentuale tra il primo e il secondo semestre. Il divario tra le dinamiche dei prezzi degli inputs e del prodotto si è quindi riflesso in una contrazione dei margini di profitto, dopo quella, pur lieve, registrata nel 1989.

La rapida accelerazione dei prezzi anche nei paesi aderenti agli Accordi europei di cambio ha dato luogo a una modesta riduzione del differenziale di inflazione dell'Italia nella media dell'anno, dall'1,6 per cento del 1989 all'1,4 (tav. 7). Rispetto al gruppo di paesi la cui valuta è nella banda stretta dello SME il differenziale è invece leggermente aumentato, da 3,3 a 3,5

punti. Nel corso dell'ultimo trimestre, in particolare, il differenziale con la Francia è aumentato di mezzo punto (da 2,9 a 3,4), quello con la Germania di tre decimi (da 3,7 a 4,0).

Tav. 7

Differenziali di inflazione fra l'Italia e i paesi aderenti agli Accordi europei di cambio (AEC) dello SME
(prezzi al consumo; variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

PERIODO	Media Paesi AEC (1)	Media Paesi con valuta nella banda stretta di fluttuazione (2)
1988	2,1	3,2
1989	1,6	3,3
1990	1,4	3,5
1990 - I trim.	1,8	3,4
II trim.	1,2	3,4
III trim.	1,3	3,5
IV trim. (3) ...	1,5	3,5

Fonte: Elaborazioni su dati OCSE e Istat.

(1) Belgio, Danimarca, Francia, Germania federale, Irlanda, Paesi Bassi, Regno Unito e Spagna. - (2) I paesi della nota (1) ad eccezione del Regno Unito e della Spagna. - (3) Dati parzialmente stimati per novembre e dicembre.

La bilancia dei pagamenti di parte corrente

Nel secondo semestre del 1990, le partite correnti della bilancia dei pagamenti economica si sono chiuse, in base a dati provvisori e parzialmente stimati, con un disavanzo di quasi 4.000 miliardi di lire, oltre 2.000 in più rispetto allo stesso periodo del 1989 (tav. 8). L'ampliamento del deficit è interamente da attribuire alle partite invisibili, a fronte di una stazionarietà del saldo mercantile valutato *fob-fob*. Nella prima parte dell'anno allo spiccato deterioramento del saldo delle partite invisibili si era invece contrapposta una cospicua riduzione del disavanzo commerciale rispetto allo stesso periodo del 1989.

Nel secondo semestre del 1990, il deficit commerciale *cif-fob* è rimasto pressoché invariato rispet-

to al semestre corrispondente del 1989 (circa 3.000 miliardi). La tendenza al miglioramento emersa nei primi sei mesi è stata arrestata dall'impennata del prezzo del petrolio e dall'accentuazione del divario fra le dinamiche dei volumi importati ed esportati. Non ne è stato pregiudicato il risultato annuo, che ha registrato un disavanzo inferiore di 3.000 miliardi a quello del 1989.

Il tasso di crescita sull'anno precedente delle esportazioni in quantità è passato nel secondo semestre all'1,5 per cento circa, dal 5,6 per cento dei primi sei mesi (tav. 9); la decelerazione è da imputare sia al rallentamento della domanda mondiale sia agli effetti ritardati delle perdite di competitività (il tasso di cambio effettivo reale della lira si era apprezzato del 5,9 per cento nella prima parte dell'anno rispetto al perio-

Tav. 8

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

VOCI	1989			1990 (1)		
	I sem.	II sem.	Anno	I sem.	II sem.	Anno
Merci (<i>fob-fob</i>)	-6.870	4.158	-2.712	-3.700	4.200	500
.....						
Per memoria:						
Merci (<i>cif-fob</i>)	-14.293	-2.783	-17.076	-11.273	-2.830	-14.103
.....						
Partite invisibili	-5.756	-5.984	-11.740	-10.900	-8.100	-19.000
Viaggi all'estero	3.077	4.074	7.151	2.800	3.900	6.700
Redditi da capitale	-5.471	-5.895	-11.366	-7.500	-8.300	-15.800
Altri servizi, redditi e trasferimenti ...	-3.362	-4.163	-7.525	-6.200	-3.700	-9.900
Totale ...	-12.626	-1.826	-14.452	-14.600	-3.900	-18.500

Fonte: per l'interscambio commerciale *cif-fob*, Istat.

(1) Dati provvisori e parzialmente stimati, con esclusione delle merci (*cif-fob*).

do corrispondente del 1989; fig. 15). Nella media annua, l'incremento dei volumi esportati non supererebbe il 3,5 per cento, due punti in meno della domanda mondiale, nonostante il forte stimolo scaturito dall'accelerazione dell'economia tedesca. La crescita delle nostre esportazioni in valore su quel mercato è stata del 17 per cento nei primi undici mesi dell'anno, contro un aumento dell'8 per cento delle esportazioni verso l'insieme dei paesi della CEE. Le vendite in Germania hanno così rappresentato il 19 per cento del totale delle nostre esportazioni (tav. 10).

Tav. 9

**Interscambio commerciale (cif-fob):
valori, prezzi, quantità**
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

VOCI	1989	1990		
		I sem.	II sem.	Anno
		(1)	(1)	(1)
Esportazioni:				
Valore	15,9	7,6	3,7	5,6
Valore medio unitario ..	6,3	1,9	2,2	2,1
Quantità	9,0	5,6	1,5	3,5
Importazioni:				
Valore	16,6	3,8	3,5	3,7
Valore medio unitario ..	7,6	-2,0	1,4	-0,3
Quantità	8,3	5,9	2,1	4,1
Differenziale di crescita esp.-imp. in quantità ..	0,5	-0,3	-0,6	-0,6
Ragione di scambio	-1,2	4,0	0,8	2,4
Domanda mondiale (2) ..	7,0	5,7	5,3	5,5
Tasso di cambio effettivo reale (3)	2,4	5,9	3,1	4,5

Fonti: FMI, Istat.

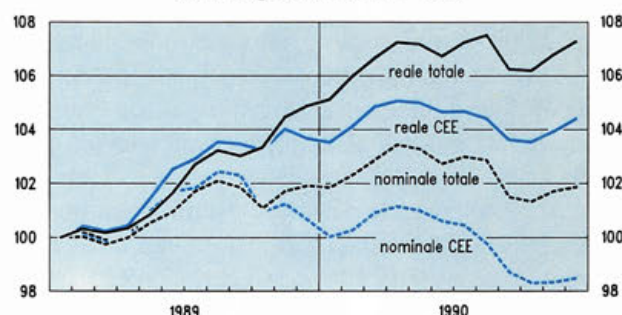
(1) Dati parzialmente stimati. - (2) Esportazioni dei paesi industriali in quantità.
- (3) Calcolato in base ai prezzi dei manufatti; il segno (-) indica miglioramento della competitività.

Nell'intero anno, gli scambi correnti con l'estero hanno registrato un disavanzo di circa 18.500 miliardi (pari all'1,5 per cento del PIL), 4.000 più che nel 1989. Il miglioramento del saldo mercantile (tornato dopo tre anni in sia pur lieve attivo) ha compensato per meno di metà l'aumento del deficit nelle partite invisibili, lievitato da 11.700 a 19.000 miliardi. Il saldo di quest'ultime è divenuto negativo dal 1986 e registra disavanzi ampi e crescenti. Ciò riflette la continua erosione del *surplus* turistico, nonché l'aumentata incidenza del deficit dei redditi di capitale. Quest'ultima si configura al contempo come causa ed effetto dell'e-

spansione del debito estero netto (già pari a 94.000 miliardi alla fine del 1989) conseguente ai persistenti disavanzi correnti dell'ultimo decennio.

Fig. 15

Cambi effettivi della lira (1)
(indici, gennaio 1989=100)



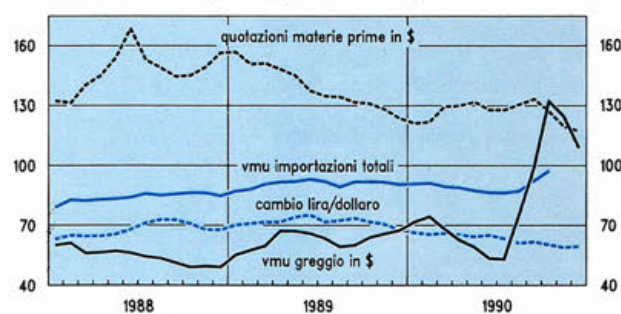
(1) I cambi reali sono basati sui prezzi all'ingrosso dei manufatti. Un aumento degli indici indica apprezzamento (perdita di competitività per il cambio reale).

L'aumento della quota di vendite nei paesi europei è stato favorito anche da un apprezzamento reale della lira nei confronti delle valute comunitarie ben minore di quello osservato nei confronti del complesso delle valute dei *partners* commerciali dell'Italia.

Anche le quantità importate hanno subito nel secondo semestre una netta decelerazione: stemperata dal rallentamento della domanda interna, la crescita sul periodo corrispondente del 1989 ha presumibilmente di poco ecceduto il 2 per cento (5,9 nella prima parte del 1990, 4 nella media dell'anno). La flessione della crescita ha interessato quasi tutti i comparti, risultando particolarmente intensa in quello dei prodotti metalmeccanici, in concomitanza con la rallentata dinamica degli investimenti in macchine e attrezzature.

Fig. 16

Valori medi all'importazione e principali determinati
(indici, 1985=100)



Fonti: FMI, Istat.

Tav. 10

Commercio estero dell'Italia per paese e gruppo di paesi
(gennaio-novembre; cif-fob; miliardi di lire)

PAESI/AREE	Esportazioni			Importazioni				
	Valori assoluti		Variazioni percentuali	Quote sul totale	Valori assoluti		Variazioni percentuali	Quote sul totale
	1989	1990			1989	1990		
Paesi OCSE	139.856	148.379	6,1	80,5	146.620	153.223	4,5	76,5
CEE	99.482	107.887	8,4	58,5	109.519	115.127	5,1	57,4
Francia	28.735	30.549	6,3	16,6	28.271	28.651	1,3	14,3
Belgio-Lussemburgo ..	5.776	6.322	9,5	3,4	9.588	10.112	5,5	5,0
Paesi Bassi	5.462	5.777	5,8	3,1	10.593	11.538	8,9	5,8
Germania federale ...	29.917	35.017	17,0	19,0	40.988	42.781	4,4	21,4
Regno Unito	14.007	13.223	-5,6	7,2	9.362	10.318	10,2	5,1
Irlanda	531	526	-0,9	0,3	1.246	1.359	9,1	0,7
Danimarca	1.329	1.412	6,2	0,8	1.814	2.013	11,0	1,0
Grecia	3.203	3.312	3,4	1,8	2.274	1.782	-21,6	0,9
Portogallo	2.170	2.650	22,1	1,4	750	700	-6,7	0,3
Spagna	8.352	9.099	8,9	4,9	4.633	5.873	26,8	2,9
Altri paesi dell'Europa occidentale	16.479	17.187	4,3	9,3	17.510	18.737	7,0	9,4
Stati Uniti	15.086	14.188	-6,0	7,7	10.576	10.336	-2,3	5,2
Canada	1.935	1.637	-15,4	0,9	1.421	1.611	13,4	0,8
Giappone	4.031	4.352	8,0	2,4	4.474	4.696	5,0	2,3
Altri paesi dell'OCSE	2.843	3.128	10,0	1,7	3.120	2.716	-12,9	1,4
Europa centro-orientale ...	5.253	5.336	1,6	2,9	7.890	7.402	-6,2	3,7
di cui: URSS	3.061	2.805	-8,4	1,5	4.517	4.471	-1,0	2,2
Paesi OPEC	8.312	7.451	-10,4	4,0	11.812	13.594	15,1	6,8
Altri Paesi	21.980	23.110	5,1	12,6	26.537	26.153	-1,4	13,0
di cui: Cina	1.586	1.010	-36,3	0,5	2.175	2.069	-4,9	1,0
Totale...	175.401	184.276	5,1	100,0	192.859	200.372	3,9	100,0

Fonte: Istat.

Il miglioramento delle ragioni di scambio registrato nei primi sei mesi (4 per cento) rispetto al corrispondente semestre del 1989 si è fortemente ridotto nella seconda parte dell'anno, a causa dell'esplosione dei prezzi dell'energia seguita all'invasione del Kuwait (il prezzo *cif* del greggio importato è passato da 15 dollari al barile in luglio a 37 in ottobre, per calare a 30 dollari in dicembre), solo in parte controbilanciata dalla flessione delle quotazioni delle materie prime non energetiche e dalla svalutazione del dollaro (fig. 16). Nella media annua, si è comunque registrato un guadagno delle ragioni di scambio, di oltre 2 punti percentuali.

I valori medi unitari delle esportazioni hanno registrato nell'anno un incremento del 2 per cento, uni-

formemente distribuito fra i due semestri. I prezzi dei beni manufatti esportati sono aumentati di poco più dell'1 per cento, a fronte di un incremento dei prezzi dell'*output* sul mercato interno pari al 3 per cento. Il divario è largamente attribuibile al deterioramento della competitività, che ha indotto gli esportatori a difendere più tenacemente le quote di mercato all'estero, con una maggiore compressione dei margini di profitto unitari.

Il disavanzo verso i paesi della Comunità europea si è ridotto nel periodo gennaio-novembre di oltre 2.500 miliardi su base *cif-fob* (fig. 17). La contrazione del deficit nei confronti della Germania (da 11.000 a 7.800 miliardi) ne è stata la prima determinante; essa si è accompagnata a una lievitazione del *surplus* verso la Francia, la Grecia e il Portogallo. Il ridimensiona-

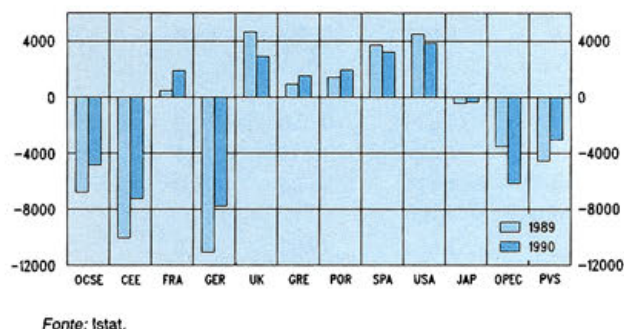
mento del saldo attivo nei confronti del Regno Unito, determinato dalla forte flessione della domanda interna britannica, ha compensato solo in parte questi andamenti. In diminuzione è risultato anche l'avanzo nei confronti degli Stati Uniti, su cui hanno influito il deprezzamento del dollaro e la dinamica cedente della domanda interna statunitense. L'aumento del deficit verso i paesi dell'OPEC (da 3.500 a 6.000 miliardi) ha riflesso quello dei prezzi del greggio degli ultimi mesi del 1990. Il disavanzo nei confronti dei paesi dell'Est europeo (Urss inclusa) si è contratto solo

marginalmente, per effetto di una lieve riduzione delle nostre importazioni.

L'assottigliamento del disavanzo mercantile (*cif-fob*) nell'intero anno è derivato dal sensibile miglioramento del *surplus* nei comparti non-energetici, pari a 5.200 miliardi (conseguito per oltre 3.000 nel primo semestre), a cui si è contrapposto un incremento di 2.300 miliardi del deficit nel settore dell'energia, determinatosi nei mesi successivi allo scoppio della crisi del Golfo. Fra i comparti non energetici, si è registrata una sostanziosa riduzione del disavanzo nel settore agricolo e in quello dei minerali ferrosi e non ferrosi (concentrata, in quest'ultimo caso, nel primo semestre). Vi si è accompagnato un miglioramento di quasi 2.500 miliardi nell'interscambio di beni tradizionali di consumo, come i prodotti tessili e le calzature (tav. 11). Il deficit nel settore chimico si è per contro ampliato di 1.000 miliardi.

I dati sull'andamento delle partite invisibili si limitano ai primi tre trimestri. Per la seconda metà dell'anno, l'ampliamento del disavanzo rispetto al periodo corrispondente del 1989 è stimato in circa 2.000 miliardi. Nei primi sei mesi il saldo passivo si era invece accresciuto di 5.000 miliardi. Per l'intero anno, il disavanzo sarebbe pari a circa 19.000 miliardi.

Fig. 17
Interscambio commerciale dell'Italia per paesi e aree
Gennaio-novembre 1989 e 1990
(*cif-fob*; saldi in miliardi di lire)



Tav. 11
Interscambio commerciale per gruppi merceologici
(*cif-fob*; saldi in miliardi di lire)

VOCI	1989			1990		
	I sem.	II sem.	Anno	I sem.	II sem.	Anno
Prodotti dell'agricoltura, silvicoltura e pesca ...	-5.450	-4.686	-10.136	-4.904	-4.043	-8.947
Prodotti energetici	-9.997	-10.602	-20.599	-10.082	-12.793	-22.875
Minerali ferrosi e non ferrosi	-7.372	-5.547	-12.919	-6.202	-4.999	-11.201
Minerali e prodotti non metallici	1.966	2.304	4.270	2.151	2.144	4.295
Prodotti chimici	-6.369	-4.170	-10.539	-6.612	-4.900	-11.512
Prodotti metalmeccanici	8.268	11.078	19.346	8.238	11.304	19.542
Mezzi di trasporto	-2.085	-1.743	-3.828	-2.227	-1.985	-4.212
Prodotti alimentari, bevande, tabacco	-4.549	-4.641	-9.190	-4.284	-4.336	-8.620
Prodotti tessili, cuoio e abbigliamento	9.157	11.742	20.899	10.449	12.957	23.406
Altri prodotti	2.138	3.482	5.620	2.200	3.821	6.021
Totale ...	-14.293	-2.783	-17.076	-11.273	-2.830	-14.103

Fonte: Istat.

Nel secondo semestre del 1990, l'ulteriore incremento del deficit relativo ai redditi di capitale rispetto al periodo corrispondente del 1989 è stato determinato dall'espansione del debito estero, in presenza di una leggera ascesa dell'insieme rilevante dei tassi d'interesse internazionali.

Nella seconda metà del 1990, il saldo della voce "viaggi all'estero" è risultato quasi pari a quello del periodo corrispondente del 1989, così come era accaduto nel primo semestre. Nell'anno, l'avanzo è stato di 6.700 miliardi, di poco inferiore a quello del 1989. Data la tendenza pluriennale a una rapida riduzione dell'avanzo turistico, le cui cause di fondo non appaiono rimosse (si veda il riquadro), la piccola contrazione del 1990 si spiega con le entrate connesse con i campionati mondiali di calcio e con un certo miglioramento recentemente registrato nella competitività di prezzo dei nostri servizi turistici rispetto a quelli dei paesi meta dei viaggiatori italiani.

È proseguita nell'anno l'erosione dell'attivo dei redditi da lavoro e delle rimesse degli emigrati. Particolarmente sensibile è risultato, specialmente nel primo semestre, il deterioramento del deficit degli "altri servizi", fra cui sono presumibilmente incluse, in modo per il momento indistinguibile, parte delle rimesse all'estero degli immigrati nel nostro Paese.

I dati dell'Istat inerenti ai trasferimenti unilaterali pubblici mostrano per i primi nove mesi una riduzione

ne del disavanzo di circa 1.000 miliardi rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. Il miglioramento, interamente avvenuto nel terzo trimestre, è derivato da un aumento degli incassi dalla CEE e da una riduzione dei pagamenti verso i paesi non appartenenti alla Comunità.

I movimenti di capitale e il tasso di cambio della lira

A conferma dell'intensità ormai raggiunta dal processo di integrazione internazionale del sistema finanziario italiano, nel 1990 i flussi lordi di capitale da e verso il Paese hanno mostrato una ulteriore, forte accelerazione: secondo prime stime, la somma delle entrate e delle uscite ha superato gli 800.000 miliardi (530.000 nel 1989), eccedendo di un terzo il valore totale delle partite correnti attive e passive.

Il saldo di movimenti di capitale, errori e omissioni è stato positivo per quasi 34.000 miliardi. Dato il disavanzo corrente (18.500 miliardi), e coerentemente con l'intonazione restrittiva della politica monetaria, volta alla stabilità del cambio della lira, ne è risultato un aumento di circa 15.000 miliardi delle riserve ufficiali, al netto degli adeguamenti nella valutazione delle attività e passività fra la fine del 1989 e la fine del 1990 (tav. 12).

Tav. 12

Movimenti dei capitali (saldi in miliardi di lire)

VOCI	1989			1990 (1)		
	I sem.	II sem.	Anno	I sem.	II sem.	Anno
Investimenti dell'estero	8.351	11.757	20.108	16.000	14.870	30.870
Investimenti italiani	-4.777	-10.518	-15.295	-12.390	-21.070	-33.460
di cui: di portafoglio	-3.667	-7.073	-10.740	-9.682	-14.710	-24.392
Prestiti dell'estero	12.659	7.194	19.853	25.980	12.370	38.350
Prestiti italiani	-621	-1.087	-1.708	-4.500	-2.200	-6.700
Crediti commerciali, altri capitali, errori e omissioni	-2.265	-5.834	-8.099	-3.838	-13.663	-17.501
Totale capitali non bancari e errori e omissioni .	13.347	1.512	14.859	21.252	-9.693	11.559
Capitali bancari (2)	10.429	4.550	14.979	14.714	7.387	22.101
Totale. . .	23.776	6.062	29.838	35.966	-2.306	33.660
<i>Per memoria:</i>						
Variazione riserve ufficiali (3)	-11.150	-4.236	-15.386	-21.366	6.206	-15.160

(1) Dati provvisori o parzialmente stimati. - (2) Movimenti di capitali attraverso gli intermediari bancari residenti. - (3) Al netto degli adeguamenti di valutazione a fine periodo.

Viaggi all'estero e domanda mondiale di turismo

Nella seconda metà degli anni ottanta, il surplus della voce "Viaggi all'estero" della bilancia dei pagamenti dell'Italia si è progressivamente ridotto. L'espansione delle entrate, dopo il brusco arresto del 1986, è ripresa, ma a ritmi assai contenuti; le spese degli italiani per viaggi all'estero, d'altro lato, sono cresciute a un ritmo medio annuo superiore al 26 per cento. La quota dell'attivo turistico netto sul PIL, pressoché stabile nel periodo 1974-1985 (3,2 per cento), si è così ridotta, fino allo 0,6 per cento nei primi nove mesi del 1990 (tav. 1), allineandosi ai valori della Francia. La Francia è l'unico fra gli altri maggiori paesi industriali a presentare un saldo turistico stabilmente positivo.

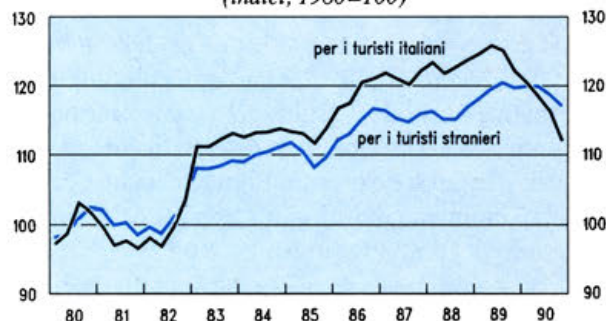
Il ridimensionamento dell'attivo turistico negli anni ottanta può ricondursi al concorso di più cause. Una, che agisce sia sulle entrate sia sulle spese, è la perdita di competitività subita dal settore turistico nazionale, nella qualità dei servizi offerti e nei prezzi. L'offerta interna si è adeguata solo con ritardo a una domanda di turismo internazionale che si è andata fortemente differenziando nel tempo; le recenti difficoltà incontrate nella tutela del patrimonio artistico e ambientale sono anch'esse alla base del deterioramento della qualità complessiva dell'offerta nazionale di questo tipo di servizi. Secondo specifici indicatori, il nostro settore turistico ha perso competitività di prezzo sia per i viaggiatori stranieri sia per quelli italiani: nella media del periodo 1985-89, rispettivamente, del 2 e del 2,5 per cento l'anno (fig. 1). Sulla base di dati parzialmente stimati, nel 1990 il secondo indicatore ha peraltro registrato un notevole miglioramento, interamente dovuto all'evoluzione dei prezzi e del cambio in Jugoslavia, Spagna e Grecia, paesi che assorbono oltre il 40 per cento delle spese all'estero dei turisti italiani.

All'inizio degli anni settanta, la quota italiana sul mercato mondiale dei servizi turistici era elevata (8,8 per cento), prossima a quelle statunitensi e spagnole, e superiore a quelle di

Francia, Germania e Regno Unito (tav. 2). Nel corso del decennio, la domanda mondiale crebbe a ritmi sostenuti, rallentando solo negli anni successivi al primo shock petrolifero; la quota italiana migliorò lievemente, anche grazie al notevole guadagno di competitività (2,2 per cento l'anno nella media del periodo 1970-79), e nonostante la concomitante forte crescita della quota dei PVS (soprattutto asiatici). Nel decennio successivo, gli Stati Uniti hanno aumentato gradualmente la propria quota (18 per cento nel 1989) a scapito di quella dei PVS e, in misura minore, della CEE (1). Fra i paesi appartenenti a quest'ultima area, l'Italia ha registrato la flessione più marcata, portandosi al 6,3 per cento nel 1989; il peggioramento è stato progressivo, non solo durante la recessione turistica internazionale del quadriennio 1980-83, ma anche nel corso della forte ripresa successiva. Altri paesi, quali Spagna e Portogallo, hanno invece mantenuto invariate le rispettive quote.

Fig. 1

Competitività internazionale dei servizi turistici italiani (1)
(indici, 1980=100)



Fonte: Elaborazioni su dati OCSE, FMI e Istat.

(1) Aumenti indicano perdite di competitività. Per la metodologia di costruzione degli indicatori, si veda il riquadro nel Bollettino Economico n. 11. I dati dell'ultimo trimestre del 1990 sono parzialmente stimati.

Tav. 1

Viaggi all'estero nella bilancia dei pagamenti dell'Italia

VOCI	Media 1960-67	Media 1968-73	Media 1974-85	1986	1987	1988	1989	1990(*)
Introiti per viaggi in Italia								
Quota % delle partite correnti attive	11,3	8,7	7,8	7,9	7,4	6,9	6,0	6,9
Quota % della domanda mondiale di turismo internazionale (1) .....	....	8,8	8,4	7,7	7,8	6,9	6,3	....
Esborsi per viaggi all'estero								
Quota % delle partite correnti passive	2,3	3,4	1,5	2,2	2,7	3,2	3,2	4,1
Quota % dei consumi privati nazionali	0,5	1,0	0,6	0,8	1,0	1,2	1,3	1,7
Saldo								
Quota % delle partite correnti (attive + passive)	4,9	2,8	3,1	2,6	2,3	1,8	1,3	1,2
Quota % del PIL	5,1	2,9	3,2	2,7	2,3	1,9	1,3	0,6

Fonte: Elaborazioni anche su dati FMI e Istat.

(*) Gennaio-settembre, dati provvisori, destagionalizzati. - (1) Si veda la nota 1 della Tav. 2.

La crescita delle spese per viaggi all'estero si è prodotta dopo l'abolizione delle restrizioni valutarie che le colpivano, iniziata nel 1984. Essa è solo in parte riconducibile all'evoluzione sfavorevole dei prezzi relativi, e si è tradotta nell'innalzamento della quota di consumi nazionali destinata al turismo all'estero.

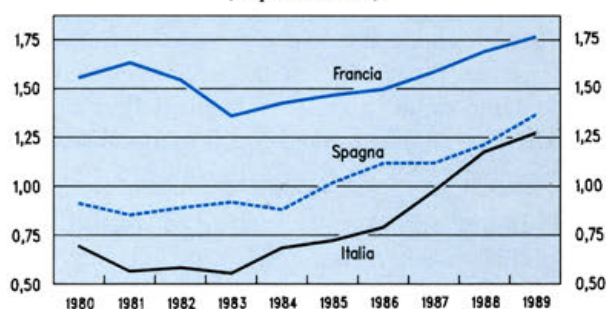
Quest'ultimo fenomeno ha probabilmente natura "strutturale". Negli anni sessanta, le spese per viaggi all'estero erano pari allo 0,5 per cento dei consumi nazionali. Nello scorcio di quel decennio e nei primi anni settanta il rapporto si innalzò bruscamente (1,2 per cento nel 1973), ma i dati erano probabilmente distorti dalla commistione fra movimento turistico e movimento di esportazione di capitali, non completamente eliminata nelle statistiche del tempo. Dal 1974 (l'anno in cui i vincoli all'esportazione di banconote per fini turistici furono portati al massimo grado di stringenza) alla prima metà degli anni ottanta la quota ridiscese sui livelli dei primi anni sessanta. Nella seconda parte dello scorso decennio, l'espansione delle spese per viaggi all'estero ha invece sopravanzato quella dei consumi nazionali: il rapporto si è rapidamente accresciuto, attestandosi nel 1990 all'1,7 per cento (fig. 2).

La quota sui consumi nazionali era peraltro nel 1989 più bassa di quella che si registrava in altri paesi ad alto reddito pro-capite, che pure hanno una ricca dotazione di risorse naturali e artistiche, come la Francia (1,8 per cento). Negli

anni più recenti, la quota italiana si è allineata a quella della Spagna, paese che peraltro è riuscito a mantenere la propria posizione relativa sul mercato turistico internazionale.

Fig. 2

**Spese per viaggi all'estero
in rapporto ai consumi finali nazionali
(in percentuale)**



Fonte: Elaborazioni su dati OCSE, FMI e Istat.

(1) La crescita dell'attivo statunitense, peraltro già evidente nei primi anni ottanta, è in parte dovuta alla revisione verso l'alto recentemente apportata ai dati ufficiali per il periodo 1984-87. Si veda *Survey of Current Business*, giugno 1989 e giugno 1990.

Tav. 2

**Quote dei paesi produttori di servizi turistici sul mercato del turismo internazionale (1)
(valori percentuali)**

PAESI E AREE	1970	1975	1980	1985	1989
Paesi OCSE	79,4	75,6	74,2	77,0	77,8
– Paesi CEE	46,8	45,2	45,6	42,5	40,9
di cui: Italia	8,8	7,7	9,2	8,0	6,3
Francia	7,0	7,9	8,5	7,7	8,5
Germania federale	7,1	5,8	5,1	4,6	4,5
Regno Unito	5,5	6,3	7,1	6,9	5,8
Grecia	1,0	1,5	1,8	1,4	1,0
Portogallo	1,6	0,8	1,2	1,1	1,3
Spagna	9,0	8,2	7,2	7,8	8,5
– Stati Uniti (2)	12,4	11,1	10,9	16,9	18,0
– Giappone	1,2	0,6	0,7	1,1	1,6
Altri paesi	18,8	22,5	23,5	21,5	20,3
Totale ...	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: Elaborazioni su dati FMI.

(1) Rapporti fra le entrate turistiche di ciascun paese espresse in dollari e il totale delle entrate turistiche dei paesi censiti dal FMI (=domanda mondiale di turismo internazionale). – (2) Dal 1984 nuova serie.

Nel secondo semestre, il saldo dei flussi finanziari ha registrato un passivo di 2.300 miliardi, contro l'avanzo di 36.000 miliardi dei primi sei mesi; le riserve ufficiali sono diminuite di oltre 6.000 miliardi. Le entrate nette per prestiti esteri e quelle tramite il sistema bancario hanno fortemente rallentato; vi si è associata un'accelerazione degli investimenti netti all'estero e dei deflussi per crediti commerciali, al lordo degli errori e omissioni. La tendenza all'apprezzamento del marco dal mese di agosto e il rialzo dei tassi d'interesse tedeschi in autunno, in ispecie nel segmento a breve termine, hanno concorso a determinare l'inversione dei flussi netti; vi si è accompagnato il deprezzamento della lira nei confronti delle valute dello SME, sino all'estate attestata sul margine superiore della banda ristretta di fluttuazione.

Nell'ultimo trimestre, all'indirizzo restrittivo della politica monetaria ha corrisposto un ampliamento del differenziale d'interesse con il marco tedesco, tornato prossimo al livello di inizio d'anno, limitando i deflussi netti (pari a 3.400 miliardi, con gli errori e omissioni). Ciò ha rafforzato negli operatori la convinzione della determinazione della Banca d'Italia a mantenere stabile il tasso di cambio della lira.

Nello stesso periodo, gli intermediari bancari residenti hanno originato afflussi netti per 10.000 miliardi. In gran parte, gli afflussi sono passati attraverso gli Istituti di credito speciale, su cui non grava l'obbligo di riserva obbligatoria per la raccolta netta all'estero. Nell'anno, le entrate nette del sistema bancario sono state pari a 22.000 miliardi (15.000 nel 1989), di cui 7.400 nel secondo semestre.

Gli investimenti italiani netti all'estero, pari a 21.000 miliardi nella seconda metà del 1990, hanno registrato nel quarto trimestre una netta contrazione rispetto ai mesi estivi, collocando il risultato annuo sui 33.500 miliardi. In particolare, l'ammontare degli investimenti italiani di portafoglio defluiti negli ultimi tre mesi dell'anno è risultato di quasi 2.000 miliardi più contenuto di quello osservato nel trimestre precedente. Le maggiori uscite nette relative al complesso degli investimenti italiani rispetto all'anno precedente (circa 18.000 miliardi, di cui 13.500 per motivi di portafoglio) continuano a riflettere anche i processi di internazionalizzazione delle imprese italiane e di diversificazione dei portafogli, intensifi-

catisi dopo la completa liberalizzazione dei movimenti di capitali. Le uscite per l'alimentazione di depositi e conti correnti presso banche non residenti sono cresciute, ma restano di entità modesta.

Dell'integrazione internazionale del mercato finanziario italiano testimonia, altresì, l'entità degli afflussi netti dovuti a investimenti esteri, pari a quasi 15.000 miliardi nel secondo semestre (30.900 nell'intero anno). Rispetto all'anno precedente, le entrate del 1990 sono risultate più elevate per quasi 11.000 miliardi. Gli afflussi netti dall'estero per motivi di portafoglio, per i quali le informazioni si arrestano ai primi tre trimestri, hanno registrato una flessione rispetto al periodo corrispondente del 1989, risultando di poco superiori ai 10.200 miliardi, 1.500 in meno di un anno prima. Nel terzo trimestre, gli acquisti netti di titoli in ECU, che restano la componente di gran lunga più rilevante del portafoglio dei non residenti, hanno infatti subito un marcato rallentamento rispetto agli stessi mesi dell'anno precedente.

Fino a settembre, sono affluiti prestiti esteri netti per quasi 40.000 miliardi, pressoché uniformemente distribuiti nell'arco del periodo. Negli ultimi tre mesi, viceversa, si sono registrate uscite nette per 1.400 miliardi. L'inversione di tendenza è da attribuire presumibilmente al rientro di posizioni speculative a breve termine accese in settembre in concomitanza con l'emergere delle tensioni sul mercato dei cambi a cui si è fatto sopra riferimento e, in minor misura, alla drastica riduzione delle entrate nette connesse con le emissioni di prestiti della Repubblica, pari nei primi nove mesi a quasi 5.000 miliardi. Nell'intero anno, gli afflussi netti sono risultati superiori a 38.000 miliardi, quasi 20.000 in più rispetto al 1989.

Anche l'andamento dei prestiti italiani, sino a qualche anno fa quasi esclusivamente di natura pubblica, ha riflesso l'accresciuto grado di sostituibilità fra attività finanziarie italiane ed estere. I deflussi netti sono stati nell'anno pari a circa 6.700 miliardi (1.700 nel 1989), attribuibili in massima parte ad operazioni in lire da parte di soggetti privati.

In gennaio, le riserve ufficiali sono diminuite di 900 miliardi, segnalando un'attenuazione della pressione al rialzo sulle valute forti dello SME. Contestualmente, la lira ha ridotto leggermente la distanza dalla parità centrale con il marco tedesco.

La finanza pubblica

Nel 1990, il fabbisogno di fondi del settore statale, al netto delle regolazioni di debiti pregressi, è stato pari a 141.300 miliardi (tav. 13). Il risultato supera di 8.000 miliardi l'obiettivo enunciato dal Governo nella Relazione previsionale e programmatica presentata a settembre del 1989, di oltre 5.000 quello indicato nel Documento di programmazione economico-finanziaria del maggio 1990.

Rispetto agli obiettivi formulati nella Relazione previsionale e programmatica, lo sconfinamento è quasi interamente dovuto alla spesa per interessi, risultata di 7.600 miliardi superiore alle previsioni. Queste ultime, pari a 118.400 miliardi, erano fondate su ipotesi di evoluzione dei tassi d'interesse nominali rese irrealistiche dal superamento del tasso programmato d'inflazione. Il sostanziale rispetto del limite fissato per il fabbisogno primario (15.000 miliardi) è stato reso possibile dal rafforzamento della manovra di bilancio, attuata alla fine del 1989, con l'azione correttiva disposta tra maggio e luglio del 1990.

La manovra aggiuntiva, varata in occasione della presentazione del Documento di programmazione economico-finanziaria, era tesa a ridurre il disavanzo primario a 10.450 miliardi, circa 5.000 miliardi meno di quanto effettivamente conseguito. Il mancato raggiungimento di questo più stringente obiettivo è dipeso principalmente dall'andamento delle entrate tributarie, risultate di quasi 8.000 miliardi inferiori alle previsioni che, in parte, erano affette da sovrastima. Il minor gettito è dovuto all'indebolimento della manovra di maggio al momento dell'approvazione parlamentare nel mese di luglio e alla sfavorevole evoluzione degli imponibili nella seconda metà dell'anno, in parte connessa con il rallentamento dell'attività produttiva.

Le difficoltà a rispettare i limiti fissati per il fabbisogno totale emergevano con chiarezza già nei primi mesi del 1990: apparivano evidenti gli effetti negativi che la divergenza tra l'andamento delle variabili macroeconomiche e i valori programmati produceva sul

bilancio pubblico, e in particolare sulla spesa per interessi. A ciò si sommavano esigenze finanziarie maggiori del previsto, relative al rinnovo dei contratti di dipendenti pubblici, in parte connesse con lo slittamento di oneri relativi agli anni precedenti. Il perseguimento graduale della stabilizzazione del rapporto tra debito e prodotto, che nei piani del Governo raggiungerà il valore massimo nel 1992, richiedeva quindi la fissazione di un limite per il fabbisogno primario più stringente rispetto a quello stabilito nella Relazione previsionale e programmatica, al fine di compensare gli effetti dello sconfinamento della spesa per interessi.

Dubbi emergevano inoltre circa la effettiva capacità correttiva della manovra di bilancio varata alla fine del 1989. Lo snellimento della legge finanziaria, attuato dal 1988, ha agevolato l'iter parlamentare, favorendo una rapida e integrale approvazione. Tuttavia, con la nuova procedura, il raggiungimento degli obiettivi finanziari si riconnette in maniera cruciale all'attuazione dei provvedimenti di accompagnamento nella loro interezza; la modifica dei loro contenuti, all'atto della discussione parlamentare, rendeva necessarie ulteriori azioni correttive nel corso dell'anno. La manovra di maggio ha aumentato le entrate e ridotto le spese per circa 8.000 miliardi. Sulla base delle valutazioni ufficiali, la politica di bilancio nel suo complesso ha ridotto il disavanzo primario di circa 26.000 miliardi.

In rapporto al prodotto interno lordo, il fabbisogno complessivo è rimasto sostanzialmente immutato (11,2 per cento, contro l'11,3 del 1989). Se si escludono le operazioni di consolidamento di debiti pregressi (per 4.800 miliardi), esso si è ridotto dall'11,1 al 10,8 per cento (tav. 13). Al netto della spesa per interessi, la flessione è più netta: il fabbisogno primario è sceso dal 2,3 all'1,2 per cento. Il risultato è dipeso soprattutto da aumenti discrezionali delle entrate: essi hanno innalzato la pressione fiscale di quasi un punto percentuale. Il contenimento delle erogazioni ha di po-

Tav. 13

Saldi di finanza pubblica
(miliardi di lire)

VOCI	1989			1990		
	I Sem.	II Sem.	Anno	I Sem.	II Sem.	Anno
Settore statale:						
Fabbisogno al netto delle regolazioni di debiti pregressi	42.549	89.789	132.338	48.220	93.115	141.335
in % del PIL			(11,1)			(10,8)
Regolazioni in contanti	950	115	1.065	145	104	249
Regolazioni in titoli	454	—	454	—	4.582	4.582
Fabbisogno complessivo	43.953	89.904	133.857	48.365	97.801	146.166
in % del PIL			(11,3)			(11,2)

co superato i 5.000 miliardi; inoltre, esso è stato attuato principalmente rallentando gli acquisti di beni e servizi e comprimendo la concessione di mutui agli enti locali. Non sono stati modificati i meccanismi che determinano la crescita tendenziale delle spese rispetto al prodotto. In rapporto al PIL, i pagamenti del settore statale, al netto di interessi, sono cresciuti di un punto percentuale, anziché risultare in lieve flessione, secondo gli obiettivi enunciati a maggio.

Nel complesso, la crescita del debito del settore statale rispetto al prodotto è proseguita, ancorché a ritmi rallentati: il rapporto, passato dal 93,5 per cento nel 1988 al 96,5 nel 1989, è salito al 98,6 per cento nell'anno in esame. In valore assoluto, la consistenza del debito ha superato alla fine dell'anno 1.290.000 miliardi.

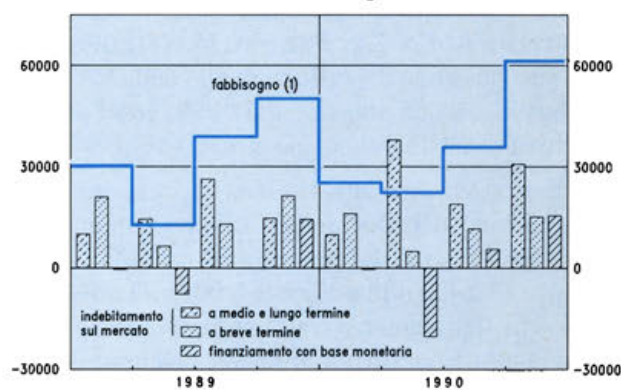
Analogamente a quanto avvenuto nel 1989, l'ammontare del fabbisogno è stato relativamente modesto nel primo semestre dell'anno (circa un terzo del totale) (tav. 13 e fig. 18). L'entità del fabbisogno si è accentuata nei mesi terminali dell'anno, sospinta, oltre che dal rallentamento delle entrate tributarie, da un'accelerazione dei pagamenti. Gli effetti sul fabbisogno dell'anno sono stati limitati attraverso il temporaneo versamento in tesoreria di circa 2.000 miliardi relativi ai mutui contratti dalle regioni per il ripianamento dei debiti pregressi.

Rispetto all'anno precedente, lo squilibrio finanziario è stato coperto ricorrendo in maggior misura al collocamento sul mercato di titoli a medio e a lungo termine (passati dal 38 al 53 per cento del totale) e a debiti esteri (dal 6 al 10 per cento). Tale politica ha consentito di arrestare la flessione della vita media del

debito che, alla fine del 1990, è rimasta al livello raggiunto a dicembre dell'anno precedente (circa due anni e mezzo). In flessione è invece risultata la raccolta postale, principalmente per l'andamento dei conti correnti, che hanno registrato una caduta pari a 340 miliardi.

Fig. 18

**Fabbisogno trimestrale del settore statale
e sue forme di copertura**



(1) Al lordo delle regolazioni di debiti pregressi.

L'andamento delle principali poste dei conti pubblici

Sulla base dei dati di preconsuntivo relativi al conto economico delle Amministrazioni pubbliche (tav. 14), fra il 1989 e il 1990 l'indebitamento netto ha mantenuto sostanzialmente costante la sua incidenza rispetto al prodotto (10,3 per cento, rispetto al 10,2 del 1989): al netto della spesa per interessi, la percentuale si è ridotta dall'1,2 allo 0,6 per cento. Dopo cinque anni di continua flessione, è invece aumen-

tato l'assorbimento di risparmio nazionale: il disavanzo corrente è infatti salito dal 5,4 al 5,7 per cento del PIL.

Le spese correnti delle Amministrazioni pubbliche sono cresciute del 12,6 per cento, con un aumento della loro incidenza sul prodotto di oltre un punto percentuale (dal 48,1 al 49,3 per cento). L'espansione delle uscite è stata particolarmente elevata per le tre principali poste di spesa: retribuzioni, prestazioni sociali e interessi.

Tav. 14

Conto economico delle Amministrazioni pubbliche
(miliardi di lire; variazioni percentuali)

VOCI	1989	1990	1989 1988	1990 1989
USCITE				
Redditi da lavoro dip. .	143.351	164.000	8,6	14,4
Consumi intermedi . . .	58.705	63.900	7,7	8,8
Prestazioni sociali . . .	210.803	233.000	11,2	10,5
Contributi alla produz.	29.093	31.400	8,4	7,9
Interessi passivi	106.950	127.000	20,6	18,7
Altre uscite	22.463	24.300	29,7	8,2
Totale uscite correnti	571.365	643.600	12,3	12,6
In % del PIL	48,1	49,3		
Investimenti	42.148	45.100	11,9	7,0
Contributi e investim. .	15.516	16.600	-1,6	7,0
Altre spese in c/capit.	748	800	18,0	7,0
Tot. uscite in c/capit.	58.412	62.500	8,0	7,0
Tot. generale uscite	629.777	706.100	11,9	12,1
In % del PIL	53,0	54,1		
ENTRATE				
Imposte dirette	173.146	194.700	17,9	12,4
Imposte indirette	123.726	140.900	13,4	13,9
Contributi sociali	167.517	186.100	12,2	11,1
Altre entrate correnti .	42.345	47.700	10,9	12,6
Tot. entrate correnti .	506.734	569.400	14,3	12,4
Entrate in c/capitale .	1.901	2.000	20,4	5,2
Tot. generale entrate	508.635	571.400	14,3	12,3
In % del PIL	42,8	43,8		
Indebitamento netto	121.142	134.700	2,7	11,2
In % del PIL	10,2	10,3		
Indebitamento al netto degli interessi . .	14.192	7.700	-51,5	-45,7
In % del PIL	1,2	0,6		
Pressione fiscale (1)	464.389	521.700	14,6	12,3
In % del PIL	39,1	39,9		
Disavanzo corrente .	64.631	74.200	-1,3	14,8
In % del PIL	5,4	5,7		

Fonte: Isco.

(1) Imposte dirette, imposte indirette e contributi sociali.

La spesa per il personale ha registrato un incremento del 14,4 per cento (contro l'8,6 nel 1989): per oltre 10 punti la crescita è ascrivibile agli effetti dei rinnovi contrattuali relativi al triennio 1988-1990, che hanno interessato i comparti del pubblico impiego diversi dalla scuola. La crescita delle retribuzioni del settore è stata, da un lato, sostenuta dal pagamento di arretrati; dall'altro, è stata contenuta dal ritardo nel perfezionamento di alcuni contratti e da uno scaglionamento degli aumenti, che implica uno slittamento degli oneri al 1991. Per circa 3 punti l'aumento della spesa è dovuto all'operare della contingenza. Sulla base di dati elaborati dall'Istat, relativi alle forze di lavoro, l'occupazione dovrebbe aver registrato un aumento superiore allo 0,3 per cento dell'anno precedente.

Le prestazioni sociali sono aumentate del 10,5 per cento, contro l'11,2 del 1989. Come negli anni precedenti, l'espansione delle erogazioni è stata particolarmente accentuata per le pensioni, sulla cui dinamica ha influito considerevolmente il recupero dell'ampio scarto fra le rivalutazioni apportate nel corso del 1989, in base al tasso di inflazione programmato, e quelle calcolate al termine dell'anno in base al tasso effettivo. All'inizio del 1990 tale recupero ha determinato una rivalutazione degli importi di circa il 3 per cento e pagamenti a titolo di conguaglio quasi pari all'1,5 per cento dell'ammontare annuo complessivo delle pensioni. Dal 1° gennaio 1990 sono state inoltre accresciute le maggiorazioni previste dalla legge n. 544 del 1988 per una parte dei trattamenti minimi corrisposti a soggetti ultrasessantacinquenni e per le pensioni minime maturate con più di quindici anni di contribuzione. In senso espansivo ha anche influito la rivalutazione, attuata dalla stessa data, delle pensioni il cui importo era stato limitato dal "tetto" fissato per la retribuzione pensionabile. La spesa per gli interventi in favore dei disoccupati, che era in flessione dalla metà degli anni ottanta, è stata accresciuta dall'incremento dell'indennità ordinaria di disoccupazione, che dal 1° gennaio 1990 è stata portata dal 15 al 20 per cento della retribuzione dei lavoratori assiti, e dal maggiore ricorso alla Cassa integrazione guadagni da parte del settore industriale.

Gli interessi passivi sono aumentati del 18,7 per cento. Per circa due terzi (13 per cento) ciò è imputabile all'accresciuta consistenza del debito; la restante parte è connessa con l'incremento dei tassi nominali

registrato nella seconda metà del 1989. Dato il ritardo nel meccanismo d'indicizzazione, l'aumento ha influito sul comparto dei titoli a medio e a lungo termine. L'onere sui BOT è cresciuto del 13,7 per cento, un saggio d'incremento lievemente inferiore a quello delle consistenze (14,2 per cento), in relazione alla flessione dei tassi reali a breve nella media dell'anno.

L'espansione della spesa per gli acquisti di beni e servizi (8,8 per cento) è stata limitata dagli interventi sugli stanziamenti effettuati nell'ambito della legge finanziaria per il 1990 e dalla direttiva emanata dalla Presidenza del Consiglio dei Ministri nel mese di gennaio dello stesso anno. La crescita delle erogazioni in conto capitale, pari al 7 per cento, contro l'8 per cento registrato nel 1989, è stata invece attenuata dai limiti stabiliti per la concessione di mutui della Cassa depositi e prestiti agli enti locali.

La pressione fiscale è salita dal 39,1 al 39,9 per cento (tav. 14), con una crescita inferiore di quasi mezzo punto rispetto agli indirizzi fissati dal Governo nel maggio del 1990. Il mancato raggiungimento degli obiettivi è dipeso dalle entrate tributarie, che hanno risentito, oltre che della defiscalizzazione del prezzo del petrolio, dello slittamento della corresponsione degli aumenti salariali in alcuni settori industriali e, più in generale, come si è già osservato, dell'attenuazione della manovra di maggio e del rallentamento dell'attività produttiva.

Le entrate tributarie sono cresciute del 13 per cento: l'incremento della pressione tributaria, passata dal 25 al 25,7 per cento, dipende in larga misura dagli inasprimenti delle imposte indirette. Il principale contributo deriva dalle imposte di fabbricazione sui prodotti petroliferi (cresciute del 19 per cento), su cui gli inasprimenti hanno gravato per 4.500 miliardi. Tale aumento è stato compensato, per oltre 900 miliardi, dalla defiscalizzazione di parte degli aumenti del prezzo del petrolio verificatisi in seguito alla crisi nel Golfo persico. Nell'ambito dei prodotti energetici, la manovra di bilancio ha riguardato, per complessivi 3.300 miliardi, anche le imposte di consumo sul gas metano e sul GPL, nonché l'addizionale sull'imposta di consumo sull'energia elettrica, il cui gettito viene devoluto agli enti locali.

L'evoluzione delle tasse e delle imposte sugli affari, solo marginalmente influenzate dalla manovra

per il 1990, risente degli slittamenti di gettito e di irregolarità nella contabilizzazione dell'IVA. Sulla base dei dati del Ministero delle finanze relativi agli accertamenti (corretti per tenere conto degli slittamenti di gettito avvenuti tra il 1989 e il 1990), l'IVA gravante sugli scambi interni è cresciuta del 9,6 per cento. La modesta crescita del tributo accertato in dogana, pari al 3,7 per cento, riflette la ridotta dinamica nominale delle importazioni; il tributo effettivamente riscosso è aumentato a un tasso di poco inferiore (3,1 per cento), in seguito al maggior ricorso degli operatori alla facoltà di omettere il pagamento per un ammontare pari alle esportazioni effettuate nell'anno precedente.

Sulle imposte dirette, cresciute complessivamente del 12,4 per cento, hanno influito positivamente l'andamento dell'Irpef e quello dell'imposta sostitutiva sugli interessi. La crescita delle ritenute Irpef sui redditi da lavoro dipendente è stata infatti pari al 14 per cento, nonostante la prima applicazione dell'indicizzazione degli scaglioni e delle detrazioni d'imposta all'andamento dei prezzi. Un analogo andamento hanno manifestato anche le ritenute relative ai redditi da lavoro autonomo, cresciute del 14,8 per cento. Sui versamenti a saldo, diminuiti del 2,7 per cento rispetto all'anno precedente, hanno invece influito gli sgravi concessi nel 1989, che hanno determinato una perdita di gettito ufficialmente stimata in 2.500 miliardi.

Le imposte versate dalle persone giuridiche hanno mostrato un andamento stagnante nel corso dell'anno. I versamenti effettuati a saldo dell'Irpeg e dell'Ilor dovute sui redditi prodotti nel 1989 sono rimasti stazionari. L'imposta complessivamente versata su tali redditi (incluso, cioè, l'acconto del 1989) è cresciuta del 14 per cento. Tale aumento, tenuto conto degli effetti della restrizione posta al regime degli ammortamenti accelerati (ufficialmente stimati in 2.000 miliardi), sottende una crescita degli imponibili di poco superiore al 6 per cento. Sulla base dell'andamento dei versamenti d'acconto, tale incremento sembra essersi nettamente ridotto nel 1990. L'ammontare dell'acconto, se valutato in rapporto all'imposta complessivamente dovuta per l'anno precedente, è sceso dal 79 al 71 per cento: molti contribuenti sembrano essersi avvalsi della facoltà di commisurare l'acconto all'imposta prevista per l'anno in corso, anziché a quella versata sui redditi prodotti nell'anno precedente. Sulle aspettative di una flessione del tributo dovuto

per l'anno in corso hanno influito il peggioramento delle prospettive economiche delle imprese e, in parte, il rinnovo di titoli pubblici esenti dall'imposta sostitutiva con titoli ad essa soggetti. Quest'ultimo fenomeno ha comportato un mutamento nella composizione del gettito a favore dell'imposta sostitutiva.

Il gettito dell'imposta sostitutiva sugli interessi, cresciuto complessivamente del 21,7 per cento, è stato in larga misura determinato dall'andamento delle ritenute sugli interessi relativi ai depositi bancari (aumentati del 13,7 per cento) e ai titoli pubblici (34,7 per cento). Per i primi, la crescita riflette principalmente l'evoluzione delle consistenze; per i secondi, essa è dovuta in parti uguali al rinnovo di titoli esenti con titoli tassati e alla crescita della consistenza del debito. Tra le restanti attività finanziarie, una crescita notevo-

le è stata registrata dalle ritenute sulle obbligazioni convertibili, pressoché quadruplicate rispetto all'anno precedente.

I contributi sociali sono cresciuti dell'11,1 per cento: l'aumento di quelli effettivi, pari al 10,7 per cento, è dipeso in larga parte dalla dinamica del prelievo sul lavoro dipendente, che ha superato di circa un punto e mezzo quella della base imponibile. La maggiore espansione è stata determinata dalle norme introdotte nel 1989 in materia di retribuzione imponibile minima e di contribuzione volontaria e dal versamento della prima rata del condono contributivo previsto dal DL n. 338 del 1990. In senso espansivo ha inoltre operato l'aumento delle aliquote dei contributi previdenziali dovuti dai dipendenti degli enti locali e della sanità (0,30 per cento) e dai dipendenti statali (0,20 per cento).

I mercati monetari e finanziari

La politica monetaria

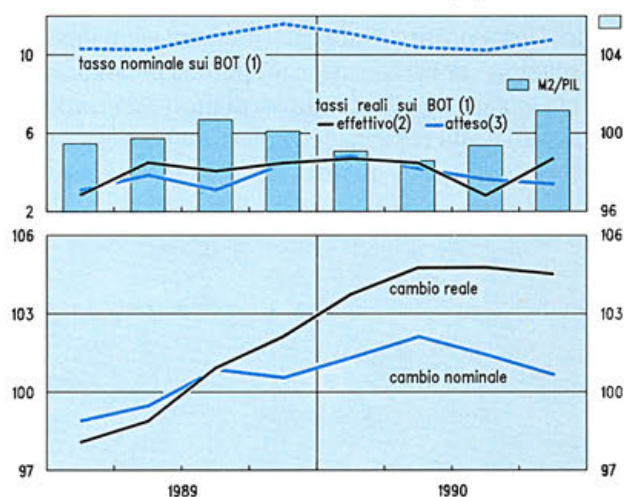
L'orientamento della politica monetaria nel 1990 si è attuato in due fasi. Nella prima, durata fino all'estate e descritta nel precedente numero del Bollettino Economico, essa aveva dovuto conciliare l'intento di ridurre l'inflazione con gli impulsi espansivi derivanti dagli afflussi valutari. Dall'autunno, il mutamento delle aspettative e le condizioni monetarie più tese negli altri paesi europei hanno richiesto che la politica monetaria, oltre a contrastare una pressione inflazionistica resa più intensa dal rincaro delle materie prime energetiche, assicurasse la stabilità della lira nello SME. Nel complesso dell'anno, l'azione restrittiva della politica monetaria si è manifestata principalmente attraverso l'apprezzamento prima, la tenuta poi, del tasso di cambio (fig. 19), in una condizione di crescente disavanzo dei conti con l'estero di parte corrente. I saggi d'interesse reali si sono ridotti sensibilmente nella parte centrale dell'anno per poi risalire, risultando in media lievemente più bassi che nel 1989.

Nell'ultimo trimestre, la stabilità del cambio nei confronti delle valute europee è stata mantenuta nonostante le tensioni valutarie, sorte dopo la crisi del Golfo e acuitesi con il rafforzamento del marco. L'assenza di misure di politica economica pienamente rispondenti all'impegno insito nell'adesione alla banda stretta dello SME ha contribuito al deterioramento delle aspettative, rendendo necessario un deciso rialzo dei tassi d'interesse a breve termine. Il differenziale con i tassi tedeschi è ritornato vicino al livello dei primi mesi dell'anno (fig. 20), a mano a mano che si attenuava l'influenza positiva esercitata dall'adesione alla banda stretta. Questa influenza, tuttavia, ha continuato a manifestarsi; ha contribuito a far sì che l'aumento del differenziale d'interesse si limitasse al segmento a breve. Nei comparti a più lungo termine il mercato dei titoli di Stato è rimasto sostanzialmente

stabile, e la scadenza media delle emissioni del Tesoro è aumentata.

Fig. 19

Tassi d'interesse, rapporto moneta-PIL e tassi di cambio effettivi (*)

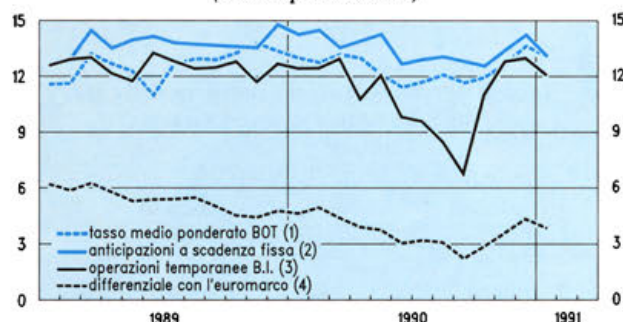


(*) Tassi d'interesse nominale e reali: punti percentuali; tassi di cambio e rapporto M2-PIL: indici 1989=100. — (1) BOT a 6 mesi. — (2) Il deflatore è costituito dalla variazione effettiva dei prezzi nei sei mesi successivi al periodo di rilevazione del tasso, espressa in ragione annua e basata sull'indice dei prezzi al consumo. — (3) Il deflatore è costituito dalla variazione attesa dei prezzi ottenuta da una elaborazione della Banca d'Italia su dati Mondo Economico (inflazione al consumo attesa nei sei mesi successivi alla rilevazione del tasso di interesse, calcolata sulla base delle aspettative d'inflazione trimestrali).

Un mutamento nelle condizioni del mercato monetario ha avuto luogo alla fine di settembre, dopo la breve fase in cui era stato necessario mantenere condizioni di liquidità espansive per consentire al mercato dei titoli di superare i fattori di instabilità di origine internazionale. All'inizio di ottobre la Banca è intervenuta con un ampio volume di vendite temporanee di titoli; il livello dei tassi a breve termine si è prontamente innalzato (si veda il riquadro). Sul mercato dei titoli gli effetti sono stati contenuti: i rendimenti sui BOT semestrali e annuali sono rimasti stabili, mentre nei comparti a medio termine si è assistito a un moderato aumento dei tassi sui BTP e a una riduzione di quelli sui CCT, sotto la spinta di una domanda in asta particolarmente elevata.

Fig. 20

**Tassi d'interesse a breve termine
e differenziale con l'euromarco**
(valori percentuali)



(1) Media ponderata dei rendimenti di aggiudicazione al lordo d'imposta. - (2) Media ponderata dei tassi effettivi. - (3) Media dei tassi marginali sulle operazioni di acquisto e di vendita. - (4) Differenziale fra il tasso interbancario italiano a 3 mesi e il corrispondente tasso tedesco.

All'aumento di mezzo punto percentuale del tasso *Lombard*, deciso dalla Bundesbank all'inizio di novembre, e agli analoghi aggiustamenti in altri paesi europei sono seguiti deflussi valutari; la Banca d'Italia si è astenuta dal compensarli con operazioni di mercato aperto, lasciando che l'effetto restrittivo si manifestasse. La mobilitazione della riserva obbligatoria, avviata il 15 ottobre, ha facilitato in questa fase l'azione della politica monetaria, evitando che la cospicua e in larga parte inattesa creazione di liquidità attraverso il conto corrente di tesoreria, avvenuta all'inizio di novembre, riducesse i tassi a breve in un momento di tensione valutaria. L'aumento dei rendimenti è rimasto confinato ai segmenti a breve termine: mentre i tassi sui BOT a tre mesi salivano di quasi 2 punti percentuali, quelli sui CCT rimanevano pressoché costanti e quelli sui BTP quadriennali si riducevano. Risultava così possibile riprendere, con successo, l'emissione di titoli settennali.

Nel bimestre ottobre-novembre la distruzione complessiva di liquidità attraverso il canale estero è stata di 7.300 miliardi, che si confrontano con afflussi per 23.800 miliardi avvenuti nei primi nove mesi dell'anno. La posizione della lira nella banda di oscillazione dello SME, al margine superiore fino a luglio, è scesa al di sotto del punto centrale alla fine di settembre, rimanendovi sino a tutta la prima quindicina di novembre. Nella seconda metà di questo mese e in dicembre, il forte aumento dei tassi a breve e una parziale ripresa del dollaro nei confronti del marco hanno

dato forza alla nostra moneta; i deflussi si sono quasi annullati e la lira è tornata al di sopra della parità centrale, mentre il franco francese è divenuto la valuta più debole dello SME.

Le innovazioni apportate alla normativa sulla riserva obbligatoria rendono opportuna la modifica dei metodi di calcolo delle statistiche riguardanti gli aggregati monetari. Esse vanno riferite alle medie mensili di dati giornalieri anziché, come in precedenza, ai dati di fine mese. Ciò riguarda soprattutto la base monetaria, soggetta giornalmente a un'accresciuta erraticità per effetto della facoltà di mobilitare una parte della riserva obbligatoria. Riguarda tuttavia anche i depositi bancari. Il dato di fine anno di questi ultimi è infatti influenzato, in una misura notevolmente superiore, dalle pratiche di *window dressing* attuate dalle banche. L'onerosità di siffatte pratiche in termini di riserva obbligatoria è stata ridotta dalla nuova modalità di calcolo, su dati medi mensili, dell'aggregato di riferimento.

Tav. 15

Base monetaria e moneta
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente) (*)

VOCI	Dic. 1989		Dic. 1990 (1)	
	fine mese	media (2)	fine mese	media (2)
Riserve bancarie (3) ...	9,2	9,2	8,3	9,7
Base monetaria (3)	9,4	9,5	10,0	10,4
Depositi bancari	8,0	8,0	10,8	8,9
Moneta al netto dei certificati di deposito (M2A)	5,7	5,4	7,8	5,8
Moneta (M2)	9,4	9,4	11,3	9,6

(*) Le consistenze relative al dicembre 1989 sono state depurate degli effetti attribuiti agli scioperi bancari. - (1) Dati provvisori. - (2) I dati delle riserve bancarie e della base monetaria sono calcolati come medie nel periodo di mantenimento della riserva obbligatoria; quelli dei depositi e della moneta sono calcolati come media del mese di dicembre. I dati della moneta sono al netto delle operazioni pronti contro termine. - (3) Dati aggiustati per la variazione del coefficiente di riserva obbligatoria.

La base monetaria, calcolata come media di dati giornalieri nel periodo di mantenimento della riserva obbligatoria, è cresciuta nell'anno del 10,4 per cento, contro il 9,5 per cento del 1989 (tav. 15). La maggiore crescita è dovuta in ampia misura alla domanda di circolante, considerevolmente elevata negli ultimi giorni dell'anno. Il fenomeno, a differenza di quanto

Gli interventi della Banca d'Italia sul mercato monetario

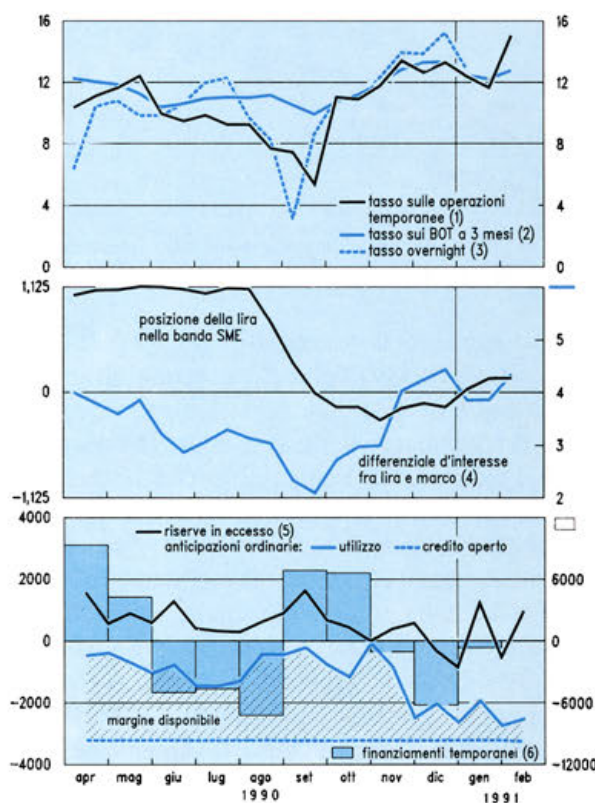
Nell'ultima parte del 1990, gli interventi dell'Istituto sul mercato valutario e su quello interno hanno determinato un'accentuata restrizione delle condizioni monetarie.

In ottobre, i deflussi valutari sono stati pari a 2.300 miliardi, nonostante il collocamento all'estero di un prestito di 1 miliardo di ecu. In presenza di un'elevata immissione di liquidità attraverso il conto corrente di tesoreria, l'Istituto è intervenuto vendendo titoli in via temporanea per complessivi 13.100 miliardi a tassi prossimi all'11 per cento, in netto rialzo rispetto a settembre. Il differenziale fra i rendimenti a breve interni e quelli tedeschi è tornato ad ampliarsi: sull'interbancario a 3 mesi, dopo essere sceso dal 5 a quasi il 2 per cento tra febbraio e settembre, è risalito al 3 per cento (cfr. figura).

Il finanziamento del fabbisogno è stato attuato soprattutto attraverso emissioni di BOT e di CCT, sottoscritti per 13.100 miliardi al netto dei titoli in scadenza, mentre sono stati effettuati rimborsi netti di titoli a tasso fisso per 4.000 miliardi. Rispetto ai minimi del mese precedente, il tasso sui BOT a 3 mesi si è innalzato di circa un punto, risalendo al di sopra del 10 per cento.

Le pressioni sul cambio si sono accentuate nelle prime due decadi di novembre, particolarmente nei giorni immediatamente successivi all'aumento di mezzo punto del tasso Lombard tedesco e al contestuale cedimento del dollaro; il deflusso di riserve nel mese è ammontato a 5.000 miliardi. In prossimità del termine del primo periodo di mantenimento della riserva mobilizzata, alla metà del mese, l'Istituto ha posto in essere due operazioni temporanee di impiego per complessivi 2.000 miliardi, a rendimenti rispettivamente dell'11,8 e del 13,4 per cento, impartendo al mercato un chiaro segnale di restrizione. Il sistema bancario ha risposto ampliando oltre i 2.000 miliardi l'utilizzo dell'anticipazione ordinaria; i tassi del mercato monetario sono saliti al di sopra del saggio di sconto. Nella seconda metà del mese l'overnight si è portato, in media, al 14 per cento, dal 10,9 di ottobre, mentre il tasso interbancario a 3 mesi si è innalzato al 13 per cento, determinando un aumento di oltre un punto del differenziale rispetto ai tassi tedeschi. In connessione con gli elevati livelli raggiunti dai rendimenti sulle attività a breve, nell'ultima decade la lira ha mostrato segni di recupero nei confronti sia del marco sia del franco francese.

Tassi di mercato monetario, posizione della lira nella banda dello SME e riserve bancarie (*)



(*) Medie quindicinali di osservazioni giornaliere, ad eccezione del tasso sui BOT a 3 mesi e della posizione in via temporanea del sistema bancario. - (1) Media dei tassi marginali di aggiudicazione sulle operazioni pronti contro termine accese nella quindicina. - (2) Tasso semplice lordo di aggiudicazione alle aste. - (3) Media ponderata delle quotazioni denaro-lettera. - (4) Differenziale fra il tasso interbancario italiano a 3 mesi e il corrispondente tasso tedesco. - (5) Saldo sul conto di riserva meno obbligo medio e depositi presso la Banca d'Italia di aziende di credito non soggette a obbligo di riserva; prima della mobilitazione della riserva obbligatoria: depositi liberi presso la Banca d'Italia. - (6) Media mensile della posizione netta in via temporanea del sistema bancario nei confronti della Banca d'Italia (pronti contro termine e altre operazioni di mercato aperto temporanee).

La restrizione monetaria ha manifestato i suoi effetti soprattutto sul segmento a breve termine del mercato dei titoli; all'asta di fine mese, il tasso netto sui BOT trimestrali è salito all'11,7 per cento. La domanda di titoli a tasso fisso è tornata abbondante e i rendimenti a medio termine non hanno risentito delle tensioni sui tassi a breve, nonostante le elevate emissioni nette. In particolare, il mercato ha accolto positivamente la ripresa delle

emissioni di BTP settennali, interrotte tre mesi prima: a fronte di un'offerta di 3.500 miliardi, in due tranches successive, ne sono stati domandati per oltre 8.000 miliardi, a un tasso del 12,4 per cento. Nonostante il favore riservato dagli investitori ai titoli del Tesoro e l'elevato volume di collocamenti netti, la dilatazione imprevista del fabbisogno ha portato a fine mese a uno sconfinamento di 1.400 miliardi sul conto corrente di tesoreria.

Nelle prime due decadi di dicembre, i rialzi dei tassi di mercato in Germania, valutabili, rispetto a fine novembre, in poco meno di 1 punto sul segmento a 1 mese e in 3 decimi su quello a 3 mesi, si sono tradotti in ulteriori spinte al rialzo del marco. L'azione della Banca d'Italia ha determinato un inasprimento monetario, a cui ha contribuito la concomitanza di vari fattori: un forte aumento della domanda di circolante, un fabbisogno sensibilmente inferiore alle previsioni, ingenti collocamenti di titoli sul mercato primario. Gli interventi in via temporanea dell'Istituto hanno finanziato il sistema in misura limitata, inducendo le aziende di credito a ricorrere alle anticipazioni a scadenza fissa per ammontari rilevanti; nondimeno, a fine anno, l'indebitamento del sistema bancario nei confronti dell'Istituto, comprensivo di finanziamenti pronti contro termine e anticipazioni a scadenza fissa, si è collocato sui 10.300 miliardi. Il tasso overnight si è innalzato, portandosi al di sopra del 15 per cento. Il differenziale fra i rendimenti offerti sulla lira e sulle principali valute si è ulteriormente allargato, raggiungendo i massimi dell'anno rispetto al franco francese, che ha continuato a deprezzarsi nei confronti della lira. In congiunzione con la ripresa del dollaro, nell'ultima decade la pressione del marco sulle altre valute dello SME si è sensibilmente attenuata.

La domanda di titoli a breve termine è stata meno sostenuta; la Banca ha effettuato acquisti alle aste dei BOT per complessivi 3.200 miliardi. Riflettendo le condizioni monetarie particolarmente restrittive, il tasso di aggiudicazione dei BOT a 3 mesi è aumentato di mezzo punto, raggiungendo, in media, un picco del 12,2 per cento. Particolarmente forte si è mantenuta, invece, la domanda sul segmento a medio termine, consentendo un volume di emissioni nette di gran lunga più elevato del fabbisogno; ciò ha permesso al Tesoro di chiudere l'anno con un margine attivo sul conto corrente di tesoreria di 6.300 miliardi.

Il recupero del dollaro e il minor vigore del marco, connessi con il riacuirsi delle tensioni politiche internazionali, hanno contribuito, in gennaio, a migliorare la posizione della lira, che si è tenuta al di sopra del punto centrale della banda di oscillazione. Ciò è avvenuto nonostante una riduzione del differenziale fra i tassi a breve termine interni e quelli tedeschi e francesi, valutabile in circa 1 punto sul segmento a 1 mese e in cinquanta centesimi su quello a 3 mesi rispetto a fine dicembre.

L'elevata liquidità creata dal Tesoro nella prima metà del mese ha consentito alle banche di riassorbire l'indebitamento nei confronti dell'Istituto. La Banca d'Italia ha offerto al sistema operazioni di impiego pronti contro termine per complessivi 6.800 miliardi, a rendimenti medi di poco superiori al 12 per cento, in discesa di 1 punto rispetto alla fine del mese precedente. Il margine disponibile sull'anticipazione ordinaria è risalito, nella media della prima quindicina, a 1.300 miliardi, dai 600 di fine dicembre, e il tasso overnight si è riportato in prossimità del tasso di sconto. Nella seconda parte del mese, le condizioni monetarie sono divenute più tese e i tassi a brevissimo termine del mercato monetario sono risaliti in media di 1 punto.

L'aumento dei tassi ufficiali tedeschi e la riduzione del tasso di sconto negli Stati Uniti hanno determinato, agli inizi di febbraio, il riacuirsi delle pressioni all'apprezzamento del marco nei confronti del dollaro. Immediatamente dopo queste decisioni, la Banca d'Italia ha effettuato un'operazione temporanea d'impiego di 2.000 miliardi, accogliendo richieste fino a un tasso massimo del 15 cento e impartendo un segnale di fermezza che i mercati hanno recepito. A fronte di variazioni trascurabili dei tassi di mercato in Germania e di riduzioni dell'ordine di mezzo punto in Francia, i tassi interbancari italiani hanno subito un incremento valutabile in circa 50 centesimi sui depositi a 1 mese e in tre decimi su quelli a 3 mesi, determinando un nuovo ampliamento del differenziale d'interesse. La lira ha subito una flessione marginale nei confronti della valuta tedesca, mentre ha continuato ad apprezzarsi nei confronti del franco francese, permanendo al di sopra della parità centrale dello SME.

Molto positiva è stata l'accoglienza riservata sull'euromercato al prestito della Repubblica in dollari, con scadenza decennale; è stato così possibile elevare a 2 miliardi di dollari il quantitativo in emissione dagli 1,5 offerti inizialmente.

avvenuto nello scorcio del 1989, sembra riconducibile a fattori che possono aver influito sul profilo della stagionalità. Il tasso di crescita delle sole riserve bancarie, calcolato in modo analogo, è stato del 9,7 per cento, contro il 9,2 dell'anno precedente. L'aumento complessivo della base monetaria (13.700 miliardi; tav. 16) è risultato inferiore alla creazione del solo canale estero (15.400 miliardi); la creazione del canale Tesoro è stata di entità modesta (700 miliardi).

Tav. 16

Base monetaria
(variazioni in miliardi di lire)

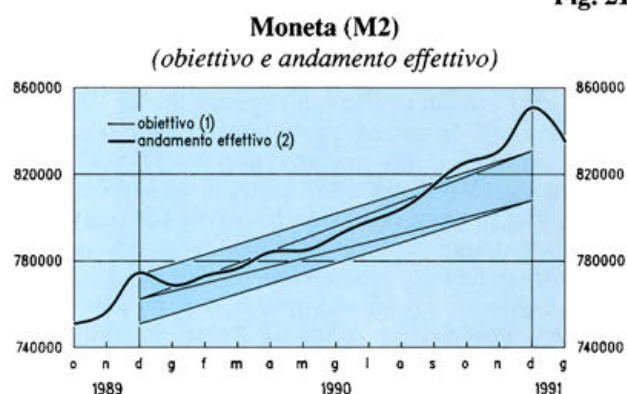
VOCI	1989	1990 (1)	
	Anno (2)	Ott.-dic.	Anno (2)
Creazione			
Estero	14.971	-8.360	15.440
Tesoro	6.346	15.670	695
Fabbisogno	133.857	61.640	146.166
(al netto regolazioni debiti pregressi)	(132.339)	(57.023)	(141.335)
Titoli sul mercato	-95.784	-47.933	-114.758
Raccolta postale e debiti esteri (3)	-31.727	1.963	-30.713
Rifinanziamento alle aziende di credito	1.203	2.641	1.270
Altri settori	-2.015	771	-3.726
Totale ...	20.505	10.722	13.679
Utilizzo			
Circolante	10.507	7.021	2.793
Riserve bancarie	9.998	3.701	10.855
Depositi presso B.I.	9.746	2.725	10.746
— per memoria:			
riserva obbligatoria (4)	9.746	4.684	13.026
Altre voci (5)	252	975	140

(1) Dati provvisori. — (2) I dati risentono dell'espansione anomala della base monetaria verificatasi a seguito degli scioperi bancari di fine 1989. — (3) Incluse le altre voci minori. — (4) Dall'ottobre del 1990, include l'obbligo medio di riserva e la riserva obbligatoria sulla raccolta netta in valuta. — (5) Cassa contante e margine disponibile sulle anticipazioni ordinarie; include, fino al dicembre del 1988, i depositi presso il Tesoro e gli ammassi obbligatori non riscontati presso la Banca d'Italia.

L'andamento della moneta (M2), su dati di fine mese, mostra che nei primi otto mesi dell'anno l'aggregato si è mantenuto all'interno della fascia-obiettivo (fig. 21). Ha poi subito un'accelerazione, ri-

sentendo di tre fattori: l'effetto ritardato della riduzione del differenziale fra i tassi sui titoli e quelli sulla raccolta bancaria, avvenuta nei mesi centrali dell'anno; il profilo più elevato dei prezzi, che ha stimolato la crescita della moneta dal lato della domanda; la dilatazione del fabbisogno del Tesoro, che ha provocato, come normalmente si osserva nel breve periodo, una maggiore detenzione di saldi liquidi. A dicembre, la crescita è risultata eccezionalmente elevata, a causa dei citati fenomeni di *window dressing*; l'accidentalità del dato di fine anno è testimoniata dal rientro avvenuto dall'inizio di gennaio.

Fig. 21



(1) La fascia-obiettivo è compresa fra il 6 e il 9 per cento. — (2) Il dato di fine 1989 risente degli effetti degli scioperi bancari.

Calcolata sul dato medio del mese di dicembre, in parte stimato a causa di lacune informative su certe componenti, la crescita di M2 è stata del 9,6 per cento: analoga a quella dell'anno precedente (9,4 per cento) e circa mezzo punto percentuale al di sopra del limite della fascia-obiettivo (6-9 per cento). Un più ampio sconfinamento dall'obiettivo è stato evitato con la restrizione monetaria posta in essere negli ultimi mesi dell'anno, che ha determinato la riapertura del divario fra tassi sui titoli e tassi bancari passivi. Nella media annua, il rapporto fra M2 e PIL si è mantenuto, come nell'anno precedente, vicino alla norma prevalente nella seconda metà degli anni ottanta.

I depositi bancari, componente principale della moneta, sono cresciuti, sempre su dati medi, dell'8,9 per cento, contro l'8 del 1989. All'interno di questo aggregato è proseguita la ricomposizione in favore dei certificati di deposito; la moneta, al netto di questi ultimi (M2A), è cresciuta del 5,8 per cento, contro il 5,4 del 1989.

È persistita la tendenza, in atto da alcuni anni, alla riduzione del grado di liquidità delle attività finanziarie sull'interno: nei dodici mesi terminanti a novembre la quota di M2 sul totale delle suddette attività è scesa ulteriormente, raggiungendo il 46 per cento, mentre quella dei titoli a medio-lungo termine, grazie all'andamento in media favorevole delle emissioni, è cresciuta (tav. 17).

Tav. 17

Attività finanziarie (*)
(composizione percentuale)

VOCI	Consistenze		Flussi	
	Nov.	Nov.	12 mesi terminanti a	
	1989	1990	novembre	1990
Moneta (M2)	47,4	46,0	34,9	36,2
di cui: dep. bancari ..	37,2	35,9	24,1	27,2
BOT e accettazioni ..	16,3	16,3	24,8	16,7
CD degli ICS	3,1	3,5	4,9	6,8
Titoli a m.-l. termine ..	30,0	31,5	39,1	40,0
Quote fondi comuni ..	3,1	2,6	-3,8	-0,1
Totale ...	100,0	100,0	100,0	100,0

(*) Attività finanziarie sull'interno del settore non statale, escluse le azioni; la mancata quadratura è dovuta all'esistenza di alcune poste minori.

La crescita dei finanziamenti al settore non statale è risultata ancora elevata: 15,6 per cento, quasi tre punti percentuali in meno del 1989 ma altrettanti in più rispetto alla previsione indicata nel precedente Bollettino Economico. Il rallentamento rispetto al 1989, più evidente nell'aggregato che include i soli finanziamenti interni, è però presente anche se vi si comprendono quelli erogati dall'estero. In dicembre, a sostenere la dinamica del credito hanno contribuito in ampia misura i finanziamenti bancari in lire. Le condizioni monetarie restrittive hanno incentivato negli ultimi mesi l'accensione di prestiti di natura finanziaria, che traggono stimolo dall'esistenza di margini positivi fra i tassi di mercato monetario e il costo del credito; l'entità del fenomeno ha più che compensato la decelerazione della domanda di prestiti dovuta al rallentamento dell'attività produttiva. All'espansione del credito hanno contribuito anche gli istituti di credito speciale, i cui prestiti sono aumentati del 16,2 per cento; alla fine dell'anno, la crescita ha interessato in modo parti-

colare la componente a breve termine del credito mobiliare, altamente sostituibile con quello bancario. A contenere l'espansione dell'aggregato hanno concorso, invece, le emissioni obbligazionarie, risultate, al netto dei rimborsi, negative del 10,6 per cento.

Riflettendo sia il rallentamento dei finanziamenti al settore non statale sia la minore espansione relativa del fabbisogno statale, il credito totale interno è cresciuto nell'anno del 13,4 per cento, contro il 15,2 per cento del 1989 (tav. 18).

Tav. 18

Credito totale interno
(variazioni percentuali nel periodo)

VOCI	1989	1990 (1)
Finanziamenti da aziende di credito (2) ..	22,1	17,4
Finanziamenti da istituti di credito speciale	15,7	16,2
Emissioni nette di obbligazioni	-1,4	-10,6
Finanziamenti al settore non statale ..	18,6	15,6
Fabbisogno interno del settore statale (3)	13,1	12,0
Credito totale interno	15,2	13,4

(1) Dati provvisori. — (2) Dati corretti delle variazioni del tasso di cambio e dei consolidamenti. — (3) Al netto degli apporti ai fondi di dotazione degli intermediari finanziari e dei consolidamenti.

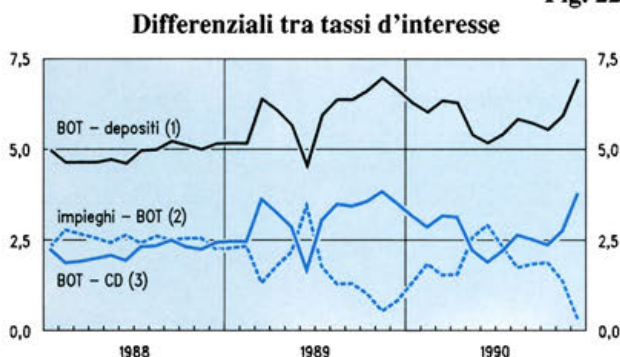
L'attività degli intermediari creditizi

Sono proseguite nell'ultima parte dell'anno le tendenze evolutive della struttura dei bilanci bancari già commentate nel precedente numero del Bollettino; al passivo, i certificati di deposito hanno continuato a espandersi più rapidamente delle tradizionali forme di raccolta, all'attivo si è assistito a un'ulteriore compressione della quota dei titoli sul totale del credito in lire.

Mentre i rendimenti sui BOT sono scesi di quasi 2 punti percentuali nel primo semestre, per poi risalire quasi di pari misura nel secondo, i tassi medi sui depositi sono rimasti sostanzialmente stabili, salvo la correzione verso il basso attuata dopo la riduzione, a maggio, del tasso di sconto. Il differenziale fra il tasso dei BOT e quello medio sulla raccolta ordinaria, sceso dopo la prima metà dell'anno al livello del 1988, si è nuo-

vamente innalzato, sfiorando a dicembre i 7 punti percentuali (fig. 22). All'attivo, i tassi sugli impieghi sono stati nel corso dell'anno per lo più cedenti, con una discesa particolarmente rapida nel periodo successivo alla riduzione del tasso di sconto (fig. 23); alla fine dell'anno, per effetto delle condizioni di liquidità restrittive, il tasso attivo è nuovamente aumentato, pur mantenendosi su un livello più basso di quello del periodo precedente la riduzione del tasso ufficiale. La reattività del costo degli impieghi alle condizioni del mercato monetario è stata maggiore per le aziende di grande dimensione, contraddistinte da un portafoglio titoli più contenuto, da una partecipazione più attiva al mercato interbancario e da un maggiore utilizzo della mobilitazione della riserva. Per il complesso del sistema bancario, la flessibilità dei tassi attivi, particolarmente quelli minimi, rimane tuttavia ancora limitata.

Fig. 22



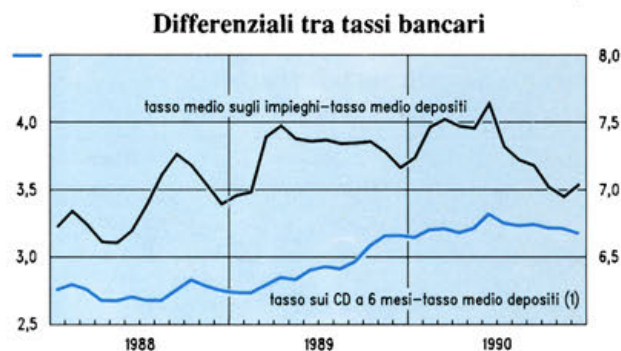
(1) Tasso sui BOT a 6 mesi meno tasso medio sui depositi a risparmio e in conto corrente; al netto della ritenuta fiscale. - (2) Tasso medio sugli impieghi meno rendimento dei BOT a 6 mesi. - (3) Tasso sui BOT a 6 mesi meno tasso sui CD di corrispondente durata; al netto della ritenuta fiscale.

La quota dei certificati di deposito sul totale della raccolta si è portata, alla fine dell'anno, al 17,5 per cento, contro il 13,8 della fine del 1989. All'interno di questa forma di raccolta continua ad accrescersi la componente oltre i 18 mesi, che beneficia di un più favorevole trattamento fiscale.

Dopo la liberalizzazione dei movimenti di capitale a breve, avvenuta a maggio, si è intensificata la raccolta effettuata da filiali estere di alcune banche italiane anche mediante certificati in eurolire, che godono di regimi fiscali e di obblighi di riserva più favorevoli di quelli italiani (si veda il riquadro). A questi stru-

menti si aggiungono quelli con analoghe caratteristiche offerti da banche estere, per i quali non si dispone di informazioni quantitative sistematiche. Sull'interno, le aziende di credito hanno ulteriormente diversificato la raccolta, anche ampliando l'offerta di strumenti denominati in valuta.

Fig. 23



(1) Tassi al netto della ritenuta fiscale.

All'attivo, la quota dei titoli sul totale del credito è passata dal 33 per cento della fine del 1989 al 28 per cento alla fine del 1990. I ritmi elevati con cui è proseguito lo smobilizzo dei portafogli fino ai tempi più recenti e l'ampio volume di titoli tuttora a disposizione del sistema bancario fanno dubitare che il processo di ricomposizione degli attivi possa dirsi, almeno in termini aggregati, esaurito; per talune aziende, tuttavia, particolarmente tra quelle di maggiore dimensione, la disponibilità di titoli già oggi costituisce un fattore di condizionamento della politica di impiego e di raccolta.

Il rallentamento della crescita dei prestiti erogati dalle banche residenti in Italia, passata dal 21,7 per cento del 1989 al 17,5 per cento nel 1990, è stato in parte compensato dall'espansione del credito concesso dalle filiali estere, la cui quota sul totale è salita, nell'anno, dal 3,8 al 6 per cento. La dinamica degli impieghi, più sostenuta nella componente in lire, può, come si è detto, essere almeno in parte attribuita a fattori finanziari: la composizione del credito bancario per settori destinatari mostra un andamento sostenuto del credito concesso alle imprese finanziarie e assicurative, mentre quello erogato alle imprese non finanziarie ha mostrato un rallentamento.

I depositi all'estero e in valuta dei residenti e la raccolta delle filiali estere di banche italiane

Il decreto ministeriale del 27 aprile 1990, col quale si è consentito ai residenti italiani di detenere depositi presso banche estere e depositi in valuta presso banche residenti, ha portato a compimento, dal lato della domanda di attività finanziarie, il processo di liberalizzazione dei movimenti di capitale. Nei mesi successivi gli operatori italiani hanno accentuato la diversificazione del proprio portafoglio di attività a breve. Si è contemporaneamente rafforzata la raccolta delle filiali estere di banche italiane.

Dalle segnalazioni valutarie si desume che fra maggio e dicembre gli operatori non bancari residenti hanno fatto defluire verso banche estere fondi a breve per un importo lordo di 5.400 miliardi; nello stesso periodo vi sono stati afflussi per 4.600 miliardi. Secondo dati tratti dalle segnalazioni di Vigilanza, i depositi in valuta dei residenti presso banche domiciliate in Italia sono passati, al controvalore in lire, dai 3.000 miliardi di marzo ai 3.700 miliardi di settembre.

Le filiali estere delle quindici banche italiane che dispongono di una rete internazionale hanno particolarmente beneficiato dell'opportunità offerta agli ope-

ratori italiani dal provvedimento di aprile. Nei due trimestri centrali del 1990, infatti, esse hanno intermediato, secondo stime della BRI, circa la metà dei fondi fatti affluire da residenti in Italia a banche estere. Questo tipo di raccolta, prevalentemente in valuta, è passata (cfr. la tavola) da 1.100 miliardi di lire in marzo a 2.700 miliardi in settembre, soprattutto nella forma dei depositi "vincolati". Nel complesso, la quota attribuibile ai residenti italiani sul totale dei depositi da clientela ordinaria di queste filiali è passata dal 3,3 al 6,2 per cento.

Questo fenomeno si è inserito in un contesto di rafforzamento della presenza della rete estera del sistema bancario italiano. Sebbene l'approvvigionamento di fondi continui ad avvenire prevalentemente sull'interbancario, comincia ad assumere consistenza la raccolta da clientela ordinaria; questa è passata dai 33.000 miliardi di lire di marzo ai 43.500 di settembre. Al suo interno si sono particolarmente accresciuti, da un lato, il segmento "vincolato", passato negli stessi mesi da 30.700 a 41.300 miliardi, dall'altro, l'aggregato in lire. Quest'ultimo, che riflette il favorevole andamento delle emissioni di certificati di deposito in eurolire sulla piazza di Londra, si è portato da 3.100 a 5.600 miliardi.

Depositi di clientela ordinaria presso le filiali estere delle banche italiane
(consistenze di fine mese in miliardi di lire)

PERIODO	Depositi di residenti italiani			Depositi di non residenti			Totale depositi
	Totale residenti	di cui		Totale non residenti	di cui		
		valuta	vincolati		valuta	vincolati	
1989 – Marzo	700	400	—	26.200	22.100	—	26.900
Settembre	1.000	700	—	28.300	25.800	—	29.300
1990 – Marzo	1.100	950	700	31.900	28.950	30.000	33.000
Settembre (*)	2.700	2.400	2.350	40.800	35.500	38.950	43.500

Fonte: Segnalazioni di Vigilanza.
(*) Dati parzialmente stimati.

Fonte: Segnalazioni di Vigilanza.
(*) Dati parzialmente stimati.

L'attività delle tesorerie bancarie ha tratto impulso dalla mobilitazione della riserva obbligatoria. La riforma, la cui fase d'avvio ha coinciso con condizioni monetarie fortemente restrittive, permette alle banche di economizzare le scorte liquide infruttifere (le "riserve in eccesso" presso la Banca d'Italia, remunerate allo 0,5 per cento) e di ottimizzare la gestione dei flussi di liquidità nell'arco del periodo di calcolo della riserva obbligatoria, avvalendosi del mercato telematico dei depositi interbancari recentemente istituito. Dalla mobilitazione è derivata una netta riduzione della variabilità dei tassi interbancari a breve, particolarmente nella parte bassa del loro campo di variazione. La risposta del sistema bancario alla riforma è stata pronta e positiva: le aziende, particolarmente quelle di maggiore dimensione, hanno fatto ampio uso della facoltà di redistribuire giornalmente i saldi sul conto di riserva, nel rispetto dell'obbligo medio (si veda la Nota *"La mobilitazione della riserva obbligatoria"* in questo Bollettino).

Fra agosto e novembre è nettamente rallentata l'attività degli istituti di credito speciale; il saggio di crescita del credito da essi erogato è sceso dal 18,8 per cento nei primi otto mesi dell'anno al 9,9 nel trimestre successivo. La decelerazione ha interessato in modo particolare gli istituti mobiliari; più sostenuta si è mantenuta l'attività di quelli fondiari, rivolta soprattutto al finanziamento degli investimenti delle famiglie in abitazioni. Il credito al settore produttivo, imprese non finanziarie e famiglie produttrici ha riflesso le tendenze congiunturali progressivamente meno favorevoli; il tasso di incremento è sceso dal 18,2 di giugno al 14,5 di novembre. Su livelli sostenuti si è invece mantenuto il flusso di finanziamenti diretto alla produzione di servizi destinati alla vendita, il cui tasso di crescita annuo è salito dal 20,8 al 22,8 per cento. Lo sviluppo del credito speciale ha segnato in dicembre una nuova accelerazione; in presenza di un aumento pronunciato dei rendimenti di mercato monetario, anche questo risultato potrebbe riflettere l'insorgenza di fenomeni di "arbitraggio" finanziario, analogamente a quanto avvenuto per le banche.

L'evoluzione della raccolta degli istituti nella seconda parte del 1990 ha confermato le linee di tendenza, emerse negli ultimi due anni, verso la sostituzione delle obbligazioni con certificati di deposito e con la

raccolta sui mercati esteri. Nel periodo compreso tra agosto e novembre i collocamenti netti di obbligazioni sono risultati pari a 2.600 miliardi, a fronte di una provvista di 2.200 miliardi con certificati di deposito e di 4.000 miliardi in valuta. Rilevante è stato il ricorso a forme di indicizzazione, che, nel terzo trimestre, hanno caratterizzato la metà delle nuove emissioni obbligazionarie e un quarto di quelle di certificati di deposito. Lo sviluppo delle passività in valuta ha interessato tutte le categorie di istituti; particolarmente intenso è risultato per quelli fondiari, che nel periodo da settembre a novembre hanno incrementato la consistenza del finanziamento in valuta sui mercati esteri da 14.200 a 16.000 miliardi.

L'andamento dei tassi d'interesse attivi e passivi degli istituti è stato caratterizzato da una tendenza al rialzo, dai minimi toccati nel terzo trimestre; tra settembre e novembre i tassi sui prestiti a lungo termine indicizzati e quelli sul credito a breve hanno guadagnato rispettivamente mezzo punto e due terzi di punto percentuale. Più ridotta è stata la variazione dei tassi sui certificati di deposito, contenuta nell'ordine dei due decimi di punto.

Il mercato finanziario

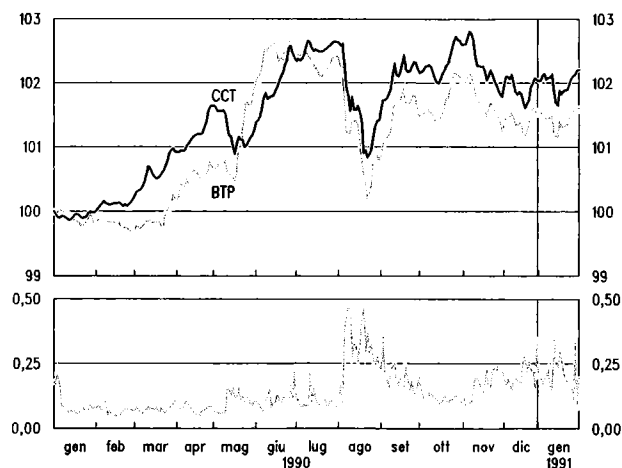
Dopo oltre un semestre di crescita pressoché ininterrotta delle quotazioni, il mercato dei titoli di Stato ha risentito in agosto dell'incertezza generata dalla crisi del Golfo e della connessa debolezza della lira; al cedimento dei corsi si è accompagnato un netto aumento degli *spreads* fra quotazioni lettera e denaro (fig. 24), mentre la struttura per scadenze dei rendimenti dei BTP si è temporaneamente innalzata. Il fermo controllo monetario dell'ultimo trimestre e la tenuta del cambio hanno creato le condizioni per una ripresa, tanto più significativa se si considera il forte aumento subito nel frattempo dai tassi a breve.

Dopo agosto, la struttura per scadenze dei tassi d'interesse ha ridotto la sua inclinazione, essendosi i rendimenti innalzati in corrispondenza delle scadenze inferiori ai due anni e mezzo e ridotti in quelle più lunghe (fig. 25). Questa evoluzione, attribuibile anche ad aspettative di rallentamento dell'attività economica, è stata favorita dall'accresciuto spessore del mercato secondario telematico, limitatamente ai

comparti oltre il breve termine (si veda il riquadro); l'accresciuta liquidità del mercato ha permesso di contenere la variabilità dei tassi, facilitando anche le nuove emissioni.

Fig. 24

Mercato telematico: indici secchi di CCT e BTP e spread medio

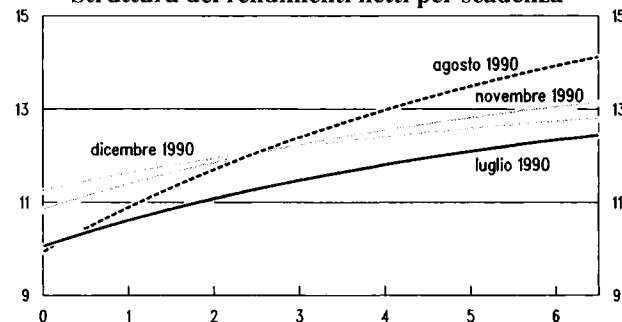


Nel 1990 le emissioni nette di titoli di Stato sono state pari a 115.100 miliardi (tav. 19), 4.300 in più rispetto all'anno precedente; i titoli emessi a fronte di consolidamenti sono ammontati a 4.600 miliardi. Le emissioni nette di BOT sono cresciute da 39.800 a

44.600 miliardi. I rimborsi di BTP sono stati, nell'anno, particolarmente rilevanti: 87.800 miliardi, contro 14.100 nel 1989. Essi hanno superato le nuove emissioni di 13.500 miliardi, contro collocamenti netti per 27.000 miliardi nel 1989; a ciò si è però accompagnato un cospicuo aumento delle emissioni nette di CTO (da 15.300 a 26.700). L'offerta netta di CCT è cresciuta da 20.900 a 54.200 miliardi. Le elevate emissioni di titoli a medio termine hanno permesso di arrestare, come si è detto, la diminuzione della vita media del debito pubblico; tuttavia, a tale risultato si è accompagnato un forte calo del peso dei titoli a medio termine a tasso fisso, in lire e in valuta, sul totale delle emissioni nette (dal 45 per cento del dicembre 1989 al 18 per cento del dicembre scorso).

Fig. 25

Struttura dei rendimenti netti per scadenza



(1) La struttura dei rendimenti esprime la relazione tra i rendimenti percentuali di obbligazioni prive di cedola e le loro scadenze in anni.

Tav. 19

**Titoli di Stato
(miliardi di lire)**

DATA	BOT	BTE	CCT	BTP	CTO	CTE	Altri	Totale
Emissioni lorde								
1987	316.110	2.311	55.480	19.020	—	2.231	10.605	405.757
1988	409.411	7.289	27.350	75.383	594	11.167	697	531.891
1989	498.553	11.313	21.300	41.100	15.620	9.025	634	597.545
1990	559.196	6.109	75.538	74.294	27.161	8.017	4.582	754.897
Emissioni nette (1)								
1987	25.171	2.311	35.267	13.538	—	2.231	6.674	85.192
1988	36.275	5.738	-7.848	59.781	564	11.167	-1.032	104.645
1989	39.778	3.264	20.916	27.006	15.336	7.434	-2.968	110.766
1990	44.641	-4.072	54.214	-13.509	26.678	7.262	-113	115.101

(1) Valori al netto dei rimborsi e degli scarti di emissione. Per i BOT i valori sono al netto dei soli rimborsi.

L'evoluzione dei tassi a medio-lungo termine sul mercato telematico

Nell'ultimo trimestre del 1990 e nella fase iniziale del 1991, alla variabilità dei tassi a breve determinata da fattori internazionali e dall'azione della politica monetaria si è contrapposta una considerevole stabilità sui mercati dei titoli di Stato a medio-lungo termine a tasso fisso.

Questa evoluzione è stata favorita da due ordini di fattori. In primo luogo, la stabilità del cambio e i timori di rallentamento della crescita economica hanno contribuito a ridurre le aspettative sul livello dei tassi futuri. In secondo luogo, lo sviluppo del mercato secondario telematico ha, da un lato, favorito la trasmissione sui prezzi dei titoli delle aspettative degli operatori sulle variabili fondamentali; dall'altro, ha ridotto il premio di liquidità. L'effetto del temporaneo aumento dei tassi a breve sui rendimenti a medio-lungo termine è risultato pertanto attenuato.

Sul mercato primario, dall'ottobre dello scorso anno le quantità di BTP domandate hanno sempre ecceduto quelle offerte. Complessivamente, tra la prima asta di ottobre e quella iniziale di febbraio le richieste per le tre scadenze emesse (quattro, cinque e sette anni) hanno superato di oltre il settanta per cento le quantità poste in asta dal Tesoro (26.500 miliardi). Sul mercato secondario, l'andamento dei tassi è stato caratterizzato da notevole stabilità e dalla riduzione del premio per scadenza.

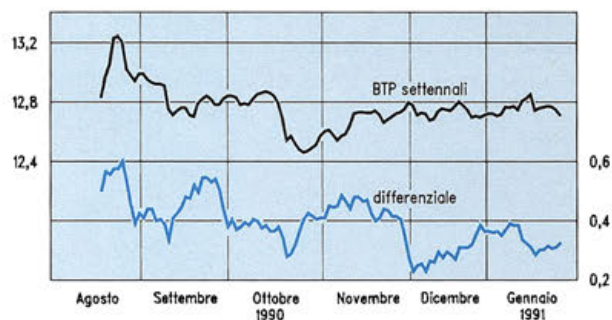
Nei mesi compresi tra agosto 1990 e gennaio 1991, nei quali i mercati finanziari hanno risentito delle tensioni provocate dalla crisi del Golfo, il coefficiente di varia-

ne dei rendimenti dei BTP a quattro anni è risultato inferiore di quasi 4 volte rispetto all'analogo rapporto per i BOT a 3 mesi (contro meno di 3 volte nel trimestre precedente). Considerando anche i BTP a sette anni, ammessi alla quotazione sul telematico dal 20 agosto del 1990, il coefficiente per i titoli a medio-lungo termine si è ridotto in misura considerevole anche in termini assoluti (da 2,4 a 1,5 punti percentuali), avvicinandosi ai valori tedeschi e francesi (passati rispettivamente da 1,3 a 0,9 e da 2,2 a 1,8 punti percentuali).

A tali andamenti si è accompagnata una riduzione del premio per scadenza richiesto dal mercato. Questa evoluzione ha interessato l'intero arco delle scadenze; per i ti-

Fig. 1

Mercato telematico: rendimento dei BTP settennali e differenziale rispetto ai BTP quadriennali (1)



(1) Tassi netti. Dati giornalieri.

Nell'anno, le emissioni nette di titoli di Stato a medio termine in lire (BTP, CCT e CTO) hanno coperto una quota del fabbisogno del Tesoro pari al 46 per cento, analoga a quella dell'anno precedente (47 per cento). Escludendo i disinvestimenti netti della Banca d'Italia, le emissioni in questione sono state però maggiori, riflettendo il favore accordato dal mercato a questa forma di investimento: dal 44 per cento del fabbisogno nel 1989 al 52 per cento nel

1990. Il portafoglio titoli della Banca d'Italia al netto delle operazioni temporanee, ridottosi nell'anno di 4.900 miliardi, ha subito, soprattutto nell'ultimo trimestre, una netta ricomposizione: la quota dei BOT è salita dal 12 per cento della fine del 1989 al 20 per cento della fine dell'anno trascorso.

Presso le aziende di credito, come ricordato, è proseguita la tendenza allo smobilizzo del portafoglio

tolì con vita residua inferiore a due anni e mezzo essa è risultata marcata e ha determinato una sensibile rotazione della curva dei rendimenti tra agosto e dicembre (cfr. fig. 25, pag. 47). Il fenomeno si è manifestato anche nel tratto finale della curva dei rendimenti: tra agosto e dicembre il differenziale fra i rendimenti netti sui BTP a sette e a quattro anni ha mostrato un trend discendente (fig. 1), raggiungendo livelli inferiori rispetto a quelli che avevano caratterizzato l'emissione di fine giugno, quando si era commisurato a circa sessanta centesimi di punto.

Nel 1990 gli scambi complessivi sul mercato telematico sono stati pari a circa 6 volte quelli dell'anno precedente e a 7 volte quelli che nel 1988 erano stati effettuati complessivamente alla Borsa Valori di Milano e sul mercato telematico. Il rapporto tra il volume degli scambi e il valore complessivo dei titoli di Stato in circolazione è aumentato dal 7,9 per cento del 1989 al 41,7 per cento nel 1990.

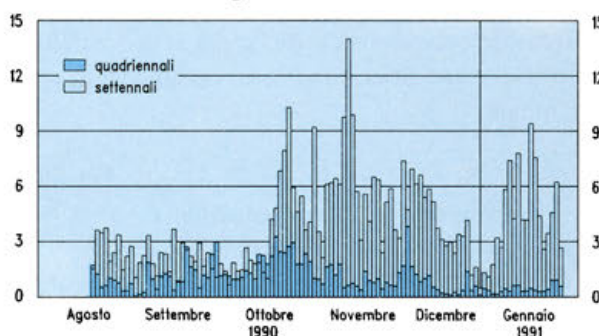
La crescita è risultata più sostenuta per i titoli a tasso fisso: nell'ultimo quadrimestre del 1990 le transazioni di BTP e CTO hanno rappresentato il 46 per cento di quelle complessive (contro 37 per cento nei precedenti mesi dell'anno); nello stesso periodo gli scambi medi giornalieri per tali categorie di titoli sono passati da 478 a 1.157 miliardi.

La crescita del volume di attività è stata particolarmente rilevante per i titoli a sette anni. Per tali titoli il turnover giornaliero (definito dal rapporto tra gli scambi e l'ammontare di titoli in circolazione) è stato molto più elevato rispetto a quello dei BTP quadriennali più attivamente scambiati (fig. 2), che risultano essere quelli di più recente emissione. Tale andamento si è verificato anche tra agosto e novembre, quando vi erano state unicamente

emissioni di titoli a quattro anni. Tra agosto 1990 e gennaio 1991 il bid-ask spread sui titoli a sette anni, in media pari a circa 3,3 centesimi di punto percentuale, è risultato sensibilmente più contenuto sia rispetto a quello medio di mercato (22 centesimi di punto) sia nei confronti di quello sui titoli a quattro anni (circa 6,3 centesimi).

Fig. 2

Mercato telematico: scambi giornalieri di BTP (1)



(1) Valori percentuali rispetto al nominale in circolazione.

Da quanto descritto emerge la complementarità tra diffusione di strumenti a tasso fisso a più lungo termine e spessore del mercato secondario. La prima agevola un maggior volume di scambi; al tempo stesso lo spessore del mercato secondario facilita le nuove emissioni. Gli effetti positivi di questa interazione potranno manifestarsi in modo ancor più accentuato dopo la diffusione dei BT decennali, la cui prima emissione è stata annunciata il 20 febbraio.

titoli; il portafoglio complessivo si è ridotto di 10.700 miliardi, contro 4.400 nel 1989, mentre la quota dei titoli sul totale del credito bancario è calata di 5 punti percentuali, fino al 28 per cento. Altri operatori finanziari sono invece ritornati, anche se in misura contenuta, all'investimento in titoli di Stato: gli istituti di credito speciale ne hanno sottoscritti per 2.300 miliardi, contro un disinvestimento di 2.800 nell'anno precedente, mentre per i fondi comuni l'investimento è

stato di 3.900 miliardi, contro un valore negativo di 3.600 nel 1989. Nel complesso, così come nell'anno precedente, il settore privato (famiglie e imprese) ha sottoscritto titoli per un ammontare pari ai collocamenti totali sul mercato. La quota dei titoli di Stato detenuta al di fuori del sistema bancario, pari al 40 per cento alla fine del 1980 e al 76 per cento alla fine del 1989, è ulteriormente salita, raggiungendo nello scorso luglio l'82 per cento.

Sul mercato azionario, dopo un primo semestre complessivamente positivo, le prospettive di rallentamento dell'attività economica, l'aumento dei tassi d'interesse, il rincaro delle materie prime hanno indotto gli operatori a rivedere le aspettative, determinando a fine dicembre un calo dei prezzi del 25 per cento rispetto alla fine del 1989 (fig. 26). La riduzione dei corsi alla Borsa Valori di Milano tra fine luglio e fine dicembre è stata la più elevata fra quelle riscontrate nei principali mercati finanziari internazionali, raggiungendo il 30 per cento contro il 27 di Francoforte e il 23 di Tokyo. All'andamento più sfavorevole del nostro mercato hanno concorso sia i timori connessi con la crisi del Golfo le cui conseguenze sono ritenute più rilevanti per l'economia italiana, sia, nei mesi di ottobre e novembre, le difficoltà a cui è andato incontro il decreto sulla tassazione dei guadagni in conto capitale.

Fig. 26



Nell'ultima parte dell'anno anche il volume degli scambi ha subito una sensibile diminuzione. Esso è stato influenzato, oltre che dai fattori di incertezza già ricordati, dallo sciopero dei procuratori, che ha determinato la chiusura della Borsa Valori di Milano per un giorno a ottobre e per quattro a novembre. Nell'ultimo quadrimestre il volume medio giornaliero di scambi si è dimezzato rispetto ai mesi precedenti, risultando pari a circa 120 miliardi.

In ottobre e novembre sono ulteriormente cresciuti gli scambi effettuati presso il SEAQ International di Londra su 14 dei principali titoli azionari italia-

ni. Pur considerando le difficoltà di confrontare dati rilevati con metodi diversi, è significativo che le transazioni svolte nei due mesi dagli operatori del SEAQ sui titoli italiani siano state pari a oltre il 65 per cento di quelle svolte alla Borsa Valori di Milano su quegli stessi titoli, assai più del 18,7 per cento del 1989 e del 38,8 per cento dei primi nove mesi del 1990. Nonostante la crescita degli scambi, lo *spread* tra le migliori quotazioni lettera e denaro sul mercato londinese è rimasto sui livelli, doppi rispetto a quelli dei mesi precedenti, raggiunti ad agosto dopo lo scoppio della crisi del Golfo. Di recente, altri 6 tra i principali titoli azionari italiani, ordinari e di risparmio, hanno avviato le quotazioni presso il SEAQ. Sul nostro mercato azionario si sta completando la rimozione degli ostacoli di ordine tecnico e amministrativo alla quotazione di titoli di altri paesi; alcune società estere hanno fatto richiesta di essere ammesse al listino.

Nel complesso del 1990 la raccolta netta dei fondi comuni mobiliari italiani è tornata positiva, risultando pari a oltre 800 miliardi. Continuando la tendenza del 1989, nei primi cinque mesi i rimborsi hanno superato le sottoscrizioni; nei restanti mesi la tendenza si è invertita. Una raccolta considerevole è stata realizzata dai fondi obbligazionari (circa 2.800 miliardi netti), mentre quelli misti hanno subito disinvestimenti (2.100 miliardi) e in quelli azionari la raccolta netta è stata pressoché nulla. Il successo degli obbligazionari è interamente dovuto alla crescente diffusione dei fondi collegati ai conti correnti bancari, che nel 1990, oltre a essere cresciuti di numero, hanno instaurato rapporti di collaborazione con aziende di credito con ampia diffusione di sportelli. Alla fine di dicembre 1990 i fondi che offrivano tali prodotti erano 10 e il loro patrimonio netto rappresentava oltre il 10 per cento di quello totale, contro il 3 per cento della fine del 1989. Al vantaggio proprio di tali fondi, consistente nell'offrire un prodotto differenziato rispetto alle passività delle banche e del Tesoro, nell'ultima parte dell'anno si è aggiunta la propensione dei risparmiatori, in condizioni di incertezza sull'evoluzione futura dei rendimenti, a detenere attività più liquide.

La crescita dei fondi obbligazionari ha determinato un aumento del peso dei titoli di Stato nel portafoglio complessivo dei fondi, passato nel 1990 dal 41

al 54 per cento; la crescita maggiore è stata registrata dai CCT (dal 28 al 40 per cento) e dai BOT (dal 3 al 5 per cento). Di riflesso, il peso delle azioni e dei titoli esteri si è ridotto.

I rendimenti netti dei fondi nel 1990 sono stati in media negativi nella misura di 3,5 punti percentuali, come risultato di un rendimento del 10,5 per cento dei

fondi obbligazionari e delle perdite subite dagli azionari e dai misti, rispettivamente del 13,2 e 7,9 per cento. Nello stesso periodo il rendimento netto dei CCT è stato in media pari al 14,2 per cento. I rendimenti dei singoli fondi hanno presentato un'ampia dispersione, variando tra un minimo del -22,3 per cento e un massimo del 16,4 per cento.

Le prospettive a breve termine

L'economia internazionale

Dopo la crisi del Golfo il rallentamento produttivo nei principali paesi industriali risulta intensificato, soprattutto a causa del deteriorarsi del clima di fiducia presso consumatori e imprese. Si assiste inoltre a crescenti sfasamenti nelle condizioni cicliche dei vari paesi. Il sommarsi delle incertezze economiche e politiche internazionali ha provocato la recessione là dove l'attività economica era già debole, come negli Stati Uniti, in Canada, nel Regno Unito. L'espansione è invece ancora sostenuta in Germania e in Giappone. Altri paesi, come Francia e Italia, si trovano in posizione intermedia, con bassa crescita.

I principali organismi internazionali hanno rivisto in peggio le previsioni per il 1991, pur confermando la prospettiva di una ripresa già nello scorcio dell'anno, che si consoliderebbe nel 1992. Nel quadro previsivo presentato dall'OCSE nel dicembre scorso, che ipotizza un prezzo del petrolio di 27 dollari al barile nel 1991, la crescita del prodotto interno lordo dei paesi industriali scenderebbe dal 2,8 per cento del 1990 al 2 nel 1991 per poi risalire al 2,5 nel 1992 (tav. 20).

Le preoccupazioni per un riaccendersi dell'inflazione si sono da ultimo mediamente attenuate, grazie anche alla reazione delle politiche monetarie ai rincari dei prodotti petroliferi. Il ritmo d'incremento dei prezzi al consumo ha mostrato in dicembre una lieve diminuzione, al 5,6 per cento dal 5,8 di novembre; l'inflazione si manterrebbe su quel livello nella media del 1991, per poi flettere di un punto nel 1992. A questi risultati contribuirebbe la debolezza dei prezzi delle materie prime non petrolifere, in atto da alcuni anni. Le più favorevoli aspettative d'inflazione si sono riflesse sui rendimenti dei titoli a medio e a lungo termi-

ne, che dalla fine di dicembre quasi ovunque sono lievemente diminuiti.

Il quadro previsivo è tuttavia altamente incerto. Le normali difficoltà a cogliere i punti di svolta del ciclo sono rese ancor maggiori dalla situazione politica segnata, oltre che dalla crisi del Golfo, dalle trasformazioni nei paesi dell'Europa centro-orientale. A ciò si aggiungono l'unificazione della Germania e fenomeni specifici, come la fragilità e la bassa propensione a erogare credito delle istituzioni finanziarie negli Stati Uniti.

Le vicende del Golfo restano il fattore d'incertezza più rilevante. Dopo l'inizio delle ostilità, il 17 gennaio, il temuto rincaro dei prodotti petroliferi non è avvenuto, anche per la decisione dell'Agenzia Internazionale dell'Energia (AIE) di rendere disponibili fino a 2,5 milioni di barili di petrolio al giorno, attraverso decumuli di scorte strategiche e misure di contenimento dei consumi. Le quotazioni del greggio sono diminuite da oltre 30 dollari fino a livelli anche inferiori ai 20 dollari al barile, non diversi da quelli della fine di luglio del 1990. Se si profilasse un assetto relativamente stabile per il Medio-Oriente, sul mercato del greggio le quotazioni potrebbero scendere al di sotto degli stessi livelli attuali. Il mercato continua però a essere caratterizzato da elevata volatilità. Anche non considerando l'ipotesi di catastrofiche impennate, che pure venne avanzata in più sedi nell'estate, non può escludersi una ripresa delle quotazioni, qualora le tensioni dovessero protrarsi.

Contribuisce alle difficoltà del momento la diversa intensità con la quale nei vari paesi si fa ricorso alle politiche monetarie rispetto a quelle di bilancio. Per attenuare l'incertezza, i Ministri finanziari e i Governatori dei sette principali paesi industriali, riunitisi a New York il 20 e il 21 gennaio, si sono ripromessi di rafforzare la cooperazione.

Le decisioni di politica monetaria continuano però a privilegiare le motivazioni interne. In Germania, la politica di tassi d'interesse elevati e marco forte è motivata con il dichiarato intento di contrastare le spinte inflazionistiche che possono nascere dalla pressione del disavanzo pubblico sulle risorse e dalle richieste di aumenti salariali. Il 31 gennaio scorso la Bundesbank ha aumentato di mezzo punto percentuale i saggi di sconto e Lombard, portandoli al 6,5 e al 9 per cento rispettivamente. Questa decisione, giustificata anche con la finalità tecnica di situare i tassi ufficiali su un livello più elevato dei tassi di mercato, ha nell'immediato rafforzato il marco nei confronti del dollaro e all'interno dello SME. I rendimenti di mercato a breve termine, aumentati nei mesi precedenti, si sono in realtà mossi in controtendenza

rispetto ai saggi ufficiali, passando dal 9,2 alla fine del mese di gennaio al 9,0 per cento a metà febbraio.

Negli Stati Uniti, l'esigenza di contrastare la recessione è divenuto l'obiettivo prioritario della politica monetaria. La recente riduzione del prezzo del petrolio e l'allentarsi delle spinte salariali attenuano i timori d'inflazione. Il 1° febbraio la Federal Reserve ha abbassato di mezzo punto il tasso di sconto; mediante interventi sul mercato monetario ha fatto inoltre scendere il tasso sui *federal funds* al 6,25 per cento. Questo valore è più basso di due punti rispetto a quello della metà del 1990 e si colloca, rispettivamente per 3 e 2 punti percentuali, al di sotto dei tassi a breve termine della Germania e del Giappone. Il deprezzamento del dollaro è stato contrastato da interventi coordinati delle banche centrali.

Tav. 20

Previsioni delle principali variabili macroeconomiche internazionali (1)

(variazioni percentuali rispetto all'anno precedente)

	1990	1991	1992		1990	1991	1992
Prodotto lordo (2)				Bilancio corrente (4)			
Paesi industriali	2,8	2,0	2,5	Paesi industriali	-111,0	-117,0	-95,0
di cui:				di cui:			
Stati Uniti	0,9	0,9	1,9	Stati Uniti	-95,2	-94,0	-61,0
Giappone	5,5	3,7	3,8	Giappone	35,8	37,0	36,0
CEE	2,9	2,2	2,5	CEE	-10,0	-32,0	-45,0
Germania	4,6	3,0	2,6	Germania (5)	46,2	30,0	18,0
PVS	2,2	4,2	4,9	PVS	-5,0	-11,0	-20,0
Prezzi al consumo (3)				Tasso di disoccupazione (6)			
Paesi industriali	4,8	5,6	4,6	Paesi industriali	6,2	6,7	6,9
di cui:				di cui:			
Stati Uniti	5,4	6,8	5,4	Stati Uniti	5,5	6,4	6,7
Giappone	2,4	2,4	2,0	Giappone	2,1	2,3	2,3
CEE	4,3	5,1	4,5	CEE	8,4	8,5	8,7
Germania	2,6	3,9	3,7	Germania	5,0	5,0	5,1
Deflatore del prodotto				Commercio mondiale			
Paesi industriali	4,3	4,9	4,3	Esportazioni (2)			
di cui:				Paesi industriali	5,2	5,4	6,6
Stati Uniti	4,1	4,9	4,5	PVS	3,1	3,9	6,0
Giappone	1,5	2,2	1,9				
CEE	5,0	5,3	4,7	Importazioni (2)			
Germania	3,4	4,3	4,0	Paesi industriali	5,6	4,9	5,5
				PVS	5,3	6,6	8,6

Fonte: OCSE.

(1) Il prezzo del petrolio è assunto pari a 27 dollari per barile all'inizio del 1991 e successivamente è mantenuto costante in termini reali, rispetto ai prezzi in dollari dei manufatti dei paesi industriali. - (2) A prezzi costanti. - (3) Deflatore dei consumi privati. - (4) Miliardi di dollari. - (5) Da luglio 1990 sono incluse anche le transazioni della ex Repubblica democratica tedesca. - (6) Livello.

Le tensioni tra dollaro e marco hanno avuto un riscontro all'interno dello SME nello scorcio del 1990 e all'inizio di quest'anno. La divergenza tra le valute nello SME non si è però aggravata in misura significativa dopo la recente manovra della Bundesbank. Le autorità italiane hanno impresso un moto al rialzo ai tassi d'interesse a breve termine, confermando l'impegno alla stabilità del cambio. La Gran Bretagna è chiamata a conciliare l'esigenza di contrastare la recessione con il vincolo derivante dall'adesione agli Accordi europei di cambio. Le autorità inglesi hanno di recente ridotto di mezzo punto il tasso d'interesse base, assecondando la flessione dei tassi di mercato; la sterlina, pur essendosi rafforzata leggermente nei confronti del marco, resta, insieme al franco francese, la valuta più debole tra quelle aderenti agli Accordi di cambio.

In prospettiva, lo sfasamento ciclico tra i principali paesi dovrebbe ridursi nel corso del 1991 e, in misura più pronunciata, nel 1992 (tav. 20). Stimoli all'economia degli Stati Uniti potrebbero provenire dai più bassi tassi d'interesse, dalla aumentata competitività internazionale, dalla ripresa del potere d'acquisto determinata dalla minore inflazione. Per contro, in Germania la spinta connessa con l'unificazione si smorzerebbe gradualmente, mentre i tassi d'interesse elevati e il calo della domanda estera tendono a moderare l'espansione.

Nel complesso dei paesi industriali, la possibilità di una ripresa con più bassa inflazione e di un attenuarsi degli squilibri dipende tuttavia anche dalla capacità di attuare una migliore combinazione tra politiche monetarie e di bilancio all'interno di ciascun paese e una più efficace cooperazione internazionale.

Gli obiettivi monetari annunciati per il 1991 confermano l'impegno per la stabilità dei prezzi, anche nei paesi in cui l'esigenza di promuovere la ripresa produttiva è più avvertita. Più difficile è valutare le politiche di bilancio, soprattutto in un anno in cui il rallentamento dell'attività economica tende ad accrescere i disavanzi pubblici.

In Europa, la politica fiscale della Germania continuerà a esercitare un forte condizionamento sulle politiche monetarie. Secondo le stime ufficiali, il fabbisogno del settore pubblico in Germania raggiunge-

rà 140 miliardi di marchi, corrispondenti al 5 per cento circa del prodotto, contro i 100 miliardi e il 4 per cento del 1990: ne risulteranno sostenute la domanda interna tedesca e le esportazioni verso la Germania. L'effetto espansivo sugli altri paesi risulterà, tuttavia, in varia misura compensato dai riflessi che la politica restrittiva della Bundesbank ha sui tassi d'interesse, in particolare nei paesi europei aderenti agli Accordi di cambio.

In Giappone si prevede che l'avanzo di bilancio continui ad aumentare nell'anno in corso, dal 3,1 al 3,3 per cento del prodotto interno lordo. Negli Stati Uniti il disavanzo del settore pubblico nell'esercizio corrente, inclusivo delle spese per 100 miliardi di dollari legate alla crisi delle Casse di risparmio e al fondo tutela dei depositi, sarebbe di 318 miliardi, pari al 5,5 per cento del prodotto (contro il 4 nel 1990). Questo valore eccede di 64 miliardi l'ammontare ipotizzato nello scorso autunno, a causa principalmente del rallentamento dell'economia e, in misura più limitata, delle spese legate al conflitto nel Golfo; nel progetto di bilancio federale si presume che esse siano in larga parte finanziate dai paesi alleati.

L'economia italiana

Anche le prospettive dell'economia italiana appaiono meno favorevoli di quelle formulate nel precedente Bollettino Economico. Vi è il rischio di un ulteriore deterioramento rispetto al 1990, che si è chiuso con aumento dell'inflazione, rallentamento dell'attività economica, peggioramento del disavanzo della bilancia dei pagamenti di parte corrente.

Date le tendenze economiche internazionali, la debolezza dell'attività produttiva segna i primi mesi del 1991, con un calo dell'occupazione. In gennaio e nella prima metà di febbraio, stime basate sui consumi di elettricità indicano un modesto aumento della produzione industriale rispetto alla fine del 1990. I consumi e gli investimenti si sviluppano a ritmi contenuti. Una ripresa potrebbe iniziare nella seconda parte dell'anno; essa è tuttavia legata all'evoluzione del ciclo internazionale oltre che alla credibilità della politica economica. È in ogni caso improbabile che il prodotto interno lordo, nella media del 1991, cresca a un ritmo prossimo a quello dell'anno scorso.

Le prime valutazioni relative a febbraio indicano che il tasso di crescita a dodici mesi del costo della vita è salito al 6,8 per cento, dal 6,4 di dicembre. L'inflazione è alimentata dai costi del lavoro per unità di prodotto, che nel settore privato si stima possano crescere intorno al 6 per cento nell'anno in corso, e dagli aumenti dei prezzi delle materie prime energetiche occorsi nella seconda metà del 1990. La tenuta del cambio agisce da freno sulla dinamica dei prezzi dei settori esposti alla concorrenza internazionale, comprimendo i margini di profitto. Nei settori meno esposti, come quello dei servizi liberi, i prezzi crescono assai più della media. Gli effetti sull'inflazione di più basse quotazioni del petrolio potranno manifestarsi soprattutto nella seconda parte dell'anno. Nella media dell'anno, la crescita dei prezzi al consumo difficilmente risulterà inferiore al 6 per cento. Non migliorerebbe il differenziale d'inflazione rispetto ai principali paesi europei.

Le quantità esportate, risentendo della perdita di competitività dell'anno scorso, tendono a crescere a ritmi inferiori a quelli del commercio mondiale. Il rallentamento della domanda interna riduce, d'altra parte, la crescita dei beni importati; il costo delle importazioni è contenuto dalla debolezza delle quotazioni delle materie prime e del dollaro. Qualora il prezzo del petrolio permanesse sui livelli medi d'inizio d'anno, il saldo mercantile su base *fob* potrebbe segnare un lieve avanzo. L'ampliamento del disavanzo dei redditi da capitale, derivante dall'espansione del debito estero netto del Paese, è di ostacolo al miglioramento del saldo di parte corrente.

Il clima di fiducia degli operatori ha risentito negativamente della situazione internazionale. I prezzi dei titoli azionari e obbligazionari, che ad agosto scorso avevano subito forti cadute, sono però rimasti, nei giorni successivi all'inizio della guerra nel Golfo, sostanzialmente stabili o hanno addirittura seguito un moto ascendente. I più vistosi fenomeni di dilazione dei consumi hanno riguardato settori specifici, come il turismo e i trasporti.

Il quadro politico internazionale deteriorato condiziona i comportamenti dei consumatori. Un suo prolungamento potrebbe indurre le imprese, oggi in posizione d'attesa, a ridimensionare i programmi d'investimento.

In condizioni d'incertezza siffatte, la politica economica deve dare stabilità alle aspettative, mantenendo indirizzi coerenti con gli obiettivi di medio periodo e approntando al tempo stesso strumenti capaci di far fronte ai mutevoli fattori esterni. Con l'adesione della lira alla banda stretta di oscillazione nello SME la leva monetaria è in gran parte vincolata agli obiettivi di cambio. Spetta alle politiche di bilancio e dei redditi dare messaggi di certezza, ponendo le condizioni per uno sviluppo dell'economia più equilibrato.

La politica di bilancio è impegnata a porre sotto controllo la dinamica del debito pubblico, ad arrestare la crescita in rapporto al prodotto. Nelle valutazioni del Governo l'obiettivo sarà raggiunto nel 1993. La manovra approvata dal Parlamento in dicembre è tesa a ottenere nell'anno in corso un aumento delle entrate di oltre 28.000 miliardi e una riduzione delle spese di quasi 20.000 (si veda il riquadro). La correzione mira a ricondurre il fabbisogno di fondi, la cui tendenza è stata stimata in settembre in circa 180.000 miliardi, a 132.000, con il passaggio a un avanzo del saldo al netto degli interessi.

Le caratteristiche della manovra (si veda il precedente Bollettino Economico) richiedono che venga al più presto sottoposta a verifica la sua capacità di assicurare le correzioni previste e che siano predisposti gli eventuali provvedimenti compensativi. Con pari urgenza occorre effettuare le dismissioni di cespiti patrimoniali che l'attuale quadro istituzionale già consente e definire le procedure amministrative per le altre operazioni, in modo da realizzare il previsto introito di 5.600 miliardi.

Alla luce della recente evoluzione del ciclo economico e delle tendenze dei mercati finanziari internazionali, tuttavia, una manovra di 48.000 miliardi potrebbe rivelarsi inadeguata rispetto all'obiettivo di contenere il disavanzo entro i 132.000 miliardi.

A causa della più elevata inflazione e degli aumenti dei tassi interni seguiti all'inasprimento delle condizioni monetarie in Germania, la spesa per interessi tende a eccedere per circa 5.000 miliardi la previsione di 140.000. Il rallentamento dell'economia appesantisce il bilancio pubblico, attraverso sia maggiori spese a sostegno dei redditi sia minori entrate tributarie: nel 1990, queste sono risultate inferiori di oltre

I provvedimenti attuativi della manovra di bilancio per il 1991

La manovra finanziaria per il 1991 (descritta nel precedente Bollettino Economico) è tesa a ottenere un contenimento del fabbisogno del settore statale per circa 48.000 miliardi (di cui 28.400 derivanti da maggiori entrate). Essa è stata definita con i provvedimenti varati alla fine di dicembre: le misure prese fino a questo momento, sulla base delle valutazioni ufficiali, dovrebbero assicurare un aumento delle entrate per circa 22.200 miliardi e una riduzione delle spese di 19.600 miliardi (di cui 3.500 attribuibili ai minori oneri per interessi derivanti dalla manovra stessa). Restano da attuare le disposizioni riguardanti l'alienazione di beni patrimoniali dello Stato, dalla quale dovrebbero derivare 5.600 miliardi di entrate.

Le spese

Le modifiche apportate alla manovra originaria hanno riguardato in particolare le norme in materia di mercato del lavoro e i mutui concedibili dalla Cassa Depositi e Prestiti; le correzioni apportate potrebbero ridurre lievemente gli effetti della manovra.

Nella fase di conversione del provvedimento relativo ai contratti di formazione lavoro e all'assunzione di lavoratori in C.I.G. sono state apportate sostanziali innovazioni. Riguardo alle imprese non artigiane del Centro-Nord, è stato soppresso il tetto al numero dei contratti di formazione e lavoro stipulabili nel corso del 1991 (originariamente posto pari al 50 per cento di quelli approvati nel 1990); il relativo sgravio è stato ridotto dal 50 al 25 per cento dei contributi previdenziali e assistenziali dovuti dai datori di lavoro. E' stato inoltre diminuito il beneficio contributivo per le assunzioni di lavoratori in C.I.G. da parte di tali imprese, estendendo tuttavia tale sgravio a tutti i lavoratori disoccupati da più di 24 mesi. Per le assunzioni di questa stessa categoria di lavoratori da parte delle imprese artigiane e di quelle ubicate nel Mezzogiorno è stato infine introdotto l'esonero triennale dal pagamento dei contributi previdenziali e assistenziali a carico dei datori di lavoro.

Effetti della manovra sulle spese del 1991 (*)

Minori spese	19.600
Legge finanziaria 1991	5.050
Ammortamento mutui PPSS e altri interventi	3.050
Rideterminazione trasferimenti e altri stanziamenti di bilancio	2.000
Prov. di accompagnamento alla legge finanziaria	7.050
L. 29.12.90, n. 407	
Sanità	5.150
Contratti di formazione e assunzione lavoratori CIG	800
Blocco del turn-over	500
Invaldità civile	500
Posticipazione età pensionabile	100
Altre minori spese	7.500
Mutui della Cassa DDPP	4.000
Risparmio interessi	3.500

(*) Valutazioni ufficiali.

Riguardo alla concessione di mutui da parte della Cassa Depositi e Prestiti, il limite di 4.500 miliardi (relativo ai mutui ordinari) originariamente fissato per il 1990 e il 1991 (dal DL. 1.10.90, n. 269, non convertito) è stato sostituito (con la legge 22.12.90, n. 403) da un vincolo opposto, che stabilisce per il 1991 un minimo di 8.000 miliardi per il complesso dei mutui (ordinari e derivanti da leggi speciali). La politica di contenimento delle concessioni di mutui attuata nel corso del 1990, e sancita dal citato decreto legge di ottobre, dovrebbe tuttavia garantire la prevista riduzione degli esborsi della Cassa nel 1991 (4.000 miliardi), qualora le concessioni di mutui non si discostassero in misura significativa dal limite minimo. Le erogazioni dell'anno dovrebbero inoltre essere contenute dalla recente direttiva del Consiglio dei Ministri che limita le operazioni effettuabili nel primo semestre del 1991.

Le entrate

Se non si considerano le dismissioni patrimoniali, la portata correttiva della manovra dal lato delle entrate è rimasta sostanzialmente invariata con l'approvazione della legge finanziaria e dei connessi provvedimenti di accompagnamento. Infatti, a fronte di circa 6.600 miliardi di entrate in difetto rispetto alla formulazione originaria della manovra sono stati varati provvedimenti aggiuntivi per circa 6.000 miliardi.

È intervenuta una lieve ricomposizione del gettito della manovra in favore delle entrate tributarie erariali, il cui contributo è ora pari a circa 20.600 miliardi rispetto ai 20.200 previsti nei disegni di legge originari. Tale ricomposizione è dovuta principalmente all'aumento delle rendite catastali (3.000 miliardi), volto a compensare lo slittamento dell'entrata in vigore dell'autonomia impositiva degli enti locali (2.500 miliardi) e dei nuovi estimi catastali (700 miliardi), posticipata dal 1° luglio 1991 al 1° gennaio 1992. L'inasprimento delle imposte di fabbricazione sugli oli minerali e sul metano (1.200 miliardi), l'aumento delle tariffe dei tabacchi e del canone RAI (850 miliardi), non previsti nella manovra originaria, hanno compensato gli effetti dell'abolizione dell'Ilor per i redditi delle imprese minori (2.000 miliardi), in vigore dal 1° gennaio di quest'anno (anziché del 1992 come in precedenza ipotizzato). Infine, la facoltà di dilazionare (senza oneri) il pagamento delle imposte di fabbricazione sugli oli minerali (concessa dalla legge 9.1.91, n. 9) è destinata a ridurre di 1.400 miliardi il gettito incassato nell'anno.

Per quanto concerne i tributi locali, il varo degli aumenti della tassa regionale di possesso degli autoveicoli e l'istituzione di nuove sovrattasse regionali (nel complesso 1.000 miliardi) attenuano l'entità della ricomposizione del gettito a favore dello Stato conseguente al menzionato rinvio del riordino dell'autonomia impositiva degli enti locali.

Effetti della manovra sulle entrate del 1991 (*)

Maggiori entrate	22.214
Legge finanziaria 1991 (L. 29.12.90, n. 405)	11.210
Aumento rendite catastali	3.000
Aumento detrazione carichi familiari	-450
Anticipo versamento IVA	5.800
Aumento imposta di bollo	1.500
Aumento imposte di fabbricazione oli minerali	1.035
Aumento imposta sul metano	168
Aumento concessioni governative	80
Aumento imposta sugli spettacoli	77
Prov. di accompagnamento legge finanziaria	8.750
L. 29.12.90, n. 408	
Rivalutazione beni d'impresa	4.400
Emersione fondi in sospensione d'imposta	4.000
Ravvedimento operoso	50
Abolizione dell'Ilor imprese minori	-2.000
L. 29.12.90, n. 407	
Aumento contributi sanitari	1.200
Aumento contributi CIG straordinaria	700
Aumento canone radiotelevisivo	200
Aumento diritti Camere di commercio	200
Altri provvedimenti	2.254
DPCM 21.12.90	
Revisione coefficienti presuntivi	2.500
Adeguamento accise	620
DM 19.12.90	
Aumento tariffe tabacchi	650
DLEG 21.12.90 e L. 14.6.90, n. 158	
Autonomia impositiva regionale	1.000
DL 27.12.90, n. 411	
Proroga agevolazioni aliquote IVA calzature	-116
DDLL 28.9.90, n. 267, 27.11.90, n. 350 (decaduti) e DL 28.1.91, n. 27	
Tassazione dei capital gains	500
DL 9.1.91, n. 9	
Dilazione pagamento imposte di fabbr. oli min.	-1.400
DL 19.1.91, n. 18	
Aumento fiscalizzazione oneri sociali	-1.500

(*) Valutazioni ufficiali.

4.000 miliardi al dato riportato nella recente Relazione previsionale e programmatica. Maggiori oneri derivano dagli impegni connessi con il conflitto nel Golfo persico e con i provvedimenti antiterrorismo. Elementi diversi da quelli legati al ciclo e alla crisi del Golfo possono infine influire negativamente su specifiche voci di entrata e di uscita. Del complesso di questi fattori si dovrà tener conto per predisporre eventuali misure correttive, oltre a quelle occorrenti alla piena attuazione della manovra di 48.000 miliardi.

Realizzare nella sua interezza il programma di risanamento della finanza pubblica è più difficile in una fase di rallentamento ciclico. Nondimeno, si tratta di un impegno irrinunciabile per mantenere la fiducia degli operatori, assicurare la crescita stabile dell'economia, partecipare all'Unione economica e monetaria. L'azione di risanamento deve incentrarsi sui tre settori, la previdenza, la sanità, la finanza locale, che, soprattutto dal lato della spesa, determinano la tendenza ai disavanzi di bilancio. Attraverso quest'azione, che implica il miglioramento della qualità dei servizi offerti e la riduzione dei costi, si dovrà perseguire l'obiettivo di fondo: annullare il disavanzo corrente delle pubbliche amministrazioni, arrestare la distruzione di risparmio, pari a quasi il 6 per cento del prodotto lordo, che esso implica.

Al risanamento della finanza pubblica deve accompagnarsi un indirizzo di contenimento della dinamica dei redditi nominali, a iniziare da quelli nel settore pubblico. Le retribuzioni dei dipendenti pubblici continuerebbero a produrre gravi effetti imitativi nel resto dell'economia qualora non venissero allineate agli obiettivi d'inflazione delineati dal Governo. Nel settore privato il costo del lavoro per dipendente tende a crescere di 3-4 punti percentuali più che in Francia e in Germania. Il divario inflazionistico con gli altri paesi europei va azzerato. Ulteriori perdite di competitività impedirebbero alla nostra economia di cogliere appieno le opportunità che verranno offerte allorché si manifesterà la ripresa del ciclo internazionale.

I contratti nazionali di lavoro già definiti nel settore industriale, sebbene più onerosi rispetto alla media europea, consentono margini, sia pur ristretti, per una decelerazione della dinamica salariale. I contratti che verranno siglati nei prossimi mesi non devono disco-

starsi da quelli già chiusi. Nei comportamenti delle parti sociali in materia di contrattazione aziendale, nei cosiddetti slittamenti salariali, occorre una netta inversione di tendenza. Le premesse vanno poste sin d'ora. Una riforma dei metodi di contrattazione, rispettosa dell'autonomia contrattuale delle parti sociali, deve raccordarsi all'impegno del Governo di orientare le aspettative e i comportamenti delle imprese e dei sindacati alla stabilità dei prezzi, valorizzando la disciplina antinflazionistica insita nel permanere della lira all'interno della banda stretta di oscillazione dello SME.

Negli ultimi mesi la politica monetaria è riuscita a mantenere la lira nella banda stretta anche nelle circostanze avverse di forti instabilità dei prezzi del petrolio e di ripetuti aumenti dei tassi d'interesse in Germania. La fermezza della risposta alle tensioni esterne ha ridotto i costi della manovra monetaria. Gli aumenti dei tassi d'interesse a breve termine non si sono trasmessi, se non in misura esigua, al segmento a lungo termine; hanno altresì impedito che la quantità di moneta, sospinta dagli aumenti dei prezzi e dall'elevato fabbisogno del Tesoro negli ultimi mesi dell'anno, eccedesse in misura significativa il limite superiore della fascia obiettivo. Il tasso di crescita di M2, calcolato su dati medi mensili, è stato del 9,6 per cento a dicembre e, secondo una stima preliminare, è ridisceso ben al di sotto del 9, a gennaio.

La prontezza con cui le banche variano i tassi attivi minimi al variare dei rendimenti di mercato monetario, pur essendo aumentata, rimane insufficiente. Nello scorcio del 1990 i ritardi nell'adeguamento dei tassi attivi inferiori al *prime rate* ai più elevati rendimenti del mercato monetario hanno reso vantaggioso il ricorso all'indebitamento con le banche per effettuare investimenti in titoli a breve e altre operazioni finanziarie. Nonostante il rallentamento ciclico, ne è risultata una forte espansione dei prestiti bancari. Essa è in gran parte rientrata in gennaio, allorché i tassi attivi minimi sono aumentati di circa due decimi di punto e i rendimenti dei Buoni del Tesoro a tre mesi si sono ridotti di oltre un punto.

Il quadro programmatico del flusso dei fondi per il 1991 è imperniato su un obiettivo di crescita della moneta (M2) compreso tra il 5 e l'8 per cento; per i finanziamenti al settore non statale è prevista un'espansione del 10 per cento circa. Questi valori, appro-

vati dal CIPE nello scorso settembre, sono stati sottoposti al Comitato dei Governatori della Comunità Europea. Il Comitato li ha ritenuti conformi al perseguimento della stabilità interna ed esterna in Europa. Gli obiettivi indicati sono coerenti con l'impegno ad assicurare la convergenza dell'inflazione italiana verso quella degli altri paesi europei: rispetto all'anno scorso, la fascia-obiettivo della moneta è stata ridotta di un punto percentuale in Italia; in Germania è stata mantenuta invariata, al 4-6 per cento.

Anche nel 1991 sarà necessario assicurare il rinnovo di ingenti volumi di titoli pubblici in scadenza.

L'importo, escludendo il rinnovo dei titoli a breve termine emessi nell'anno, è valutabile in circa 435.000 miliardi, quasi 100.000 dei quali a medio e a lungo termine. Nelle attuali condizioni di mercato è possibile dare impulso all'azione volta ad allungare la vita media del debito pubblico e a ridurre l'incidenza dei titoli indicizzati. Dopo il buon successo dei titoli settennali nel 1990, il Tesoro ha stabilito di emettere per la prima volta all'inizio di marzo un titolo a tasso fisso decennale e di riproporre un CCT settennale. La fiducia che lo Stato viene così a richiedere ai risparmiatori conferma l'indilazionabilità del risanamento dei conti pubblici.

Note

Nuova disciplina sanzionatoria degli assegni bancari (*)

La legge 15 dicembre 1990, n. 386, entrata in vigore il 4 gennaio 1991, ha innovato radicalmente la disciplina sanzionatoria dell'assegno bancario.

Il corretto funzionamento di questo mezzo di pagamento riveste un particolare interesse per la Banca centrale, impegnatasi di recente nella realizzazione di due progetti, rispettivamente per lo scambio e il regolamento in Stanza degli assegni bancari fuori piazza e per il troncamento di assegni. I due progetti sono finalizzati principalmente a razionalizzare il trattamento interbancario dell'assegno e a ovviare alle gravi e molteplici inefficienze ivi riscontrabili, denunciate nel Libro Bianco del 1987.

L'intervento legislativo muove dall'esigenza di alleggerire l'attività giudiziaria penale, attualmente congestionata dagli innumerevoli procedimenti pendenti in materia di assegno, ma si propone di contemperare tali finalità con l'esigenza di evitare un'indesiderata trasformazione dell'assegno da mezzo di pagamento a strumento di credito (c.d. "cambializzazione"). Il raggiungimento dell'obiettivo è affidato dal legislatore alla previsione di sanzioni di varia natura che siano in grado di compensare l'attenuata tutela penale, andando ad aggiungersi alla levata del protesto o al rilascio della constatazione equivalente, nonché alla relativa pubblicità sull'apposito bollettino.

Punti qualificanti della recente legge, sono, da un lato le disposizioni finalizzate a ridurre l'intervento del giudice penale, dall'altro gli istituti miranti alla tutela della funzione economica dell'assegno.

La nuova disciplina afferma più volte la piena equiparazione tra il protesto e la dichiarazione di mancato pagamento di cui all'art. 45, n. 3, del R.D. n. 1736/1933, e riconosce espressamente al Capo della Stanza di compensazione la qualifica di pubblico ufficiale.

1. Disposizioni finalizzate a ridurre l'intervento del giudice penale

Il conseguimento dell'obiettivo di alleggerire l'attività giudiziaria penale viene affidato sia alla riduzione delle fattispecie criminose in materia di assegno, sia a una diversa configurazione del reato di emissione di assegni senza provvista.

Sotto il primo profilo, con l'abrogazione espressa dell'art. 116 del R.D. n. 1736/1933, a opera dell'art. 12 della legge n. 386/1990, le fattispecie penalmente rilevanti vengono ridotte a due: l'emissione di assegni senza autorizzazione (art. 1) e l'emissione di assegni in difetto di provvista (art. 2).

Quindi, vengono meno tutte le altre ipotesi di reato precedentemente previste, compresa l'emissione di assegni senza data o con data falsa. La soppressione di queste ipotesi di reato desta, peraltro, qualche perplessità in considerazione del fatto che, con riferimento a tali fattispecie, non sono state previste nella normativa recentemente approvata nuove sanzioni, di diversa natura, sostitutive di quelle penali.

(*) A cura del Servizio Consulenza Legale e della Segreteria Tecnica del Sistema dei pagamenti.

Per quanto attiene al reato più frequente, consistente nel rilascio di assegni a vuoto, ne viene posticipato il momento consumativo: infatti, mentre attualmente questo coincide con l'emissione del titolo, per effetto della nuova legge il reato si configura al momento della presentazione al pagamento.

Tale innovazione, peraltro, non implica l'abbandono del principio per cui l'assegno deve essere coperto già al momento dell'emissione, in quanto non viene abrogato il secondo comma dell'art. 3 del R.D. n. 1736/1933, in forza del quale può emettere un assegno bancario solo chi abbia fondi disponibili presso la banca. L'esistenza di fondi già al momento dell'emissione nella nuova legge viene garantita attraverso la previsione di una clausola penale, che impone al traente, colui che ha emesso l'assegno, il pagamento di una somma aggiuntiva del 10 per cento rispetto a quella dovuta e non pagata al portatore se all'atto della presentazione l'assegno risulti in tutto o in parte scoperto.

L'avvio dell'azione penale per il reato di emissione di assegni a vuoto viene, inoltre, subordinato al mancato pagamento da parte del traente, entro i 60 giorni decorrenti dalla data di scadenza del termine di presentazione, dell'importo del titolo, degli interessi, di una penale e delle spese per il protesto o per la constatazione equivalente.

Anche in seguito a tali innovazioni, l'emissione di assegni senza provvista integra pur sempre un reato perseguibile d'ufficio e plurioffensivo, caratterizzato cioè dalla lesione di più interessi protetti, sebbene risulti indubbiamente modificato l'ordine di priorità di tali interessi. Mentre, infatti, con la precedente legislazione si riteneva che tutelato in via principale fosse l'interesse alla fede pubblica, intesa quale fiducia nella funzione economica e nella sicurezza della circolazione dei titoli, con l'approvazione della legge n. 386/1990 diviene prioritaria la tutela dell'interesse patrimoniale del creditore.

2. Istituti miranti alla tutela della funzione economica dell'assegno

Per bilanciare l'attenuata tutela penale, la legge prevede due nuovi istituti sanzionatori per l'emissione di assegni senza provvista, finalizzati alla salva-

guardia della fiducia nella funzione economica dell'assegno.

Viene prevista, come già accennato, l'applicazione di una penale, pari al 10 per cento della somma dovuta e non pagata, che il traente di un assegno emesso senza provvista è obbligato a corrispondere al portatore, il quale agisca per il pagamento.

Per l'applicazione della penale la nuova disciplina legislativa si limita a richiedere che l'assegno sia stato presentato in tempo utile e non sia stato pagato dalla banca trattaria, quella presso la quale il traente intrattiene il conto. Non facendosi menzione alcuna del protesto e degli altri atti di constatazione ufficiale necessari ai fini dell'esercizio dell'azione di regresso, non è esplicitato se l'operatività della penale sia o meno condizionata da un atto formale che attesti il mancato pagamento.

La seconda sanzione, nei confronti del traente di un titolo bancario scoperto, prevista dall'art. 9 della legge n. 386/1990, è la revoca dell'autorizzazione a emettere assegni da parte della banca trattaria.

In caso di inadempimento, la banca trattaria non incorrerebbe in formali sanzioni penali o civili, ma sarebbe tenuta a pagare gli assegni scoperti che il traente dovesse successivamente emettere, entro il limite massimo di 10 milioni per assegno.

Nel corso dei lavori preparatori della legge n. 386/1990, era stato ritenuto che la previsione della revoca, unitamente alla penale, potesse costituire un valido deterrente contro il fenomeno della emissione di assegni a vuoto, a causa della sua applicazione pressoché immediata, la quale prescinde completamente dagli sviluppi della vicenda penale e consegue semplicemente al protesto o alla constatazione equivalente.

L'istituto presenta, tuttavia, un punto debole, in quanto impone di comminare la revoca alla sola banca trattaria e non al sistema bancario nel suo insieme, come è previsto, ad esempio, in Francia. La sanzione potrebbe pertanto risultare inefficace, data la possibilità per il traente, cui sia stata revocata l'autorizzazione a emettere assegni, di stipulare un contratto di conto corrente con altre banche.

Per questo motivo, la banca trattaria, revocando l'autorizzazione a emettere assegni rischierebbe di

perdere il cliente. Ciò la potrebbe indurre a non richiedere il protesto fino all'ultimo giorno utile, determinando così un allungamento dei tempi di risposta circa l'esito dell'assegno. Questi tempi sono ora ridotti dai due progetti promossi dalla Banca d'Italia, rispettivamente a 7 giorni per la procedura "assegni fuori piazza" e a 3 giorni per il "troncamento d'assegni".

* * *

Malgrado già fosse allo studio la previsione di nuovi istituti destinati a controbilanciare l'arretramento della tutela penale, da più parti, fin dai lavori preparatori, è stato espresso il timore che la riforma, nel suo concreto atteggiarsi, potesse condurre a un indebolimento se non a uno snaturamento della funzione dell'assegno bancario.

Tale timore può dirsi, per lo più, superato dal testo definitivo della legge n. 386/1990, in quanto esso, come già detto, da un lato non ha abrogato gli articoli del R.D. n. 1736/1933 sugli assegni (1, n. 5, 2 e 3) che sanciscono i principi secondo cui la data è un elemento essenziale del titolo e l'assegno deve essere coperto fin dalla data di emissione, dall'altro ha previsto nuo-

ve misure sanzionatorie di natura non penale volte a scoraggiare il fenomeno dell'emissione di assegni senza provvista.

Può, dunque, escludersi che il legislatore, oltre all'alleggerimento dell'attività giudiziaria penale, abbia inteso perseguire altresì l'ulteriore finalità di una radicale modifica della funzione economica dell'assegno da mezzo di pagamento a strumento di credito, anche se non è ragionevolmente possibile prevedere oggi se la nuova disciplina riuscirà in concreto a contemperare l'obiettivo di decongestionare l'attività giudiziaria penale con quello di salvaguardare la fiducia nella funzione economica dell'assegno, in quanto l'esito dipenderà in buona parte dall'atteggiamento delle banche e dei loro clienti, condizionato dall'interpretazione dottrinale e giurisprudenziale.

A tale proposito occorre rilevare che entrambi i progetti promossi dalla Banca d'Italia ("assegni fuori piazza" e "troncamento di assegni"), mirando a ridurre i tempi del pagamento mediante assegni, possono validamente contribuire a contemperare l'obiettivo di alleggerire l'attività giudiziaria penale, perseguito dal legislatore, con l'esigenza di salvaguardare la funzione economica dell'assegno.

Il troncamento degli assegni (*)

Nell'ambito dei progetti sul sistema dei pagamenti promossi dalla Banca d'Italia due iniziative riguardano il circuito degli assegni: lo scambio e il regolamento in stanza degli assegni fuori piazza e il troncamento degli assegni. La prima procedura, basata sullo scambio materiale degli assegni, è ormai consolidata e ha già dato importanti risultati. Il secondo progetto ha richiesto l'acquisizione delle necessarie dotazioni tecniche, la predisposizione di complesse procedure informatiche, l'introduzione di rilevanti innovazioni organizzative: sono stati pertanto necessari tempi di realizzazione più lunghi.

La procedura è stata formalmente aperta all'adesione del sistema bancario il 10 settembre 1990, dopo una sperimentazione avviata alla fine del mese di marzo nell'ambito di un ristretto gruppo di banche pilota (1); essa prevede che gli assegni vengano trattenuti presso la banca negoziatrice e che quest'ultima invii alla banca trattaria un flusso elettronico contenente i dati necessari per procedere al pagamento dell'assegno con l'addebito del conto sul quale il titolo è tratto. Il regolamento delle ragioni di debito e credito tra le banche avviene mediante la confluenza dei relativi saldi nella compensazione nazionale.

Vengono coperti con formula autoassicurativa i rischi derivanti dalla impossibilità di controllare la firma di trattenuta o di emissione e gli eventuali rischi derivanti dalla impossibilità di levata del protesto per decorrenza dei termini. Dati questi rischi possono essere oggetto di troncamento soltanto assegni di importo limitato. La procedura ha inizialmente trattato gli assegni bancari fino a un milione di lire e gli assegni circolari fino a cinque milioni di lire; dal 4 febbraio 1991 i due limiti sono stati innalzati e portati rispettivamente a due e dieci milioni di lire.

Le banche possono aderire alla procedura direttamente, ovvero per il tramite di altra azienda che provvede al troncamento degli assegni, alla predisposizione del flusso elettronico e al regolamento dei saldi.

Gli assegni troncati si presumono pagati se, trascorsi tre giorni dal giorno di regolamento non pervengono alla banca negoziatrice informazioni negative sul buon esito dei titoli. In caso di esito negativo l'assegno viene sollecitamente restituito alla banca trattaria che provvede, se necessario, alla levata del protesto. In tal modo è stata per il momento trovata una soluzione pragmatica al problema del protesto che dovendo essere levato nel luogo di pagamento entro termini ristretti è in linea di principio non conciliabile con la logica della procedura. In prospettiva, anche in relazione a ulteriori innalzamenti dei limiti degli importi degli assegni da troncamento appare necessario trovare soluzioni diverse: al riguardo è stata promossa una modifica di legge che consenta la levata del protesto anche nel luogo della negoziazione su richiesta della banca negoziatrice che agisce in rappresentanza della banca trattaria.

La trasmissione delle informazioni connesse con la procedura avviene per il tramite del Sistema interbancario di trasmissione dei dati. La trasmissione dei dati relativi agli assegni troncati avviene nelle ore notturne e consente quindi un migliore sfruttamento della infrastruttura.

Un corretto utilizzo della procedura potrà far conseguire al sistema bancario importanti obiettivi nel campo della gestione degli assegni: il massiccio ricorso alle tecnologie informatiche consentirà infatti una significativa riduzione dei costi e dei rischi connessi con il trattamento manuale degli assegni e consentirà

(*) A cura del Servizio Elaborazioni e Sistemi Informativi.

(1) Il gruppo di banche era così composto: Banco di Napoli, Istituto bancario S. Paolo di Torino, Banca commerciale italiana, Credito italiano, Istituto centrale di banche e banchieri, Banca Sella, Banca nazionale dell'agricoltura, Banca San Paolo di Brescia, Banca credito agrario bresciano, Istituto bancario italiano, Istituto di credito delle casse di risparmio italiane, Cassa di risparmio delle provincie lombarde, Cassa di risparmio di Verona, Vicenza, Belluno e Ancona, Istituto di credito delle casse rurali e artigiane. Aderivano inoltre indirettamente altre 16 aziende tra cui 10 casse rurali.

Rilevazione degli assegni troncati
(26 marzo-31 dicembre 1990)

MESE	Assegni troncati		Assegni non pagati	
	Numero	Importo (*)	Numero	Importo (*)
Marzo	148.125	75.183	194	70
Aprile	866.780	451.860	4.655	2.012
Maggio	1.354.750	699.575	9.248	3.990
Giugno	1.228.701	647.694	11.011	4.940
Luglio	1.312.665	721.026	7.856	3.300
Agosto	1.037.205	549.175	5.699	2.435
Settembre	1.137.034	592.689	6.548	3.237
Ottobre	1.417.837	761.666	7.290	3.578
Novembre	2.094.196	1.070.500	20.639	10.344
Dicembre	2.408.621	1.275.837	11.137	5.316
Totale ...	13.005.914	6.845.205	84.277	39.222

(*) In milioni di lire.

altresì una riduzione dei tempi necessari per la conoscenza dell'esito creando così i presupposti per un miglioramento nella qualità del servizio offerto alla clientela. È in corso di esame presso l'ABI la possibilità di effettuare modifiche delle condizioni generali del contratto di conto corrente con lo scopo di fornire alla clientela gli strumenti per verificare l'effettiva riduzione dei tempi nel riconoscimento della disponibilità giuridica delle somme presentate all'incasso.

Al 31 dicembre 1990 aderivano alla procedura 84 aziende (di cui 58 casse rurali e artigiane); il 4 febbraio 1991 è divenuto operativo un altro gruppo di 33 aziende (di cui 32 casse rurali e artigiane). Complessivamente le aziende aderenti rappresentano il 34,1 per cento del sistema in termini di massa fiduciaria. In base a una delibera della CIPA la procedura è stata dichiarata obbligatoria per tutte le aziende aderenti al SITRAD (attualmente 920) ed è stato previsto un arco temporale di diciotto mesi, dal momento dell'apertura al sistema, nell'ambito del quale le aziende devono assicurare la loro adesione. Al di là dell'adesione for-

male parimenti importante è assicurare un utilizzo concreto della procedura per la totalità degli assegni potenzialmente troncabili: i vantaggi della procedura crescono infatti al crescere dei volumi gestiti.

Nel periodo tra il 26 marzo e il 31 dicembre 1990 sono stati trattati 13.005.914 assegni per un importo complessivo di 6.845 miliardi. L'importo medio unitario dei titoli è stato di L. 526.315. Nel medesimo periodo il numero dei messaggi di "impagato assegni" è stato pari a 84.277 che rappresenta lo 0,6 per cento del totale degli assegni trattati. La distribuzione su base mensile dei dati indicati è illustrata nella tavola.

In prospettiva dovrà valutarsi la possibilità di inserire nella procedura anche gli assegni su piazza oggi scambiati nelle stanze e i titoli su piazza negoziati presso sedi non servite dalla stanza di compensazione e oggi normalmente scambiati sulla base di accordi bilaterali nei cosiddetti "stanzini". Tali estensioni sono infatti importanti per raggiungere una maggiore uniformità e quindi una maggiore efficienza operativa nel trattamento degli assegni.

L'economia sovietica: evoluzione e proposte di riforma

1. Introduzione

Nel dicembre del 1990 sono stati ultimati i due rapporti sull'URSS commissionati, rispettivamente, dal Gruppo dei 7 (G-7) (1) al vertice economico di Houston del luglio 1990 e dal Consiglio europeo di Dublino del giugno 1990. Entrambi i documenti esaminano le cause degli squilibri economici di cui soffre il paese e offrono una valutazione degli effetti delle misure assunte dal governo nell'ottobre scorso. Propongono inoltre un programma di riforme che, a integrazione di quelle già in atto, rafforzino la stabilizzazione macroeconomica e accelerino la liberalizzazione dell'economia. Le conclusioni sono sostanzialmente identiche, sia sulle prospettive per il 1991, sia sui provvedimenti da attuare. Questa nota espone e commenta i risultati dell'analisi condotta nei due rapporti. Nel valutarne il contenuto, è bene aver presente che il rapido succedersi degli eventi ha creato nell'URSS uno iato tra realtà e analisi economica. Vi sono infatti segni che l'economia si sia deteriorata ben al di là del quadro, già molto negativo, tracciato dai rapporti. Le incertezze nella riforma economica e circa la sopravvivenza dell'URSS nell'attuale configurazione istituzionale, farebbero ritenere che l'attuazione delle misure necessarie a creare un'economia di mercato non sia imminente. Tuttavia, formulare una previsione sugli sviluppi politici ed economici del paese va oltre i limiti di questa nota.

2. La struttura dell'economia sovietica e le cause della recente crisi

Per circa cinquant'anni, fino al 1986, il sistema sovietico ha pianificato, in termini quantitativi, l'allocatione delle risorse e gli obiettivi di produzione dei singoli settori. I prezzi sono stati fissati in via amministrativa, non hanno costituito indicatori di scarsità.

La pianificazione ha favorito lo sviluppo dell'industria, in particolare nel settore energetico e dei beni di investimento, a scapito della produzione di beni di consumo e di servizi. Rispetto alle maggiori economie industriali, inoltre, quella sovietica è caratterizzata da un settore agricolo molto ampio e da una dimensione media delle aziende industriali particolarmente elevata (2). La produttività della terra e del capitale è bassa, in declino negli ultimi venti anni. La tecnologia è spesso obsoleta. Solo nel settore militare produttività e *standards* tecnologici sono elevati. Sul mercato del lavoro ha sempre prevalso un eccesso di domanda da parte delle imprese statali, prive di vincoli finanziari nell'acquisizione di risorse. Manca una legislazione di tutela per i lavoratori del piccolo, ma emergente, settore cooperativo e privato.

La produzione manifatturiera non trova sbocchi di mercato presso i paesi industriali; le esportazioni sono costituite per l'80 per cento da petrolio e altre materie prime, mentre le importazioni sono per il 70 per cento nel comparto dei manufatti. La struttura di questo interscambio denota le gravi carenze tecnologiche e organizzative dell'apparato produttivo sovietico. Una specializzazione commerciale efficiente è peraltro ostacolata dal sistema di tassi di cambio multipli, che isola i prezzi interni da quelli internazionali. La moneta nazionale è inconvertibile.

Negli anni recenti, nell'ambito della cosiddetta *perestroika*, sono stati fatti tentativi per rivitalizzare la produzione, consentendo alle imprese maggiore autonomia nell'uso delle risorse e nel commercio con l'estero. L'applicazione di queste misure è stata solo parziale, anche perché ostacolata dall'apparato amministrativo statale.

Le imprese hanno continuato di fatto a dipendere dagli ordinativi statali e dall'allocatione centralizzata delle risorse. L'autonomia nel determinare i salari, con prezzi rigidamente amministrati e in assenza di vincoli di bilancio, ha aumentato le perdite e, di conseguenza, i sussidi (che attualmente ammontano a

circa il 12 per cento del prodotto). L'assenza di disciplina finanziaria delle imprese e delle banche ha alimentato un'espansione incontrollata del credito. Le strozzature che si sono create nell'offerta hanno determinato il declino progressivo degli investimenti e della produzione (tav. 1) (3).

Tav. 1

URSS – Principali indicatori macroeconomici*(variazioni percentuali rispetto al periodo precedente)*

VOCI	1986	1987	1988	1989	1990 (1)
Prodotto materiale netto	2,3	1,6	4,4	2,5	-4,0
di cui:					
Industria	5,5	4,6	6,3	0,4	....
Agricoltura ...	7,1	-1,4	2,5	1,7	....
Costruzioni ..	12,1	5,5	7,6	1,6	....
Trasporti	4,2	0,3	5,8	-6,5	....
Consumi privati	1,9	2,7	3,9	5,3	3,0
Investimenti fissi netti	4,9	5,7	-7,4	-6,7	-20,0
Saldo del bilancio pubblico (2)	-6,2	-8,4	-9,2	-8,5	-7,9
Sussidi (2)	9,4	9,3	10,1	10,6	11,8

Fonti: Statistiche nazionali.
(1) Stime del rapporto al G-7. – (2) In rapporto al PIL.

Dal 1986 il deterioramento delle ragioni di scambio ha contribuito ad ampliare il disavanzo statale (4), che attualmente ammonta a circa l'8 per cento del PIL (tav. 1). Il finanziamento del disavanzo ha comportato tassi di crescita annui estremamente elevati degli aggregati monetari (14 per cento nel 1987-1990 per M1 e M2). Il differenziale di crescita tra i redditi monetari e il prodotto lordo (che nel periodo 1984-1990 è stato complessivamente di 20 punti percentuali) ha determinato un'espansione della liquidità presso le famiglie e le imprese (5), una parte rilevante della quale (stimata in 240 miliardi di rubli, pari al 23 per cento del prodotto) è "indesiderata", ovvero risulta dall'accumulo di risparmio imposto dall'impossibilità di acquistare beni e servizi agli attuali prezzi sul mercato interno. Essa costituisce una domanda potenziale di tale entità da sollecitare una crescita vertiginosa dei prezzi, qualora questi fossero lasciati liberi di determinarsi.

3. La congiuntura economica e il programma di riforme

Nel 1990 gli squilibri reali e monetari dell'economia sovietica si sono aggravati. Il declino del prodotto materiale netto è stato del 4 per cento (tav. 1) (6); l'inflazione è stimata al 5 per cento (7). Le partite correnti in valuta sono in disavanzo per circa 11 miliardi di dollari (se si escludono le vendite di oro sul mercato, tav. 2). È inoltre aumentato il disavanzo corrente in valute non convertibili. I rapporti finanziari con l'estero hanno subito un deterioramento. Il debito lordo in valuta convertibile è stimato a 52 miliardi di dollari (8).

Si prevede che, nel 1991, la bilancia dei pagamenti in valuta subisca un ulteriore appesantimento, per il forte rallentamento delle esportazioni e per il rimborso di debiti (11 miliardi di dollari). Secondo il rapporto al G-7 vi sarà una caduta del 17 per cento nelle esportazioni di petrolio in volume. Ipotizzando un prezzo di 26 dollari per barile, il disavanzo corrente in valuta sarebbe di 10 miliardi di dollari (6,5 miliardi, se si considerano le vendite di oro) e quello complessivo della bilancia dei pagamenti di 17,5 miliardi (tav. 2). Vi sarebbe peraltro un avanzo sovietico verso l'area del Comecon di circa 10 miliardi di dollari (9), anche se non è chiaro quanta parte di questo ammontare potrà essere regolata entro l'anno in valuta convertibile (10).

L'urgenza di riassorbire gli squilibri e di arrestare il deterioramento dell'organizzazione produttiva e commerciale ha aperto nel paese un dibattito sulle proposte, radicali e gradualiste, di riforma economica. Il programma della presidenza costituisce una base possibile di compromesso.

Approvato nell'ottobre dello scorso anno, il programma prevede che la transizione dal sistema pianificato al mercato avvenga in quattro fasi, da completarsi entro un periodo di circa due anni. La prima fase, di "stabilizzazione", sarebbe rivolta a ridurre il disavanzo statale (dall'8 per cento del prodotto nel 1990 al 3 per cento nel 1991), contenere l'inflazione, eliminare lo squilibrio fra domanda e offerta di attività liquide, avviare la privatizzazione delle imprese statali. La seconda fase implicherebbe la liberalizza-

zione graduale dei prezzi, l'introduzione di "stabilizzatori sociali" (sussidi di disoccupazione, indicizzazione dei salari nominali e fissazione del salario minimo), la riduzione dei finanziamenti e dei trasferimenti statali alle imprese. Nella terza fase verrebbero creati i mercati delle abitazioni e del lavoro. Nella quarta, il rublo diverrebbe convertibile per i residenti nelle operazioni correnti.

Tav. 2

URSS – Bilancia dei pagamenti

VOCI	1989	1990 (1)	1991 (2)
<i>In valute convertibili (miliardi di dollari)</i>			
Bilancia commerciale	–	–5,7	–4,1
Bilancia corrente	–3,8	–10,7	–10,1
Vendite di oro	3,7	3,6	3,6
Movimenti di capitale	–3,6	–7,2	–11,0
Totale. . .	–3,7	–14,3	17,5
<i>In valute non convertibili (miliardi di rubli)</i>			
Bilancia commerciale	–1,0	–6,7	....
Bilancia corrente	–4,1	–7,3	....
Movimenti di capitale	–2,5	7,3	....
Totale. . .	–6,6	–	....
<i>Per memoria:</i>			
Arretrati di pagamento (3)	–	–5,0	....
Debito lordo (3)	54,0	52,2	....

Fonti: Statistiche nazionali.

(1) Stime del rapporto al G-7. – (2) Scenario formulato dal rapporto al G-7 che prevede una riduzione del 17 per cento delle esportazioni di petrolio in volume rispetto al 1990 e un prezzo di 26 dollari al barile. – (3) Miliardi di dollari.

Il programma non indica con precisione le misure attraverso cui dovrebbero essere conseguiti gli obiettivi nelle diverse fasi, né i tempi della loro attuazione. Inoltre, esso prevede di liberalizzare entro quest'anno il 40 per cento dei prezzi all'ingrosso, mantenendo fissi quelli al dettaglio per contenere gli impulsi inflazionistici, sebbene ciò comporti un aggravio per il bilancio statale (11). Complessivamen-

te, i due rapporti prevedono che il disavanzo dello Stato nel 1991 raggiunga i 180 miliardi di rubli (circa il 20 per cento del prodotto). Considerando che il programma economico fissa per il 1991 il livello dei tassi di interesse al di sotto del saggio previsto di inflazione, il finanziamento del disavanzo avverrebbe attraverso emissione di moneta, aumentandone l'offerta già in eccesso.

4. Rapporti tra l'Unione Sovietica e le Repubbliche

L'URSS è una federazione di quindici Repubbliche, in ognuna delle quali sono presenti più nazionalità ed entità territoriali (12). Le Repubbliche sono molto diverse per ampiezza del territorio e dotazione di risorse. I dislivelli del prodotto pro-capite sono molto pronunciati (tav. 3). I rapporti tra le Repubbliche e l'Unione sono regolati dalla Costituzione, la quale stabilisce formalmente che le prime abbiano un'autonomia in materia giuridica, amministrativa ed economica, e che la seconda debba garantire l'uniformità del sistema giuridico, un mercato unico dei beni e dei fattori, una moneta comune (13).

Nel 1990, nell'intento di realizzare la propria indipendenza dal governo centrale, alcune Repubbliche hanno dichiarato nulli i contratti con quest'ultimo, eretto barriere doganali, liberalizzato alcuni prezzi. L'assenza di coordinamento e il carattere di ritorsione assunto da talune misure hanno provocato strozzature nel sistema di distribuzione, aggravando la penuria dei beni di consumo (14).

L'autonomia potrebbe implicare costi notevoli per le Repubbliche: per l'indebolimento degli stretti legami commerciali e industriali, per la necessità di finanziare i disavanzi esterni. I dati riportati nella seconda e terza colonna della tav. 3 mostrano che il grado di integrazione commerciale fra le Repubbliche (tra il 13 e il 50 per cento del prodotto) è molto più elevato di quello con il resto del mondo (tra il 5 e il 9 per cento). Agli attuali prezzi interni quasi tutte le Repubbliche registrano disavanzi commerciali verso il resto dell'Unione e del mondo, che vengono finanziati con trasferimenti da parte dell'Unione (quarta colonna della tav. 3).

Tav. 3

Reddito pro-capite e saldi commerciali delle Repubbliche sovietiche nel 1988

	Reddito pro-capite URSS = 100	Grado di apertura al commercio (1)		Saldi commerciali (2) (valutati ai prezzi interni)	Saldi commerciali (3) (valutati ai prezzi esteri)
		Interno all'Unione	Estero		
URSS	100	21,1	8,3	-5,8	0,2
Russia	119	12,9	9,4	-6,2	5,8
Ucraina	90	26,9	7,1	-2,1	-2,0
Bielorussia	117	44,6	7,4	5,7	-5,8
Uzbekistan	48	34,1	5,6	-6,4	-8,7
Kazakistan	74	29,5	4,7	-19,6	-17,7
Georgia	86	37,9	5,9	-4,2	-13,4
Azerbaigian	71	35,4	6,0	7,3	-3,3
Lituania	110	47,3	7,2	-12,4	-30,0
Moldavia	81	45,9	6,4	-9,7	-24,3
Lettonia	119	46,9	7,2	-7,2	-13,4
Kirghizistan	53	39,7	6,0	-17,5	-15,9
Tadgikistan	43	37,7	6,0	-17,4	-16,5
Armenia	79	47,9	5,8	-13,9	-17,4
Turkmenistan	61	37,6	4,6	-4,6	-
Estonia	117	50,1	8,8	-12,3	-22,9

Fonti: Statistiche nazionali.

(1) (Esportazioni + importazioni)/PIL x 100. - (2) Verso l'Unione e verso il resto del mondo, in percentuale al PIL regionale. - (3) Saldi di cui alla colonna precedente, corretti per la differenza fra i prezzi interni e i prezzi esteri. La somma dei saldi, valutati ai prezzi esteri, è positiva, mentre è negativa se valutata ai prezzi interni. La discrepanza costituisce un provento per lo Stato che presumibilmente lo redistribuisce tra le Repubbliche (la somma dei saldi delle Repubbliche verso l'URSS è nulla). Il calcolo di quest'ultima colonna presenta ampi margini di incertezza. I prezzi esteri utilizzati sono infatti quelli medi del commercio sovietico (con il Comecon e con il resto del mondo). Dato che i beni commerciati al di fuori dell'Unione rappresentano un sottoinsieme molto piccolo di quelli commerciati tra le Repubbliche, è probabile che i prezzi esteri utilizzati non colgano appieno la variazione delle ragioni di scambio di ciascuna Repubblica. Inoltre, poiché nel 1988 i prezzi del commercio intra-Comecon erano anch'essi distorti, c'è ragione di credere che l'effetto ragioni di scambio stimato con questa metodologia sia incompleto.

Una volta liberalizzati i prezzi e il commercio con l'estero, l'adeguamento delle ragioni di scambio interne a quelle internazionali potrebbe generare, come effetto di impatto (ipotizzando fisse le quantità di esportazioni e importazioni), un peggioramento dei saldi commerciali complessivi in quasi tutte le Repubbliche (con l'esclusione della Russia, che beneficerebbe dei prezzi più elevati delle materie prime, gas e petrolio, di cui è ricca).

Confrontando i saldi commerciali delle singole Repubbliche con l'URSS e con il mondo, valutati agli attuali prezzi interni (che sono notevolmente diversi da quelli internazionali), con gli stessi saldi, corretti per la differenza tra le ragioni di scambio estere e interne (ultima colonna della tav. 3), si nota

che quasi tutte le Repubbliche subirebbero un peggioramento (15). Viceversa, il saldo negativo della Repubblica russa diverrebbe positivo per quasi il 6 per cento del prodotto. Il peggioramento delle ragioni di scambio legato al passaggio all'economia di mercato potrebbe non essere sostenibile per le singole Repubbliche e il finanziamento degli squilibri esterni potrebbe rivelarsi meno costoso nell'ambito dell'Unione anziché con il ricorso ai capitali esteri.

5. Principali raccomandazioni

Secondo i due rapporti, la creazione delle condizioni necessarie al buon funzionamento di un'economia di mercato pone un duplice ordine di problemi.

Prima di effettuare la liberalizzazione dei prezzi, deve essere almeno avviata una manovra credibile di stabilizzazione, per evitare un'esplosione dell'inflazione e delle importazioni. Inoltre, la liberalizzazione deve essere compiuta attraverso un'appropriata sequenza di stadi, per evitare nuovi squilibri e un'involuzione nel processo di transizione al mercato.

a) Stabilizzazione

Secondo i due rapporti, una riforma monetaria (da attuarsi con l'introduzione di una nuova moneta e di un tasso di cambio rispetto alla vecchia inferiore a 1 e con la conversione dei risparmi, da un certo ammontare in poi, a un tasso più sfavorevole) sarebbe la misura più efficace per ridurre la liquidità in eccesso delle famiglie e delle imprese.

In alternativa alla riforma monetaria (16), la stabilizzazione richiederebbe il ricorso a una combinazione di: a) privatizzazione di una parte del patrimonio dello Stato (17); b) tassi di interesse reali positivi, che incoraggerebbero l'investimento finanziario in attività meno liquide.

Un aspetto non secondario della stabilizzazione è costituito dalla riduzione del disavanzo dello Stato, che alimenta lo squilibrio monetario. I rapporti propongono di: a) sostituire un'imposta sul valore aggiunto all'attuale tassa sul fatturato delle imprese; b) introdurre una tassa sugli utili delle imprese; c) ridurre la spesa nelle voci: sussidi di prezzo, spese militari, retribuzioni del pubblico impiego.

Una volta avviata la manovra di stabilizzazione, i rapporti raccomandano che, in tempi relativamente brevi, siano liberalizzati tutti i prezzi (esclusi quelli dei servizi pubblici e gli affitti delle abitazioni). Ciò consentirebbe di ridurre la ricchezza finanziaria e di aumentare le entrate nette dello Stato (grazie alle maggiori tasse e ai minori sussidi); porrebbe le condizioni per il riequilibrio dei mercati e l'allineamento dei prezzi relativi interni a quelli internazionali.

Il controllo dell'inflazione conseguente alla liberalizzazione dei prezzi postula politiche di contenimento della domanda; tuttavia, mancando gli strumenti per una politica monetaria restrittiva e considerando poco probabile una riduzione significativa del disavanzo fiscale, i rapporti suggeriscono

di vincolare la dinamica dei salari nominali a quella del valore aggiunto di ogni impresa e di imporre un tetto alla crescita salariale per tutta l'economia.

b) Liberalizzazione

Il vuoto amministrativo determinato dalla crisi del sistema di pianificazione crea incertezza e instabilità nell'economia, pregiudicando l'investimento e la crescita. Istituire un'economia di mercato in URSS implica la creazione di una nuova infrastruttura giuridico-amministrativa: senza una legislazione sulla proprietà non è possibile procedere alla privatizzazione del patrimonio statale.

La privatizzazione del settore statale costituisce il presupposto della transizione al mercato. Tuttavia, inizialmente il processo potrà investire solo le piccole-medie imprese (18), proprio perché l'assenza dei mercati dei capitali impedisce di valutare le imprese di maggiori dimensioni e di finanziare la loro privatizzazione. A questo proposito, il rapporto al G-7 propone di trasformare le grandi imprese in società per azioni (imprese a partecipazione statale, che inizialmente resterebbero quasi di necessità controllate dallo Stato), affidandone la conduzione a consigli di amministrazione. Obiettivo del riassetto sarebbe quello di introdurre una gestione basata su criteri economici e non amministrativi, nell'attesa che lo sviluppo del mercato azionario permetta la vendita del capitale ai privati.

Nel caso sovietico, più che in quello delle altre economie dell'est europeo, la liberalizzazione dei prezzi e le privatizzazioni pongono il problema di individuare le misure più efficaci per limitare l'effetto sui prezzi legato all'elevata concentrazione dell'industria. L'affermazione (contenuta nel rapporto al G-7) secondo cui la liberalizzazione del commercio potrebbe costituire un'efficace misura antimonopolistica non sembrerebbe essere valida in un'economia, come quella sovietica, poco aperta agli scambi con l'estero.

La privatizzazione e una gestione dell'impresa basata sul profitto richiederebbero lo sviluppo dei mercati del lavoro e dei capitali. La possibilità di licenziamenti e di fallimenti di imprese comporterà disoccupazione e migrazioni interne. Per farvi fronte, si renderanno necessarie adeguate politiche dell'occu-

pazione, "stabilizzatori sociali", una legislazione che regoli i rapporti tra organizzazioni dei lavoratori e imprese.

La creazione dei mercati finanziari dovrebbe privilegiare lo sviluppo di un sistema bancario che allochi i fondi in via autonoma: a) creando un'autorità di vigilanza bancaria e definendo i principi cui è tenuto a conformarsi tutto il settore; b) ripianando i bilanci delle banche dai crediti in sofferenza verso le imprese; c) modernizzando il sistema dei pagamenti; d) rafforzando il ruolo della banca centrale nel controllo della moneta e del credito (19).

La liberalizzazione del commercio con l'estero, a un tasso di cambio "realistico" del rublo (20), avrebbe il compito di migliorare l'allocazione delle risorse. I rapporti suggeriscono di sostituire alle attuali misure di controllo (quote, licenze, cambi multipli) un sistema di dazi (la tariffa media dovrebbe essere del 30 per cento), dando alle imprese accesso alla valuta necessaria per intraprendere le operazioni commerciali con l'estero (21). Nel breve periodo, questa deregolamentazione avrebbe l'effetto di aumentare le importazioni sovietiche di manufatti occidentali e di riorientare le esportazioni di materie prime dal Comecon verso l'Occidente.

(1) Il rapporto è stato redatto congiuntamente da FMI, Banca mondiale, OCSE e presidenza della BERS, in consultazione con la Commissione della CEE, che ha predisposto il secondo rapporto.

(2) Circa il 60 per cento delle imprese supera i 500 addetti, contro il 7 per cento nei paesi CEE.

(3) Gli indicatori di crescita reale sono sovrastimati perché l'inflazione viene calcolata sui prezzi dei beni prodotti dal settore statale e non tiene conto dei prezzi degli stessi beni sul mercato parallelo.

(4) Il crollo delle ragioni di scambio (del 50 per cento nel periodo 1985-87) ha ridotto gli introiti derivanti dalla tassazione delle esportazioni.

(5) Il saldo finanziario delle imprese diviene positivo dal 1986; ciò dimostrerebbe le difficoltà da queste incontrate nell'intraprendere gli investimenti, a causa delle strozzature nell'offerta di beni capitali e nella disponibilità di materie prime.

(6) La definizione di prodotto materiale netto differisce da quella di PIL in quanto non considera alcune categorie di servizi: pubblica am-

ministrazione, sanità, istruzione e altri. Dato che nel 1990 si sarebbe verificata una crescita proprio nel settore dei servizi, il calo del PIL reale, secondo le fonti ufficiali, sarebbe stato del 2 per cento.

(7) Tuttavia questa stima non è ritenuta realistica dalle stesse fonti ufficiali, in quanto non tiene conto né della componente "nascosta" né di quella "repressa" (ovvero della variazione dei prezzi necessaria a eliminare l'eccesso di domanda esistente). Secondo le fonti ufficiali, se si considera la componente "nascosta", l'inflazione nel 1990 sarebbe stata del 19 per cento.

(8) Per la prima volta l'URSS è in arretrato con i pagamenti in valuta convertibile, per 5 miliardi di dollari.

(9) L'avanzo dovrebbe risultare dall'adozione dei prezzi vigenti sul mercato mondiale nel commercio intra-Comecon a partire dal gennaio di quest'anno. Di conseguenza migliorerebbero le ragioni di scambio sovietiche verso l'area, le cui esportazioni di petrolio avverrebbero a prezzi circa tre volte superiori a quelli praticati finora ai paesi del Comecon.

(10) Per questo motivo, la valutazione del *financing gap* sovietico è ancora molto aleatoria.

(11) Secondo il rapporto della CEE, la spesa aggiuntiva sarebbe di circa 80 miliardi di rubli, tra perdita di gettito dalle imprese e sussidi di prezzo addizionali a queste ultime.

(12) Le entità territoriali sono distinte in Repubbliche autonome, regioni, aree.

(13) Nel dicembre 1989 e nell'aprile 1990, sono stati approvati alcuni emendamenti alla Costituzione che ampliano l'autonomia delle Repubbliche.

(14) Il governo centrale ha cercato di frenare le tendenze secessioniste annunciando la preparazione di un nuovo Trattato costituzionale approvato in forma provvisoria dal Soviet supremo nel dicembre scorso, nel quale l'autonomia delle Repubbliche verrebbe resa più ampia. Tuttavia, sei Repubbliche (le tre baltiche, Armenia, Georgia e Moldavia) hanno annunciato che non firmeranno il Trattato.

(15) Il peggioramento sarebbe più accentuato proprio nelle sei Repubbliche indipendentiste (cfr. nota precedente), dove i disavanzi si attesterebbero tra valori del 17 per cento del prodotto (Armenia) e del 30 per cento (Lituania).

(16) Il provvedimento recente di messa fuori circolazione delle banconote di grosso taglio (si veda il primo capitolo del testo del presente Bollettino Economico) ha costituito un tentativo di confisca dei patrimoni poco efficace e altamente impopolare.

(17) Secondo il rapporto della CEE, l'unica forma di privatizzazione immediatamente attuabile, quella di imprese statali sotto i 200 addetti, permetterebbe di assorbire ricchezza solo per 70 miliardi di rubli (circa il 20 per cento dell'eccesso stimato di liquidità).

(18) Il rapporto della CEE calcola che queste imprese siano almeno un milione.

(19) La legge bancaria approvata nel dicembre scorso sembrerebbe in grado di fornire una normativa adeguata alle necessità di cui alle lettere a) e d).

(20) Nonostante il recente deprezzamento del cambio con il dollaro, il rublo risulterebbe ancora sopravvalutato.

(21) Ad esempio, attraverso la partecipazione alle aste valutarie (in corso di svolgimento dal 1989), da cui potrebbe svilupparsi il futuro mercato valutario del rublo, in previsione della sua convertibilità anche per i non residenti.

La mobilitazione della riserva obbligatoria (*)

Avviata il 15 ottobre dello scorso anno, la riforma della riserva obbligatoria si inserisce nell'azione che la Banca d'Italia, attraverso interventi di natura strutturale, svolge per migliorare il funzionamento dei mercati monetari e finanziari e l'efficacia degli strumenti di politica monetaria.

La movimentazione del conto di riserva, insieme alla creazione dei mercati telematici dei titoli di Stato e dei depositi interbancari e alle riforme che interessano il sistema dei pagamenti, ha lo scopo di ampliare lo spessore del mercato monetario e di accrescerne l'efficienza, dando rilievo ai tassi d'interesse a breve termine nell'indicare gli orientamenti della Banca centrale. Un mercato più ampio ed efficiente e una coerente risposta dei tassi a breve termine agli impulsi dell'azione monetaria rendono più agevole il perseguimento degli obiettivi della politica monetaria.

Le operazioni pronti contro termine in titoli sono orientate più che in passato al conseguimento degli obiettivi della politica monetaria, mentre si è ridotta la loro funzione di compensazione degli eccessi o delle carenze di riserve bancarie nel breve periodo. L'efficacia, nell'ambito della regolazione monetaria, delle operazioni temporanee si accrescerà ulteriormente quando la percentuale di mobilitazione verrà innalzata al coefficiente massimo previsto (5 per cento) dall'attuale 3 per cento.

Il breve periodo di applicazione del nuovo regime e la forte restrizione monetaria che ha caratterizzato buona parte dei primi quattro mesi di mantenimento rendono difficile la valutazione dei risultati conseguiti. È tuttavia possibile tracciare un primo quadro delle modifiche che la riforma ha comportato.

Con la mobilitazione della riserva assumono rilevanza due categorie di indicatori quantitativi: una che esprime la posizione di liquidità del sistema bancario nel singolo giorno; la seconda riferita alla posizione rispetto all'obbligo di riserva medio mensile.

In ogni singolo giorno il sistema bancario assume una posizione sul conto di riserva che può essere maggiore, uguale o inferiore (entro il limite fissato) all'obbligo medio; la differenza rispetto a quest'ultimo è costituita dalle "riserve in eccesso". Il sistema dispone anche, come in precedenza, di un margine inutilizzato sul conto di anticipazione ordinaria. Un indicatore sintetico della posizione complessiva nel singolo giorno può essere ottenuto sommando a queste due componenti il circolante detenuto dalle aziende di credito e i depositi liberi detenuti presso la Banca d'Italia dalle aziende di credito non soggette a riserva (principalmente casse rurali).

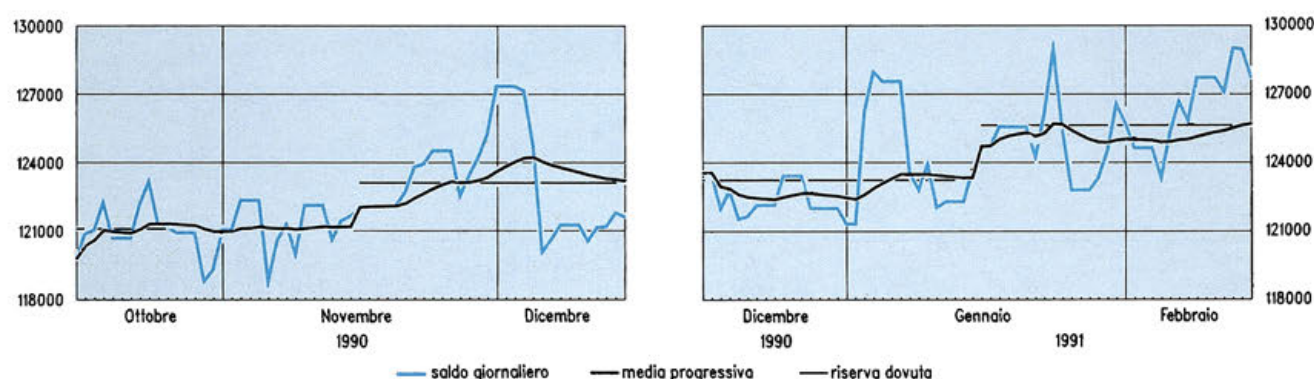
Questo aggregato più si avvicina alla vecchia definizione di liquidità bancaria; rispetto a quest'ultima esso presenta tuttavia un'elasticità molto maggiore, dato che nel singolo giorno può situarsi su livelli molto bassi qualora il sistema abbia fatto ampio ricorso alla mobilitazione. Nei primi quattro periodi di mantenimento del nuovo regime l'aggregato è stato pari in media a 4.500 miliardi, un valore inferiore a quelli della liquidità bancaria nello stesso periodo dell'anno precedente (5.600 miliardi) e nei dodici mesi precedenti (6.000 miliardi).

L'introduzione della mobilitazione ha determinato, come atteso, una diminuzione dei fondi remunerati allo 0,50 per cento (depositi liberi delle aziende non soggette all'obbligo e riserve in eccesso sul conto di riserva obbligatoria). Le eccedenze rispetto al dovuto alla fine di ogni periodo di mantenimento sono state in media di un importo inferiore ai 100 miliardi, a fronte di depositi liberi complessivi di circa 670 miliardi nella media giornaliera dell'anno antecedente alla riforma (11,5 per cento delle riserve libere).

(*) A cura del Servizio Anticipazioni, Sconti e Compensazioni e del Servizio Studi.

Fig. 1

Saldo sul conto di riserva e obbligo medio
(dati giornalieri)



L'indicatore della posizione media è costituito dal totale delle riserve in eccesso nel periodo di mantenimento; esso è funzione, oltre che dei valori realizzati nei giorni precedenti, delle attese circa l'evoluzione dei conti di riserva nei giorni che rimangono fino alla fine del periodo stesso. Una versione semplificata di questo indicatore (media progressiva), che tiene conto solo dei valori realizzati nei giorni precedenti, viene, a partire dal 17 gennaio di quest'anno, diffusa tramite il circuito *Reuters*; ciò al fine di facilitare la valutazione delle condizioni del mercato monetario da parte degli operatori (fig. 1).

Il nuovo regime di riserva obbligatoria ha prodotto i miglioramenti attesi nella funzionalità del mercato dei depositi interbancari: i progressi più rilevanti sono rappresentati dalla minore volatilità dei tassi di interesse a brevissimo termine e dal più stretto legame tra questi ultimi e i tassi interbancari sulle scadenze più lunghe (fig. 2). La variabilità dei tassi d'interesse sui depositi a 24 ore si è fortemente attenuata: tra il semestre precedente all'avvio della mobilitazione e il quadrimestre successivo, il coefficiente di variazione del tasso *overnight* è sceso dal 43,1 al 12,7 per cento, quello del tasso *tomorrow-next* dal 33,5 al 10,9 per cento, quello del tasso *spot-next* dal 27,9 al 10,5 per cento.

Riguardo alle quantità, si è registrato un aumento dei fondi scambiati sul mercato telematico (MID), che va tuttavia valutato anche alla luce delle condi-

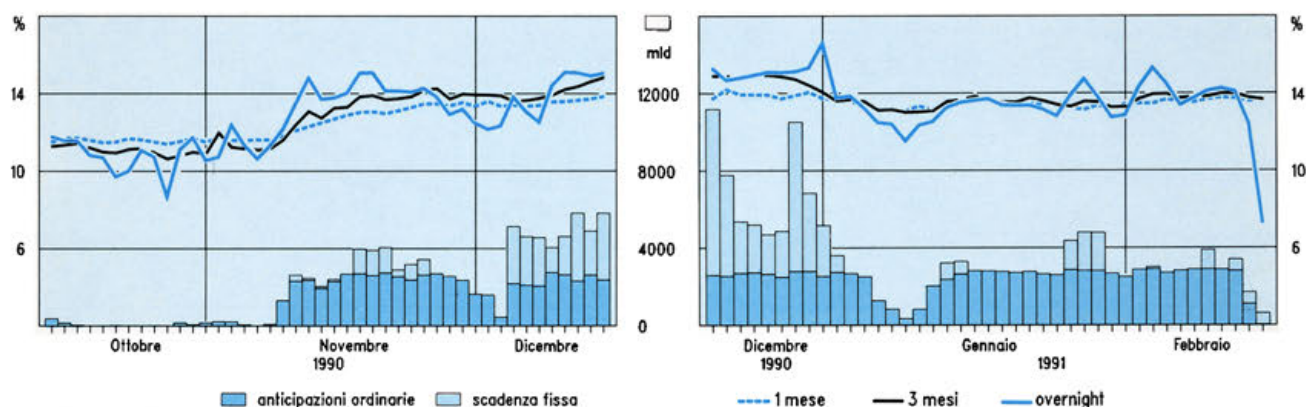
zioni monetarie restrittive prevalenti per gran parte del periodo esaminato. In particolare, i dati relativi al quadrimestre 15 ottobre 1990 – 14 febbraio 1991 indicano in media un incremento di circa il 28 per cento delle contrattazioni giornaliere rispetto ai quattro mesi precedenti. Tra i diversi tipi di deposito interbancario, l'aumento degli scambi ha riguardato in particolare i depositi a 24 ore e quelli con scadenza compresa tra due e quattro giorni e tra una settimana e un mese. A differenza di queste categorie, i depositi differiti, cioè quelli con valuta di regolamento stabilita di comune accordo dai contraenti, sono diminuiti.

Sotto il profilo della normativa di vigilanza, il sistema bancario nel suo insieme ha ben risposto all'introduzione del vincolo di riserva in media: le aziende di credito hanno rispettato, salvo casi sporadici, il vincolo.

L'apprendimento delle potenzialità offerte dalla riforma è stato graduale. La mobilitazione della riserva obbligatoria si è infatti progressivamente ampliata: l'utilizzo medio è passato dal 23 nel primo periodo di mantenimento al 27 per cento dei fondi mobilitabili nel quarto. È anche progressivamente aumentato il numero di aziende di credito che ricorrono in misura significativa alla mobilitazione: le banche che si posizionano su utilizzi compresi tra il 2 e il 3 per cento della riserva obbligatoria sono passate, in media giornaliera, dal 35 a oltre il 40 per cento del totale.

Fig. 2

Rifinanziamento e tassi interbancari
(dati giornalieri; 15 ottobre 1990-14 febbraio 1991)



Le banche di maggiori dimensioni hanno dimostrato fin dall'avvio della riforma una capacità di mobilitazione superiore a quella media del sistema (tav. 1). Queste banche, che dispongono di una quota di credito aperto molto vicina a quella dei fondi mobilizzabili, hanno presentato riserve in eccesso molto contenute in tutti i periodi considerati. Le riserve in eccesso sono risultate pertanto in genere concentrate nelle aziende di credito di minori dimensioni. Queste aziende, pur registrando una crescita della riserva mobilizzata, evidenziano nell'insieme un basso utilizzo sia del conto di riserva sia di quello di anticipazione; il fenomeno riflette verosimilmente sia il persistere di problemi strutturali nell'allocazione dei loro fondi sul mercato interbancario, sia una dotazione informatica inadeguata alle nuove esigenze di tesoreria. Ne risulta ridotta la possibilità di conseguire rapidi guadagni di efficienza nel funzionamento del mercato interbancario.

Quanto alle aziende di credito orientate prevalentemente all'attività all'ingrosso, soprattutto banche estere e istituti centrali di categoria, la gestione dei loro sbilanci giornalieri di fondi ha continuato a basarsi sull'utilizzo dell'anticipazione ordinaria, talvolta come unico strumento per la copertura del fabbisogno di liquidità.

Ulteriori progressi nell'utilizzo efficiente della mobilitazione e nella programmazione dei flussi di tesoreria sono in corso a seguito della ricordata pubblicazione sul circuito *Reuters* delle informazioni aggregate giornaliere relative all'importo medio dovuto

di riserva e alla media progressiva del conto di riserva. Una percezione corretta della posizione aggregata sui conti di riserva riduce infatti l'incertezza e limita, soprattutto nella fase finale di ciascun periodo di mantenimento, bruschi movimenti nei tassi d'interesse, che rimangono peraltro in certa misura fisiologici.

Dal punto di vista operativo, le nuove possibilità offerte dalla riforma e la facoltà concessa ai tesoriери di distribuire autonomamente le disponibilità tra i diversi conti (giroconti), hanno incentivato l'adesione delle aziende di credito alla movimentazione via rete SITRAD. Dall'avvio della riforma queste sono passate da 181 a 272 al gennaio 1991, pari a circa il 30 per cento del totale delle aziende di credito titolari di conto ma oltre il 65 per cento delle banche sottoposte a riserva obbligatoria; parimenti il numero delle operazioni per via telematica effettuate in media in ciascun periodo (2.474) è più che triplicato rispetto alla media mensile di gennaio-settembre 1990.

Effetti positivi sul funzionamento dei mercati sono stati conseguiti, inoltre, dall'applicazione del nuovo sistema tariffario per le operazioni sui conti, introdotto contestualmente alla mobilitazione, e dal riordino delle condizioni di valuta sui conti. In particolare, a seguito dell'introduzione di tariffe penalizzanti per i girofondi in favore di banche incapienti nella fase finale della compensazione nazionale, il numero delle aziende di credito che ritardano la puntuale chiusura dei sistemi di compensazione è sceso in media giornaliera da 2,2 nei mesi precedenti la riforma a 0,8 con il nuovo regime.

Tav. 1

Utilizzo della fascia mobilizzabile, dell'anticipazione ordinaria e distribuzione delle riserve in eccesso
(valori percentuali)

	Gruppi dimensionali (1)									Totale sistema
	Banche					Casse di risparmio				
	Maggiori	Grandi	Medie	Piccole	Minori	Maggiori e grandi	Medie	Piccole	Minori	
Riserva obbligatoria (a)										
15.10/14.11.90	1,0	1,2	1,0	0,7	0,6	1,0	0,8	0,6	0,5	0,7
15.11/14.12.90	1,2	1,2	1,1	0,9	0,7	1,3	0,8	0,9	0,6	0,8
15.12/14.01.91	1,2	1,6	1,0	1,0	0,9	0,9	1,3	1,0	0,7	0,9
15.01/14.02.91	1,3	1,3	1,0	0,9	0,8	1,1	1,2	1,0	0,6	0,8
Anticipazione ordinaria (b)										
15.10/14.11.90	18,8	12,4	13,6	5,5	3,1	33,0	10,4	4,1	0,9	12,8
15.11/14.12.90	84,7	74,1	77,9	47,0	22,0	65,7	45,6	28,4	16,0	70,5
15.12/14.01.91	79,0	76,6	69,3	52,8	21,1	86,1	48,3	25,8	19,0	71,2
15.01/14.02.91	93,6	90,0	87,1	73,1	28,3	79,2	77,0	47,9	25,6	82,0
Riserve in eccesso (c)										
15.10/14.11.90	1,1	–	0,1	1,6	62,9	–	4,7	1,7	9,5	100
15.11/14.12.90	–	–	–	2,3	54,1	–	–	2,1	5,9	100
15.12/14.01.91	–	1,3	–	0,2	40,0	–	–	3,9	5,7	100
15.01/14.02.91	12,2	–	14,7	4,0	49,3	–	–	–	5,6	100

(1) Escluse le filiali di banche estere, gli Istituti centrali di categoria e le aziende di credito non comprese nella definizione dei Gruppi dimensionali (cfr. Note metodologiche dell'Appendice della Relazione sul 1987). – (a) Media semplice della percentuale di utilizzo della riserva dovuta. – (b) Percentuale di utilizzo del fido accordato. – (c) In percentuale sul totale; la somma dei valori non è uguale a 100 in quanto non sono riportate le aziende di credito di nota (1).

Documenti

Conclusioni della Presidenza del Consiglio Europeo

Roma, 27-28 ottobre 1990

Il Consiglio dei Capi di Stato e di Governo dei paesi membri della Comunità si è riunito a Roma il 27 e il 28 ottobre 1990 e ha esaminato la preparazione delle due Conferenze intergovernative, iniziate a Roma il 14 dicembre 1990, in vista dell'Unione politica e dell'Unione economica e monetaria.

Questo documento riproduce le conclusioni della Presidenza relative ai temi delle due Conferenze.

I. Progresso verso l'Unione europea

In questo momento decisivo per l'integrazione comunitaria, il Consiglio europeo ha deciso di portare a compimento un'ulteriore tappa verso la costruzione europea.

Il Consiglio europeo ha proceduto ad uno scambio di opinioni approfondito sulla preparazione, in base alle relazioni presentate dalla Presidenza, delle due conferenze intergovernative in vista dell'Unione politica e dell'Unione economica e monetaria che si apriranno nel dicembre prossimo e si svolgeranno parallelamente, secondo il calendario stabilito a Dublino.

1. Conferenza sull'Unione politica

Il Consiglio europeo ha espresso il proprio apprezzamento per la relazione della Presidenza e il parere della Commissione ai sensi dell'articolo 236 del Trattato, che costituiscono importanti contributi per il proseguimento dei lavori.

Il Consiglio europeo ha confermato la volontà di trasformare gradualmente la Comunità in un'Unione europea, sviluppandone la dimensione politica, rafforzandone la capacità d'azione e estendendone la competenza (*) ad altri settori complementari dell'integrazione economica, essenziali per la convergenza e coesione sociale. L'Unione europea costituirà il risultato di un processo graduale convenuto congiuntamente dagli Stati membri; essa si svilupperà nel rispetto delle identità nazionali e del principio di sussidiarietà, che consente di distinguere ciò che rientra nelle competenze dell'Unione e ciò che deve restare di competenza nazionale.

Conformemente alla tradizione democratica di tutti gli Stati membri e per conferire maggiore legittimità democratica all'Unione è necessario che, parallelamente all'evoluzione della Comunità verso l'Unione europea, si realizzi lo sviluppo del ruolo del Parlamento europeo in materia legislativa (*) e di controllo sull'attività dell'Unione, che, insieme con il ruolo dei Parlamenti nazionali, rafforzerà la legittimità democratica dell'Unione. Questa stessa esigenza sarà consolidata dalla definizione di una cittadinanza europea (*), che verrà ad aggiungersi a quella

degli Stati membri, e dalla presa in considerazione, secondo opportune modalità, degli interessi specifici delle varie regioni.

Parallelamente, si perseguirà il rafforzamento delle altre istituzioni in un quadro equilibrato, sviluppando gli strumenti e le procedure che hanno garantito finora il successo della Comunità. I compiti del Consiglio europeo e del Consiglio "Affari generali" saranno parimenti adattati in funzione delle nuove responsabilità.

Nel settore della politica estera, il Consiglio europeo ha constatato l'esistenza di un consenso sull'obiettivo di una politica estera e di sicurezza comune (*) per rafforzare l'identità della Comunità e la coerenza della sua azione sulla scena internazionale, in modo che esse siano rispondenti alle nuove sfide e alle responsabilità della Comunità stessa. L'azione internazionale della Comunità sarà aperta sul mondo e attribuirà un ruolo rilevante alla politica dello sviluppo. La Comunità rinsalderà altresì i propri legami con gli altri paesi europei, nei confronti dei quali dovranno essere ricercate forme di sempre più stretta collaborazione, in funzione della loro situazione.

Il Consiglio europeo ha constatato la necessità di rivedere le procedure e i meccanismi di preparazione, di adozione e di attuazione delle decisioni in materia di politica estera allo scopo di conferire maggiore coerenza, rapidità ed efficacia all'azione internazionale della Comunità.

Il Consiglio europeo ritiene che nessuno degli aspetti inerenti alle relazioni esterne dell'Unione debba in linea di massima essere escluso dalla politica estera comune. Il Consiglio europeo ha constatato l'esistenza di un consenso sull'esigenza di superare gli attuali limiti in materia di sicurezza (*). Il contenuto e le modalità del ruolo dell'Unione nel settore della sicurezza saranno definiti gradualmente in funzione dei vari aspetti compresi in questo concetto e fatti salvi i vincoli derivanti dagli accordi in materia di sicurezza sottoscritti dagli Stati membri.

Il Consiglio europeo invita i Ministri degli Affari esteri a proseguire i lavori preparatori fino all'apertura della Conferenza intergovernativa. La Presidenza riferirà in merito a questi lavori, tenendo conto dei pareri del Parlamento europeo e della Commissione.

2. Conferenza sull'Unione economica e monetaria

Il Consiglio europeo ha fissato a Madrid la data di inizio della prima fase dell'Unione economica e monetaria, a Strasburgo e a Dublino il calendario della Conferenza intergovernativa e della ratifica dei suoi risultati. Esso constata oggi con soddisfazione gli importanti sviluppi che hanno seguito queste decisioni.

Il Consiglio europeo ha preso conoscenza dei risultati dei lavori preparatori, che rappresentano la base per la Conferenza intergovernativa.

Secondo undici Stati membri, i lavori per la modifica del Trattato dovranno in particolare incentrarsi, per lo stadio finale dell'Unione economica e monetaria, sui seguenti elementi:

- per l'Unione economica, un sistema di mercato, aperto, che combini la stabilità dei prezzi con la crescita, l'occupazione e la protezione dell'ambiente; che miri a condizioni finanziarie e di bilancio sane ed equilibrate, nonché alla coesione economica e sociale. A tal fine la capacità di azione delle istituzioni della Comunità sarà rafforzata;
- per l'Unione monetaria, la creazione di una nuova istituzione, che sarà composta dalle banche centrali nazionali e da un organo centrale e che eserciterà l'intera responsabilità della politica monetaria. L'istituzione monetaria avrà il compito prioritario di assicurare la stabilità dei prezzi. Senza compromettere tale obiettivo, sosterrà la politica economica generale della Comunità. Sarà indipendente da qualsiasi interferenza, come pure i membri del suo Consiglio. Sarà chiamata a riferire sul proprio operato alle istituzioni responsabili politicamente.

Con la realizzazione della fase finale dell'Unione economica e monetaria i tassi di cambio saranno fissati irrevocabilmente. La Comunità avrà una moneta unica – un ecu forte e stabile – espressione della sua identità e unità. Nella fase transitoria l'ecu sarà rafforzato e sviluppato.

La seconda fase avrà inizio il 1° gennaio 1994, dopo che:

- il programma del mercato interno sia stato completato;

- il Trattato sia stato ratificato e, in accordo con le sue disposizioni;
- sia stato avviato un processo teso ad assicurare l'indipendenza dei membri della nuova istituzione monetaria al più tardi allorché siano state trasferite le competenze in materia monetaria;
- il finanziamento monetario dei disavanzi di bilancio sia stato escluso, al pari di ogni responsabilità della Comunità o degli Stati membri rispetto ai debiti di un altro Stato membro;
- il maggior numero possibile di paesi abbia aderito all'accordo di cambio dello SME.

Il Consiglio europeo rammenta che, per passare alla nuova fase, dovranno essere realizzati ulteriori progressi soddisfacenti e durevoli nella convergenza reale e monetaria, in particolare per quanto riguarda la stabilità dei prezzi e il risanamento delle finanze pubbliche.

All'inizio della seconda fase, la nuova istituzione della Comunità sarà creata. Ciò consentirà in particolare di:

- rafforzare il coordinamento delle politiche monetarie;
- istituire gli strumenti e le procedure necessarie per la futura conduzione di una politica monetaria unica;
- supervisionare lo sviluppo dell'ecu.

Entro e non oltre tre anni dall'inizio della seconda fase, la Commissione e il Consiglio dell'istituzione monetaria faranno rapporto al Consiglio ECOFIN e al Consiglio "Affari generali" sul funzionamento del-

la seconda fase, in particolare sui progressi compiuti in materia di convergenza reale, per preparare la decisione relativa al passaggio alla terza fase, che sarà presa entro un lasso di tempo ragionevole. Il Consiglio "Affari generali" sottoporrà il *dossier* al Consiglio europeo.

Il Trattato potrà prevedere disposizioni transitorie per il passaggio alle fasi successive dell'Unione economica e monetaria al fine di venire incontro alla situazione dei vari paesi.

Il Regno Unito non è in grado di accettare l'impostazione testé esposta. Conviene tuttavia che l'obiettivo primario della politica monetaria sia la stabilità dei prezzi, che lo sviluppo della Comunità si debba basare su un sistema di mercato aperto, che occorra evitare gravi disavanzi di bilancio e che non vi debbano essere finanziamenti monetari di *deficit* né assunzioni di responsabilità da parte né della Comunità né dei suoi Stati membri per i debiti di uno Stato membro. Il Regno Unito, pur disposto ad andare oltre la prima fase, tramite la creazione di una nuova istituzione monetaria e di una moneta comunitaria comune, è convinto che le decisioni sul merito di tale iniziativa debbano precedere le decisioni sulla sua attuazione cronologica. Questo Stato membro sarebbe tuttavia disposto ad accettare che l'impostazione da esso sostenuta venga attuata al più presto dopo la ratifica delle pertinenti disposizioni del Trattato.

(*) In merito a questi punti la delegazione britannica preferisce lasciare affatto impregiudicata la discussione che avrà luogo al momento della conferenza intergovernativa.

COMITATO DEI GOVERNATORI DELLE BANCHE CENTRALI
DEGLI STATI MEMBRI DELLA COMUNITA' ECONOMICA EUROPEA

Il Comitato dei Governatori dei paesi membri della CEE ha presentato alla Conferenza inter-governativa sull'Unione economica e monetaria il progetto di Statuto del Sistema europeo di banche centrali e della Banca centrale europea. Il progetto è stato accompagnato da un rapporto introduttivo; entrambi i documenti, che vengono riportati di seguito, sono oggetto di discussione in sede di Conferenza intergovernativa sull'Unione economica e monetaria

**Rapporto introduttivo sul progetto di Statuto
del Sistema europeo di banche centrali e della Banca centrale europea**

27 novembre 1990

Introduzione

Nel giugno 1989, a Madrid, il Consiglio europeo chiese agli organi competenti della Comunità di svolgere il lavoro preparatorio per l'organizzazione di una Conferenza intergovernativa che stabilisse le fasi successive dell'Unione economica e monetaria.

In questo contesto, il Comitato dei Governatori, ai cui incontri partecipa regolarmente un membro della Commissione, ha discusso intensamente gli aspetti monetari della fase finale dell'Unione economica e monetaria. Il punto di partenza delle deliberazioni del Comitato era costituito dai concetti sviluppati nel "Rapporto sull'Unione economica e monetaria nella Comunità europea" (il "Rapporto Delors"), si è però tenuto conto anche dei lavori preparatori svolti da altri organi comunitari.

Il Presidente del Comitato dei Governatori ha riferito in diverse occasioni all'ECOFIN sui progressi raggiunti dal Comitato nel proprio lavoro, il cui risultato è l'allegato progetto di Statuto del "Sistema europeo di banche centrali e della Banca centrale europea", di seguito "Sistema".

Considerazioni principali alla base dello Statuto

Nella stesura dello Statuto, il Comitato dei Governatori è partito dall'assunto che ci sia una chiara volontà politica ed un fermo impegno a continuare nel processo di integrazione economica e monetaria fino alla fase finale dell'Unione economica e monetaria. Invero, lo Statuto, così come si presenta, si concentra interamente su quell'obiettivo, cioè su una situazione in cui la decisione di fissare irrevocabilmente i tassi di cambio tra le monete comunitarie partecipanti è stata presa e nella quale, successivamente, sarà emessa un'unica moneta che prenderà il posto delle attuali monete nazionali. Lo Statuto tiene conto dei cambiamenti connessi al passaggio da valute nazionali con tassi di cambio permanentemente fissi ad un'unica moneta comunitaria, così come di quelli derivanti dall'avanzamento del processo di integrazione dei mercati finanziari.

Pur racchiudendo un insieme dettagliato e completo di disposizioni istituzionali e organizzative, lo Statuto necessita ancora di essere completato in due punti. In primo luogo, esso non tratta la complessa questione delle disposizioni transitorie, cioè le decisioni relative alle necessarie tappe preparatorie da percorrere nella Fase Due, la transizione alla Fase Tre, le procedure di avviamento e le implicazioni de-

rivanti dalla piena adesione al Sistema di alcuni Stati membri in date diverse. In secondo luogo, sono ancora in fase di elaborazione alcuni aspetti di natura più tecnica, specialmente quelli riguardanti la distribuzione dei redditi ed alcune questioni giuridiche.

Il Comitato dei Governatori intende completare il progetto di Statuto in tali materie e presentare le proprie proposte nel corso della Conferenza intergovernativa. Al tempo stesso, si intende che, ai sensi dell'art. 102a del Trattato CEE, il Comitato sarà consultato su ogni proposta avanzata durante la Conferenza intergovernativa circa le modifiche istituzionali in campo monetario. Potrà, inoltre, di sua iniziativa voler dedicare ulteriore approfondimento ad alcune disposizioni del progetto di Statuto.

Il Comitato dei Governatori non ha potuto raggiungere il pieno accordo su alcune disposizioni, che sono state perciò messe tra parentesi quadre nel progetto di Statuto. Queste disposizioni riguardano la responsabilità della politica del tasso di cambio, la procedura per dotare il Comitato esecutivo di poteri operativi, l'incorporazione nello Statuto del principio di sussidiarietà e la necessità di garanzie nel finanziamento a favore di istituti di credito.

Inoltre, il Governatore della Bank of England precisa che le autorità del Regno Unito non accettano le motivazioni per un'unica moneta e per un'unica politica monetaria. Egli ha tuttavia partecipato appieno alle discussioni del Comitato dei Governatori sul presente Statuto. Egli riconosce che è desiderio degli altri Governatori definire le responsabilità e le funzioni di un possibile futuro Sistema europeo di banche centrali prima dell'inizio delle Conferenze intergovernative del dicembre 1990.

Le principali caratteristiche organizzative del Sistema

Secondo quanto stabilito nell'art. 1, il Sistema si compone di una nuova istituzione centrale – la Banca centrale europea (BCE), dotata di personalità giuridica – e delle banche centrali degli Stati membri. Affinché il Sistema operi efficientemente e coerentemente con gli obiettivi assegnatigli, l'art. 14 obbliga

gli Stati membri ad assicurare che le legislazioni nazionali, inclusi gli statuti delle banche centrali nazionali, siano compatibili con lo Statuto e con il Trattato CEE. Il Sistema in quanto tale non ha personalità giuridica e deve essere considerato unicamente come un termine che descrive l'esistenza della BCE e delle banche centrali nazionali come parti integranti del Sistema regolato da un insieme di norme comuni e impegnato a conseguire gli obiettivi e i compiti ad esso affidati. Il Sistema è diretto dagli organi decisionali della BCE che sono il Consiglio e il Comitato esecutivo.

Questa struttura soddisfa due requisiti essenziali. Da un lato essa permette che le decisioni in materia di politica monetaria siano di competenza degli organi decisionali centrali. Dall'altro, essa offre la possibilità di eseguire operazioni derivanti dai compiti del Sistema per il tramite sia della BCE che delle banche centrali nazionali. Sebbene vi sia un accordo che, in base al principio di sussidiarietà, presume che tali operazioni vengano svolte tramite le banche nazionali centrali, vi è diversità di opinione su come incorporare il principio di sussidiarietà nello Statuto. La maggior parte delle banche centrali conviene sulla formulazione secondo la quale le banche centrali nazionali svolgeranno, a giudizio del Consiglio, nella massima misura possibile, le operazioni derivanti dai compiti del Sistema. Alcune banche centrali della Comunità preferiscono la formulazione secondo la quale il Comitato esecutivo ricorrerà, per quanto possibile ed opportuno, alle banche centrali nazionali nello svolgimento di tali operazioni.

I principi base

a) L'obiettivo primario

Come stabilito dall'art. 2, l'obiettivo primario del Sistema è il mantenimento della stabilità dei prezzi. Tuttavia, come viene anche specificato in detto articolo, ciò non significa che la politica monetaria debba essere attuata isolatamente e senza prendere in dovuta considerazione gli altri obiettivi di politica economica. Vi è un chiaro riconoscimento che il Sistema dovrà sostenere la politica economica generale della Comunità senza pregiudicare l'obiettivo primario.

Inoltre, l'art. 3 elenca i compiti che fanno normalmente parte delle attività di una banca centrale e l'art. 4 precisa diverse funzioni consultive.

b) *L'indivisibilità e la gestione centralizzata della politica monetaria*

La caratteristica più importante in assoluto della politica monetaria è che essa è indivisibile e che la responsabilità per la sua conduzione non può essere distribuita tra enti che agiscono autonomamente. Lo Statuto garantisce che con il passaggio alla fase finale, la responsabilità per la formulazione e l'attuazione della politica monetaria della Comunità è affidata al Sistema e attribuita formalmente al Consiglio e al Comitato esecutivo della BCE.

Ai sensi dell'art. 12 il Consiglio è il massimo organo decisionale per tutto ciò che concerne i compiti e le operazioni del Sistema. Ciò riguarda in particolare le decisioni strategiche di politica monetaria, ivi incluse quelle riguardanti gli obiettivi monetari intermedi, i tassi di interesse chiave e la dotazione di riserve del Sistema, la fissazione di direttive per la loro attuazione. Allo stesso tempo, poiché l'attuazione ordinaria delle politiche monetarie si svolge in un ambiente dove le condizioni del mercato sono in rapida evoluzione, vi è un continuo bisogno di decisioni operative. Vi è pieno consenso sul fatto che la gestione giornaliera della politica monetaria dovrebbe essere competenza del Comitato esecutivo, il quale agirebbe in armonia con le decisioni e le direttive fissate dal Consiglio. Tuttavia, vi è una diversità di vedute su come la necessaria autorità debba essere conferita al Comitato esecutivo. Tutti i membri del Comitato dei Governatori, eccetto uno, propendono per un'impostazione secondo la quale il Consiglio avrebbe l'obbligo di delegare i necessari poteri operativi al Comitato esecutivo. Si ritiene che questa impostazione sottolinei la posizione del Consiglio quale organo decisionale supremo. Un membro del Comitato è del parere che una gestione monetaria efficiente richiederebbe che la responsabilità per l'attuazione della politica monetaria venisse esplicitamente affidata al Comitato esecutivo.

c) *Federalismo e sussidiarietà*

Se da una parte lo Statuto prevede che le decisioni vengano prese da un organo centrale, in conformità al principio dell'indivisibilità della politica monetaria, dall'altra esso rispetta in pieno la struttura federativa della Comunità. Ai sensi dell'art. 10, i Governatori di tutte le banche centrali nazionali sono membri di diritto del Consiglio. Ad eccezione di alcune decisioni specifiche di carattere "patrimoniale" (vedi punto "g) – Disposizioni finanziarie"), ogni membro del Consiglio ha un voto. In particolare, nel campo delle decisioni di politica monetaria, la votazione in base al principio "un uomo, un voto" risponde alla necessità che tali decisioni riflettano le esigenze della Comunità nella sua totalità piuttosto che quelle regionali. Questa procedura di voto serve dunque a rafforzare il processo decisionale del Sistema.

La struttura federativa del Sistema si riflette anche nell'esecuzione delle operazioni derivanti dai suoi compiti; il Sistema, come già menzionato, si fonda saldamente sull'applicazione del principio di sussidiarietà (art. 14). L'utilizzo delle banche centrali nazionali come agenti operativi del Sistema è anche alla base delle importanti considerazioni che rendono necessaria l'armonizzazione – ma non necessariamente l'uniformazione fra i vari paesi – dei loro statuti con le disposizioni dello Statuto e del Trattato CEE. Allo stesso tempo, le banche centrali nazionali possono avere responsabilità proprie, ad esempio nell'effettuazione dei pagamenti, nell'esecuzione di compiti relativi all'importante settore della vigilanza bancaria o nella gestione di operazioni per conto di istituzioni governative. Inoltre, l'art. 14 autorizza le banche centrali nazionali a svolgere funzioni al di fuori di quelle fissate nello Statuto a meno che esse non interferiscano con gli obiettivi e i compiti del Sistema.

d) *L'indipendenza del Sistema*

Affinché il Sistema possa conseguire l'obiettivo primario della stabilità dei prezzi, è importante che gli organi decisionali non siano influenzati da considerazioni che potrebbero essere in conflitto con l'obiettivo stesso. L'art. 7 stabilisce che la BCE, le banche centrali nazionali e i loro organi decisionali, agiscano indipendentemente da ogni direttiva delle autorità po-

litiche. L'esperienza positiva che hanno avuto alcuni paesi con autorità monetarie indipendenti è particolarmente rilevante per una società comunitaria pluralistica, dove interessi concorrenti possono far attribuire maggiore peso a considerazioni di breve termine e determinare, così, pressioni a favore di un orientamento di politica monetaria che potrebbe non essere sempre in armonia con la stabilità dei prezzi nel lungo termine.

Un aspetto importante dell'autonomia è che i membri del Consiglio e del Comitato esecutivo possano esercitare i loro poteri ed eseguire i propri compiti con la garanzia della stabilità nell'incarico. Pertanto, gli articoli 11 e 14 trattano specificatamente dei termini dell'incarico e prevedono le condizioni e le procedure che regolano il sollevamento dall'incarico dei membri degli organi decisionali.

Mentre l'art. 7 incorpora nello Statuto il principio dell'indipendenza, altre disposizioni ne danno attuazione pratica fissando le condizioni funzionali, operative e finanziarie che dovranno essere soddisfatte per permettere al Sistema di operare con la necessaria autonomia.

e) Responsabilità democratica del Sistema

Sebbene l'indipendenza sia considerata un prerequisito essenziale per il raggiungimento degli obiettivi e per lo svolgimento dei compiti affidati al Sistema, nello statuto è anche pienamente riconosciuto che devono essere garantite la legittimità e la responsabilità democratica. In misura significativa ciò è assicurato dal fatto che il Trattato, e lo Statuto ad esso allegato, dovranno essere approvati dagli Stati membri e ratificati dai rispettivi Parlamenti. I poteri conferiti agli organi decisionali e l'ampiezza delle loro responsabilità sono chiaramente definiti nello Statuto ed i membri degli organi decisionali sono nominati dalle autorità politiche competenti. Il Presidente e il Vice-Presidente del Comitato esecutivo (che presiedono anche il Consiglio) sono nominati dal Consiglio europeo previa consultazione con il Parlamento europeo.

La trasparenza è un importante elemento della responsabilità democratica. A questo fine, lo Statuto richiede la preparazione di un rapporto annuale che il

Presidente del Consiglio presenterà al Consiglio europeo, al Consiglio delle Comunità europee e al Parlamento. La trasparenza del Sistema è ulteriormente garantita dall'art. 15, che permette al Presidente del Consiglio delle Comunità europee e a un membro della Commissione di partecipare alle riunioni del Consiglio della BCE. Inoltre, la BCE riferirà ad intervalli regolari sulle attività del Sistema e renderà pubblici i prospetti finanziari consolidati del Sistema.

f) Le fondamentali caratteristiche funzionali ed operative del Sistema

Al fine di assicurare che il Consiglio e il Comitato esecutivo possano indirizzare la politica monetaria verso l'obiettivo della stabilità dei prezzi, essi non dovrebbero essere obbligati a svolgere compiti che renderebbero estremamente difficoltoso, se non impossibile, raggiungere l'obiettivo primario del Sistema. Per questa ragione, l'art. 21 nega alla BCE e alle banche centrali nazionali la possibilità di concedere scoperti o qualsiasi altro tipo di facilitazione creditizia ad enti pubblici. Gli istituti di credito pubblici avranno, naturalmente, la possibilità di ricevere crediti dal Sistema nell'ambito delle normali operazioni bancarie. Per quanto riguarda le operazioni esterne, l'art. 3 affida al Sistema il compito di condurre operazioni valutarie in armonia con il regime di cambio prevalente della Comunità. Anche se l'art. 4.3 riconosce alle autorità politiche la responsabilità per le decisioni concernenti il regime di cambio della Comunità, è necessario tener conto del fatto che le operazioni sul mercato dei cambi sono strettamente correlate alla politica monetaria e, quindi, possono condizionare direttamente la capacità del Sistema di raggiungere il proprio obiettivo primario. Per questa ragione, l'art. 4.3 stabilisce l'obbligo di consultare la BCE, al fine di raggiungere un'intesa che sia in armonia con l'obiettivo della stabilità dei prezzi, prima di qualsiasi decisione relativa al regime di cambio. Vi sono, tuttavia, opinioni diverse sul ruolo della BCE nelle decisioni relative alla politica valutaria. La maggioranza dei membri del Comitato dei Governatori è del parere che le decisioni relative alla politica valutaria della Comunità dovrebbero essere prese allo stesso modo delle decisioni sull'adozione, l'abbandono o la modifica delle parità centrali rispetto a valute terze. Alcuni membri del Comitato sono dell'opinione che le deci-

sioni riguardanti la politica di cambio della Comunità dovrebbero essere soggette all'approvazione della BCE.

Al fine di permettere alla BCE e alle banche centrali nazionali di operare autonomamente, è anche essenziale che vengano loro conferiti gli strumenti politici necessari (vedi artt. da 18 a 20) e che questi possano essere utilizzati senza restrizioni. Le relative disposizioni sono state redatte con dovuto riguardo alla natura evolutiva dei mercati finanziari e permetteranno al Sistema di rispondere in modo adeguato alle mutevoli condizioni del mercato.

Per consentire al Sistema di svolgere i propri compiti gli sono state affidate tre importanti funzioni complementari. In primo luogo, nel suo ruolo di consulente, la BCE deve essere interpellata su qualsiasi progetto di legislazione comunitaria (così come su qualsiasi legislazione nazionale che rientri nell'area di competenza della BCE) e su qualsiasi progetto di accordo internazionale in campo monetario, prudenziale, bancario o finanziario (art. 4.1). In secondo luogo, la BCE, assistita dalle banche centrali nazionali, potrà raccogliere i dati statistici necessari per l'attuazione dei compiti del Sistema e, ove necessario, la BCE promuoverà l'armonizzazione delle condizioni che regolano la raccolta, la compilazione e la distribuzione delle statistiche nelle aree di sua competenza. In terzo luogo, il Sistema parteciperà, ove necessario, alla formulazione, al coordinamento e all'attuazione di politiche riguardanti la vigilanza prudenziale e la stabilità del sistema finanziario.

g) *Disposizioni finanziarie*

Le disposizioni del Capitolo VI stabiliscono le basi finanziarie del Sistema che assicurano la sua autonomia finanziaria. In particolare, le disposizioni regolano la dotazione di capitale e di attività di riserva in valuta della BCE (artt. 29 e 30). Le disposizioni relative alle regole per la distribuzione dei redditi derivanti dalle operazioni del Sistema sono ancora in fase di elaborazione.

Due sono le caratteristiche principali di dette disposizioni finanziarie. In primo luogo, in conformità con i compiti affidati al Sistema e con i requisiti ope-

rativi da essi derivanti, è stato deciso di dotare la BCE di un proprio capitale e di raggruppare nei suoi registri le attività di riserva in valuta necessarie ad assicurare la credibilità del Sistema. In secondo luogo, la sottoscrizione di capitale della BCE e il trasferimento di attività di riserva in valuta alla stessa si basano su un unico criterio che dovrà essere elaborato con il dovuto riferimento ad indicatori obiettivi, come il PNL, e, eventualmente, a criteri finanziari e demografici. Il criterio stabilisce inoltre il numero di voti che il Governatore di ciascuna banca centrale avrà a disposizione per le deliberazioni in materie finanziarie, le quali, ai sensi dell'art. 10.3 e 28, sono le sole in cui sarà applicato il sistema di voto ponderato.

Lo Statuto non prescrive ancora gli ammontari precisi che dovranno costituire il capitale della BCE o il totale delle attività di riserva in valuta messe in comune. C'è, tuttavia, accordo nel Comitato dei Governatori che il volume delle attività di riserva in valuta da mettere a disposizione della BCE dovrà essere sufficientemente elevato da rendere credibile la politica valutaria per gli operatori del mercato. Conseguentemente, l'art. 30 stabilisce che il Consiglio avrà la facoltà di richiedere – in modo graduale – alle banche centrali nazionali attività di riserva in valuta fino ad un limite predeterminato. Ulteriori richieste di dette attività, oltre il limite prefissato, possono essere avanzate solo secondo una procedura stabilita dalla legislazione comunitaria.

Questo approccio, a seconda dell'entità del fondo comune al momento dell'avvio del Sistema, potrebbe comportare che una parte delle attività di riserva in valuta rimanga alle autorità nazionali. Al fine di assicurare che dette attività residue di riserva siano mantenute e utilizzate in modo coerente con la politica di cambio e con quella monetaria della Comunità, l'art. 31 stabilisce che tutte le operazioni (eccettuate quelle relative ad obblighi contratti con organizzazioni internazionali) riguardanti attività di riserva in valuta possono essere effettuate dalle banche centrali nazionali solo dietro approvazione della BCE. Affinché tutte le attività di riserva in valuta nella Comunità siano effettivamente sotto il controllo della BCE, tutti i membri del Comitato dei Governatori, tranne uno, concordano sulla necessità di far affluire dette attività al Sistema all'inizio della Fase Tre. A questo fine, il Trattato dovrebbe stabilire che tutte le attività di riser-

va in valuta non detenute da banche centrali nazionali devono essere a queste trasferite in ogni singolo paese.

Aspetti legali

a) *Inserimento nel Trattato*

Si propone di annettere lo Statuto al Trattato sotto forma di Protocollo. Ciò assicura che lo Statuto – così come il Trattato stesso – ha rango di legge primaria della Comunità e quindi che qualsiasi modifica allo Statuto è di norma soggetta alle procedure applicate per le modifiche del Trattato CEE. Allo stesso tempo, dato che lo Statuto costituisce un provvedimento legislativo in sé compiuto, esso non includerà solo le disposizioni costituzionali fondamentali ma anche quelle di natura più tecnica. Al fine di preservare una certa elasticità per le modifiche di tali disposizioni tecniche in risposta a mutate condizioni, è necessario introdurre nello Statuto una procedura semplificata di modifica. Tuttavia, dato che i procedimenti di formazione delle leggi della Comunità dovrebbero essere rivisti nell'ambito della Conferenza intergovernativa sull'Unione politica, il Comitato dei Governatori considera prematuro avanzare una proposta concreta per una procedura semplificata di modifica. Per il completamento del Capitolo IX, che conterrà le disposizioni necessarie, bisognerà dunque aspettare i risultati della Conferenza intergovernativa. Il Comitato dei Governatori è fermamente convinto che tutte le caratteristiche fondamentali del Sistema dovrebbero essere assolutamente escluse dalle procedure semplificate di modifica. Lo stesso Trattato dovrebbe includere delle disposizioni relative, tra l'altro, alla istituzione del Sistema comprendente la BCE e le banche centrali nazionali, i suoi obiettivi, compiti, poteri e indipendenza.

b) *Struttura legale*

Il Sistema nel suo complesso non gode di personalità giuridica ma le parti che lo costituiscono hanno distinta personalità giuridica, riconosciuta esplicitamente per la BCE nell'art. 9 e – implicitamente – mantenuta dalle banche centrali nazionali secondo le leggi nazionali. Ciò implica che solo la BCE e le ban-

che centrali nazionali, e non il Sistema, possono detenere, comprare e vendere attività, stipulare contratti e costituirsi in giudizio.

Questa struttura permette agli organi decisionali di beneficiare della personalità giuridica della BCE, la quale sarà, pertanto, perseguibile per gli atti e le decisioni prese dal Consiglio e dal Comitato esecutivo; non c'è, dunque, alcuna incertezza giuridica circa la possibilità che la Comunità debba assumere passività per conto del Sistema.

c) *La natura del Sistema nell'ambito della struttura delle istituzioni comunitarie*

Viene proposto che il Sistema europeo di banche centrali non sia classificato come istituzione comunitaria ai sensi dell'art. 4, paragrafo 1 del Trattato CEE. Si suggerisce, invece, che sia fatto riferimento alla costituzione del Sistema separatamente in un nuovo paragrafo di detto articolo. Per evitare qualsiasi incertezza legale derivante dalla possibile applicazione al Sistema delle disposizioni generali relative alle istituzioni comunitarie, lo Statuto contiene uno speciale Capitolo (VII) che include le necessarie disposizioni regolanti gli aspetti generali del Sistema. In molti casi dette disposizioni sono in larga misura simili a quelle contenute nel Trattato CEE esistente.

Commenti conclusivi

L'allegato progetto di Statuto è stato elaborato tenendo presenti due considerazioni. Da un lato, il Sistema deve basarsi su quei requisiti istituzionali fondamentali che sono essenziali per l'espletamento dei suoi compiti e per il raggiungimento dei suoi obiettivi; dall'altro, esso deve essere capace di far fronte ai cambiamenti derivanti da un'ulteriore integrazione economica e finanziaria della Comunità, poiché è difficile prevedere i tempi e la velocità con cui essi si verificheranno. Invero, il livello di integrazione dei mercati avrà importanti implicazioni per le operazioni del Sistema. Lo Statuto dovrà inoltre tener conto anche dei cambiamenti derivanti dal passaggio ad un'unica moneta nella fase finale. Per queste ragioni, il Comitato dei Governatori ha scelto di seguire un approccio pragmatico lasciando al Consiglio le decisioni relative a molte delle caratteristiche operative piut-

tosto che definire ora in dettaglio gli aspetti operativi che potrebbero risultare superati al momento della costituzione del Sistema.

Al contrario, i principi istituzionali sui quali il Sistema deve basarsi, al fine di dare le maggiori garanzie possibili per il raggiungimento dei suoi obiettivi, sono stati totalmente incorporati nello Statuto. Il Comitato dei Governatori è fermamente dell'opinione che l'indivisibilità della politica monetaria, l'indipendenza e la responsabilità democratica, la struttura federativa e il principio di sussidiarietà, la negazione del finanziamento monetario al settore pubblico, la libertà di effettuare operazioni sul mercato dei cambi nell'ambito del regime di cambio della Comunità, la disponibilità di adeguati strumenti per l'attuazione delle sue politiche e l'autonomia finanziaria sono le

fondamenta indispensabili di un Sistema cui è affidato il mantenimento della stabilità dei prezzi.

Da ultimo, il Comitato dei Governatori desidera sottolineare che il successo del Sistema nell'espletamento delle sue funzioni e dei suoi compiti non dipende esclusivamente dalle sue caratteristiche operative ed istituzionali. Come già indicato nel Rapporto Dolors, "l'unione economica e quella monetaria sono due parti integranti di un unico insieme" e dovranno essere attuate parallelamente. Infatti, solo se si raggiungerà un appropriato progresso nel campo economico, in particolare per quanto riguarda la disciplina di bilancio, il Sistema potrà operare in una situazione in cui sarà in grado di conseguire con successo il proprio obiettivo primario della stabilità dei prezzi.

Progetto di Statuto del Sistema europeo di banche centrali e della Banca centrale europea

INDICE

Cap. I – Costituzione del Sistema

Art. 1 – Il Sistema

Cap. II – Obiettivi e compiti del Sistema

Art. 2 – Obiettivi

Art. 3 – Compiti

Art. 4 – Funzioni consultive

Art. 5 – Raccolta di informazioni statistiche

Art. 6 – Cooperazione internazionale

Cap. III – Organizzazione del Sistema

Art. 7 – Indipendenza

Art. 8 – Principio generale

Art. 9 – La Banca centrale europea

Art. 10 – Il Consiglio

Art. 11 – Il Comitato esecutivo

Art. 12 – Responsabilità degli organi decisionali

Art. 13 – Il Presidente

Art. 14 – Banche centrali nazionali

Art. 15 – Cooperazione interistituzionale e obblighi di rendiconto

Cap. IV – Funzioni monetarie e operazioni del Sistema

Art. 16 – Banconote e monete

Art. 17 – Conti presso la BCE e le banche centrali nazionali

Art. 18 – Operazioni di credito e di mercato aperto

Art. 19 – Riserve minime

Art. 20 – Altri strumenti

Art. 21 – Rapporti con enti pubblici

Art. 22 – Sistemi di pagamento e di compensazione

Art. 23 – Operazioni esterne

Art. 24 – Altre operazioni

Cap. V – Vigilanza prudenziale

Art. 25 – Compiti di vigilanza

Cap. VI – Disposizioni finanziarie del Sistema

Art. 26 – Conti finanziari

Art. 27 – Revisione dei conti

Art. 28 – Votazioni in materie finanziarie

Art. 29 – Capitale della BCE

Art. 30 – Trasferimento alla BCE di attività di riserva in valuta

Art. 31 – Attività di riserva in valuta detenute dalle banche centrali nazionali

Art. 32 – Distribuzione dei redditi del Sistema e allocazione dei profitti e delle perdite netti della BCE

Cap. VII – Disposizioni generali

Art. 33 – Potere di regolamentazione

Art. 34 – Misure coattive

Art. 35 – Controllo giudiziario e materie relative

Art. 36 – Organico

Art. 37 – Sede

Art. 38 – Segreto professionale

Art. 39 – Privilegi e immunità

Cap. VIII – Disposizioni transitorie per il Sistema

Cap. IX – Modifiche e disposizioni complementari per il Sistema

Art. 40 – Procedura semplificata di modifica

Art. 41 – Legislazione complementare

Cap. I

Costituzione del Sistema

Art. 1

Il Sistema

Ai sensi dell'articolo del Trattato CEE, è costituito un Sistema, composto da una istituzione centrale definita come "Banca centrale europea" (di seguito "BCE") e dalle banche centrali partecipanti degli Stati membri della Comunità (di seguito "banche centrali nazionali"), che avrà la denominazione di "Sistema europeo di banche centrali" (di seguito "Sistema").

Cap. II

Obiettivi e compiti del Sistema

Art. 2

Obiettivi

2.1 L'obiettivo primario del Sistema è quello di mantenere la stabilità dei prezzi.

2.2 Senza pregiudicare l'obiettivo della stabilità dei prezzi, il Sistema dà sostegno alla politica economica generale della Comunità.

2.3 Il Sistema agisce in sintonia con mercati liberi e competitivi.

Art. 3

Compiti

I compiti di base svolti tramite il Sistema sono:

- formulare e attuare la politica monetaria della Comunità;
- eseguire le operazioni valutarie in conformità con il regime prevalente dei tassi di cambio della Comunità ai sensi dell'articolo 4.3;
- detenere e gestire [le] riserve ufficiali in valuta dei paesi partecipanti;
- assicurare un buon funzionamento del sistema dei pagamenti;

– partecipare per quanto necessario alla formulazione, al coordinamento e all'attuazione delle politiche relative alla vigilanza prudenziale e alla stabilità del sistema finanziario.

Art. 4

Funzioni consultive

4.1 La BCE viene consultata circa ogni progetto di legislazione comunitaria e ogni accordo internazionale che si prospetti in campo monetario, bancario, finanziario e di vigilanza. Secondo la legislazione comunitaria, la BCE viene consultata dalle autorità nazionali circa ogni progetto di legge rientrante nelle proprie competenze.

4.2 La BCE può fornire pareri a ogni autorità comunitaria o nazionale sulle materie rientranti nelle proprie competenze.

4.3 La BCE viene consultata con l'intento di raggiungere un accordo, coerente con l'obiettivo della stabilità dei prezzi, prima di ogni decisione relativa al regime dei tassi di cambio della Comunità, ivi comprese in particolare quelle sull'adozione, l'abbandono o il cambiamento delle parità centrali [o delle politiche di cambio] nei confronti delle valute terze.

4.4 La BCE può rendere pubblici i propri pareri.

Art. 5

Raccolta di informazioni statistiche

5.1 Al fine di assolvere i compiti del Sistema, la BCE, assistita dalle banche centrali nazionali, raccoglie le necessarie informazioni statistiche dalle competenti autorità nazionali o direttamente dagli operatori economici. A questo fine essa coopera con le competenti autorità della Comunità, degli Stati membri o dei paesi terzi e con le organizzazioni internazionali.

5.2 Le banche centrali nazionali svolgono, per quanto possibile, i compiti descritti nell'art. 5.1.

5.3 La BCE promuove, se necessaria, l'armonizzazione delle modalità della raccolta, compilazione e distribuzione delle statistiche nelle aree di sua competenza. La legislazione comunitaria definisce le persone fisiche e giuridiche soggette agli obblighi di

resoconto, il regime di riservatezza e le appropriate disposizioni d'esecuzione e sanzione.

Art. 6

Cooperazione internazionale

6.1 Nel campo della cooperazione internazionale concernente i compiti affidati al Sistema, la BCE decide se il Sistema viene rappresentato dalla BCE stessa e/o dalle banche centrali nazionali.

6.2 La BCE e, con l'autorizzazione di questa, le banche centrali nazionali, possono partecipare ad istituzioni monetarie internazionali.

Cap. III

Organizzazione del Sistema

Art. 7

Indipendenza

Nell'esercizio dei poteri e nell'espletamento dei compiti e dei doveri ad essi conferiti dal Trattato e dal presente Statuto, né la BCE né una banca centrale nazionale, né alcun membro dei loro organi decisionali possono chiedere o ricevere qualsiasi direttiva da istituzioni della Comunità, dai governi degli Stati membri o da qualsiasi altro organo. La Comunità e ciascuno Stato membro si impegnano a rispettare questo principio e a non cercare di influenzare la BCE, le banche centrali nazionali e i membri dei loro organi decisionali nell'assolvimento dei loro compiti.

Art. 8

Principio generale

Il Sistema è governato dagli organi decisionali della BCE.

Art. 9

La Banca centrale europea

9.1 La BCE è costituita con il presente Statuto e ha personalità giuridica.

9.2 In ciascuno degli Stati membri la BCE ha la più ampia capacità giuridica riconosciuta alle persone giuridiche dai rispettivi ordinamenti; essa può in particolare acquisire o alienare beni mobili e immobili e stare in giudizio.

9.3 Le proprietà della BCE sono esentate da ogni forma di confisca o espropriazione.

Controversie fra la BCE, da una parte, e i suoi creditori, debitori, o qualsiasi altra persona, dall'altra, sono giudicate dalle autorità giudiziarie nazionali competenti, fatte salve le competenze attribuite alla Corte di Giustizia.

9.4 Funzione della BCE è quella di assicurare che i compiti attribuiti al Sistema ai sensi dell'art. 3 siano assolti o mediante il proprio operato, secondo quanto disposto dal presente Statuto, o mediante le banche centrali nazionali ai sensi dell'art. 14.

9.5 Gli organi decisionali della BCE sono il Consiglio e il Comitato esecutivo.

Art. 10 *Il Consiglio*

10.1 Il Consiglio comprende il Presidente, il Vice Presidente, gli altri membri del Comitato esecutivo e i Governatori delle banche centrali nazionali.

10.2 Fermo quanto disposto dall'art. 10.3, solo i membri del Consiglio presenti di persona hanno diritto di voto. Ogni membro ha diritto ad un voto. Le norme procedurali di cui all'art. 12.3 dispongono che un membro del Consiglio impedito ad esercitare il diritto di voto per un periodo prolungato possa designare un supplente quale membro del Consiglio.

Salvo quanto diversamente disposto dallo Statuto, il Consiglio decide a maggioranza semplice. In caso di parità, il Presidente ha il voto decisivo.

Perché il Consiglio possa votare, deve essere raggiunto un *quorum* pari ai due terzi dei membri. Qualora il *quorum* non venga raggiunto, il Presidente può convocare una riunione straordinaria nella quale possono essere prese decisioni a prescindere dal rispetto del *quorum* di cui sopra.

10.3 Votazioni con il metodo ponderato possono avere luogo secondo quanto previsto dall'art. 28. Se un Governatore non può essere presente, può nominare un Supplente che eserciti il suo voto ponderato.

10.4 Gli atti delle riunioni hanno carattere di riservatezza. Il Consiglio può decidere di rendere pubblico il risultato delle proprie deliberazioni.

10.5 Il Consiglio si riunisce almeno dieci volte l'anno.

Art. 11 *Il Comitato esecutivo*

11.1 Il Comitato esecutivo comprende il Presidente, il Vice Presidente e altri 4 membri.

I membri del Comitato esecutivo sono scelti fra personalità di riconosciuta levatura ed esperienza professionale in campo monetario o bancario.

I membri assolvono i loro compiti a tempo pieno. Nessun membro può, senza approvazione del Consiglio, percepire uno stipendio od altra forma di remunerazione da qualsiasi fonte diversa dalla BCE od occupare qualsiasi altro incarico o impiego, remunerato o non, a meno che non vi sia designato dalla BCE.

11.2 Il Presidente e il Vice Presidente sono nominati per un periodo di 8 anni dal Consiglio europeo, dopo che il Consiglio abbia espresso il proprio parere, e sentito il Parlamento europeo.

11.3 Gli altri membri del Comitato esecutivo sono nominati per un periodo di 8 anni dal Consiglio europeo, dopo che il Consiglio abbia espresso il proprio parere.

11.4 Le modalità e le condizioni di impiego dei membri del Comitato esecutivo, in particolare il loro trattamento economico, il trattamento pensionistico e le altre provvidenze sociali sono regolati in contratti stipulati con la BCE e sono fissati dal Consiglio su proposta di un Comitato comprendente tre membri nominati dal Consiglio e tre membri nominati dal Consiglio delle Comunità europee. I membri del Comitato esecutivo non hanno diritto di voto sulle materie di cui al presente paragrafo.

11.5 Qualora un membro del Comitato esecutivo non sia più in possesso dei requisiti richiesti per l'assolvimento dei propri doveri o si sia reso colpevole di gravi mancanze, la Corte di Giustizia può, su richiesta del Consiglio o del Comitato esecutivo, esonerarlo dall'incarico.

11.6 Ogni membro del Comitato esecutivo presente di persona ha diritto di voto e dispone a tal fine

di un voto. Salvo diverse disposizioni, il Comitato esecutivo delibera a maggioranza semplice dei votanti. In caso di parità, il Presidente ha il voto decisivo. Le disposizioni per le votazioni sono specificate nelle norme procedurali di cui all'art. 12.3.

11.7 Al Comitato esecutivo spetta l'amministrazione della BCE.

Art. 12

Responsabilità degli organi decisionali

12.1 Il Consiglio adotta le decisioni necessarie ad assicurare l'assolvimento dei compiti affidati al Sistema ai sensi del presente Statuto. Il Consiglio formula la politica monetaria della Comunità ivi comprese, a seconda del caso, le decisioni relative agli obiettivi monetari intermedi, ai tassi di interesse chiave e alla dotazione di riserve nel Sistema e stabilisce le necessarie direttive per la loro attuazione.

[Il Consiglio delega al Comitato esecutivo quei poteri operativi che ritenga appropriati per l'attuazione delle decisioni e delle direttive di politica monetaria. Il Consiglio può delegare al Comitato esecutivo altri poteri che esso stesso può specificare]. [Il Comitato esecutivo attua la politica monetaria secondo le decisioni e le direttive stabilite dal Consiglio].

12.2 Nell'attuazione della politica monetaria secondo le decisioni e le direttive impartite dal Consiglio, il Comitato esecutivo dà le necessarie istruzioni alle banche centrali nazionali.

Il Comitato esecutivo ha il compito di preparare le riunioni del Consiglio.

12.3 Il Consiglio emana le norme procedurali che determinano l'organizzazione interna della BCE e dei suoi organi decisionali.

12.4 Le funzioni consultive di cui all'art. 4 sono esercitate dal Consiglio.

12.5 Il Consiglio adotta le decisioni di cui all'art. 6.

Art. 13

Il Presidente

13.1 Il Presidente o, in sua assenza, il Vice Presidente presiede il Consiglio e il Comitato esecutivo della BCE.

13.2 Il Presidente, o un suo delegato, rappresenta la BCE all'esterno.

Art. 14

Banche centrali nazionali

14.1 Gli Stati membri provvedono a che le rispettive legislazioni nazionali, ivi compresi gli statuti delle banche centrali nazionali, siano compatibili con il presente Statuto e con il Trattato CEE.

14.2 Gli statuti delle banche centrali nazionali devono prevedere in particolare che il Governatore della banca centrale nazionale sia nominato dalle autorità nazionali dello Stato membro dopo consultazione con il Consiglio. La durata del mandato non può essere inferiore a 5 anni. Il Governatore può essere sollevato dall'incarico solo per gravi motivi attinenti alla sua persona. Una decisione in questo senso può essere impugnata davanti alla Corte di Giustizia dal Governatore interessato o dal Consiglio.

14.3 Salvo quanto disposto dall'art. 14.5, le banche centrali nazionali costituiscono parte integrante del Sistema e agiscono secondo le direttive e le istruzioni della BCE.

Il Consiglio adotta le misure necessarie per assicurare l'ottemperanza alle direttive e alle istruzioni della BCE, e richiede che gli venga fornita ogni necessaria informazione.

14.4 [Nella misura massima ritenuta possibile dal Consiglio, le banche centrali nazionali svolgono le operazioni derivanti dai compiti del Sistema]. [Il Comitato esecutivo ricorre, per quanto possibile ed opportuno, alle banche centrali nazionali nello svolgimento delle operazioni che derivino dai compiti del Sistema.]

14.5 Le banche centrali nazionali possono svolgere, sotto la propria responsabilità, funzioni diverse da quelle specificate nel presente Statuto a meno che il Consiglio decida, a maggioranza qualificata dei due terzi dei votanti, che esse interferiscono con gli obiettivi e i compiti del Sistema. Tali funzioni non sono considerate come facenti parte del Sistema.

14.6 Ai fini del presente Statuto, l'Institut Monétaire Luxembourgeois è considerato banca centrale nazionale.

Art. 15

*Cooperazione interistituzionale
e obblighi di rendiconto*

15.1 Il Presidente del Consiglio delle Comunità europee ed un membro della Commissione possono partecipare alle riunioni del Consiglio. Essi possono prendere parte alle discussioni del Consiglio ma non alla votazione.

15.2 Il Presidente della BCE è invitato a partecipare alle riunioni del Consiglio europeo e del Consiglio delle Comunità europee qualora vengano discusse materie relative agli obiettivi e alle funzioni del Sistema.

15.3 La BCE redige, in una data da definire nelle Norme procedurali, un rapporto annuale sulle attività del Sistema e sulla politica monetaria dell'anno precedente e dell'anno in corso. Il Presidente presenta il rapporto annuale al Consiglio europeo, al Consiglio delle Comunità europee ed al Parlamento europeo. Il Presidente ed i membri del Comitato esecutivo possono partecipare alle riunioni dei comitati specializzati del Parlamento europeo se le circostanze lo richiedono.

15.4 La BCE redige rapporti sulle attività del Sistema ad intervalli regolari. Questi rapporti e rendiconti vengono pubblicati e resi disponibili gratuitamente per i soggetti interessati.

15.5 Un rendiconto finanziario consolidato del Sistema viene reso pubblico ogni settimana.

Cap. IV***Funzioni monetarie e operazioni del Sistema***

Art. 16

Banconote e monete

16.1 Il Consiglio ha il diritto esclusivo di autorizzare l'emissione di banconote all'interno della Comunità. Le banconote emesse dalla BCE e dalle banche centrali nazionali sono le sole ad avere corso legale.

16.2 Le disposizioni concernenti il corso legale delle valute comunitarie sono adottate secondo la legislazione comunitaria. Il Consiglio adotta le neces-

sarie misure per lo scambio, al valore di parità, delle banconote denominate in valute comunitarie da parte delle banche centrali nazionali.

16.3 L'ammontare e la denominazione delle monete emesse all'interno della Comunità sono soggetti all'approvazione del Consiglio. Le monete sono messe in circolazione dalla BCE e/o dalle banche centrali nazionali.

Art. 17

Conti presso la BCE e le banche centrali nazionali

Al fine di svolgere le loro operazioni, la BCE e le banche centrali nazionali possono aprire conti intestati a istituti di credito, enti pubblici e altri operatori del mercato e accettare attività, ivi compresi i titoli scritturali come garanzia.

Art. 18

Operazioni di credito e di mercato aperto

18.1 Al fine di perseguire gli obiettivi del Sistema e di svolgere i propri compiti, la BCE e le banche centrali nazionali hanno la facoltà di:

- operare sui mercati finanziari comprando e vendendo a titolo definitivo (a pronti e a termine), ovvero con operazioni di pronti contro termine, crediti e strumenti negoziabili, sia in valute comunitarie che di altri paesi, nonché metalli preziosi;
- effettuare operazioni di credito con istituzioni creditizie ed altri operatori di mercato [, i prestiti essendo effettuati sulla base di adeguate garanzie].

18.2 La BCE stabilisce principi generali per le operazioni di credito e di mercato aperto condotte da essa stessa o dalle banche centrali nazionali, ivi compresa la comunicazione delle condizioni alle quali esse sono disponibili a partecipare a tali transazioni.

Art. 19

Riserve minime

La BCE ha il potere di obbligare le istituzioni di credito a detenere riserve minime in conti presso la BCE e le banche centrali nazionali. Disposizioni relative al calcolo e alla determinazione delle riserve obbligatorie minime sono emanate dal Consiglio. In ca-

so di mancata osservanza, la BCE ha la facoltà di imporre interessi a titolo di penalità e di prendere iniziative per seguire la questione a livello di vigilanza.

Art. 20
Altri strumenti

Il Consiglio può decidere, a maggioranza qualificata di due terzi dei votanti, sull'utilizzo di altri strumenti operativi di controllo monetario che esso ritenga opportuno.

Art. 21
Operazioni con enti pubblici

21.1 La BCE e le banche centrali nazionali non concedono scoperti di conto o qualsiasi altra forma di facilitazione creditizia alle istituzioni comunitarie, ai governi o agli enti pubblici degli Stati membri e non sottoscrivono titoli del debito direttamente da essi.

21.2 La BCE e le banche centrali nazionali possono operare come agente finanziario per le istituzioni della Comunità, i governi o gli altri enti pubblici degli Stati membri.

21.3 La funzione di agente finanziario comprende tutte le transazioni bancarie tranne quelle di cui all'articolo 21.1.

21.4 Le istituzioni della Comunità, i governi e gli altri enti pubblici degli Stati membri per i quali la BCE e le banche centrali nazionali agiscono come agente finanziario emettono titoli del debito o attraverso il Sistema o previa consultazione con questo.

21.5 Le disposizioni del presente articolo non si applicano alle istituzioni di credito di proprietà pubblica.

Art. 22
Sistemi di pagamento e di compensazione

La BCE e le banche centrali nazionali possono fornire strutture, e la prima anche emanare disposizioni, al fine di assicurare sistemi di compensazione e di pagamento efficienti e affidabili all'interno della Comunità e nei rapporti con i paesi terzi.

Art. 23
Operazioni esterne

La BCE e le banche centrali nazionali possono:

- stabilire relazioni con banche centrali e istituzioni finanziarie di paesi terzi e, ove del caso, con organizzazioni internazionali e sovranazionali;
- acquistare e vendere a pronti e a termine tutti i tipi di attività in valuta estera e metalli preziosi. Il termine "attività in valuta estera" include i titoli e ogni altra attività nella valuta di qualsiasi paese o in unità di conto e in qualsiasi forma detenuti;
- detenere e gestire le attività sopra definite;
- effettuare tutti i tipi di operazioni bancarie con i paesi terzi e le organizzazioni internazionali e sovranazionali, ivi incluse le operazioni di credito attive e passive.

Art. 24
Altre operazioni

In aggiunta alle operazioni derivanti dall'assolvimento dei propri compiti, la BCE e le banche centrali nazionali possono effettuare operazioni per i propri fini amministrativi o per il proprio personale.

Cap. V
Vigilanza prudenziale

Art. 25
Compiti di vigilanza

25.1 La BCE ha la facoltà di fornire pareri e di essere consultata sull'interpretazione e sull'attuazione della legislazione comunitaria relativa alla vigilanza prudenziale sulle istituzioni di credito, sulle altre istituzioni finanziarie e sui mercati finanziari.

25.2 La BCE può formulare, interpretare ed attuare linee di azione relative alla vigilanza prudenziale sulle aziende di credito e sulle altre istituzioni finanziarie alle quali essa è preposta come autorità di vigilanza competente.

Cap. VI *Disposizioni finanziarie del Sistema*

Art. 26 *Conti finanziari*

26.1 L'esercizio finanziario della BCE e delle banche centrali nazionali ha inizio il primo giorno di gennaio e ha termine l'ultimo giorno di dicembre.

26.2 I rendiconti annuali della BCE sono redatti dal Comitato esecutivo secondo i principi stabiliti dal Consiglio. Il bilancio è approvato dal Consiglio e viene in seguito reso pubblico.

26.3 Per fini operativi e di analisi, il Comitato esecutivo redige un bilancio consolidato del Sistema, comprendente le attività e le passività della BCE e quelle attività e passività delle banche centrali nazionali che rientrano nel Sistema.

26.4 Per l'applicazione del presente articolo, il Consiglio stabilisce le disposizioni necessarie per uniformare le procedure contabili e di relazione riguardanti le operazioni compiute dalle banche centrali nazionali.

Art. 27 *Revisione dei conti*

27.1 La contabilità della BCE e delle banche centrali nazionali viene verificata da revisori esterni indipendenti proposti dal Consiglio ed accettati dal Consiglio delle Comunità europee. I revisori hanno pieni poteri di esame dei libri contabili della BCE e delle banche centrali nazionali e hanno diritto ad essere pienamente informati sulle loro operazioni.

27.2 Le disposizioni degli artt. 203 e 206-bis del Trattato non si applicano alla BCE e alle banche centrali nazionali.

Art. 28 *Votazioni in materie finanziarie*

28.1 Per qualsiasi decisione da adottare ai sensi degli articoli da 29 a 32, i voti nel Consiglio sono ponderati secondo lo schema allegato allo Statuto. Una decisione a maggioranza qualificata è ritenuta approvata se ottiene [...] voti sul totale di [...].

28.2 Lo schema di cui al paragrafo 1 viene rivisto ogni [5] [10] anni e può essere emendato secondo la procedura semplificata di modifica specificata nel Capitolo IX. La revisione tiene conto dei cambiamenti dei parametri posti alla base dello schema adottato.

Art. 29 *Capitale della BCE*

29.1 Il capitale della BCE è, dal momento della sua costituzione, di [x] milioni di ecu. Il capitale può essere aumentato di volta in volta per ammontari eventualmente determinati dal Consiglio a maggioranza qualificata.

29.2 Le banche centrali nazionali sono le sole sottoscrittrici e detentrici del capitale della BCE. La sottoscrizione di capitale avviene secondo lo schema allegato al presente Statuto.

29.3 Il Consiglio, decidendo a maggioranza qualificata, determina la misura e la forma nella quale il capitale è versato.

29.4 Le quote del capitale sottoscritto della BCE appartenenti alle banche centrali nazionali non possono essere trasferite, vincolate o poste sotto sequestro, se non in base ad una decisione assunta dal Consiglio.

29.5 Qualora lo schema allegato al presente Statuto venga modificato secondo le modalità stabilite nell'art. 28.2, le banche centrali nazionali trasferiscono fra di loro quote di capitale nella misura necessaria ad assicurare che la distribuzione delle quote corrisponda allo schema modificato. Il Consiglio determina le modalità e le condizioni di tali trasferimenti.

Art. 30 *Trasferimento alla BCE di attività di riserva in valuta*

30.1 Salvo quanto disposto dall'art. 29, la BCE viene dotata da parte delle banche centrali nazionali di attività di riserva in valute diverse dalle valute comunitarie e dall'ecu, fino ad un ammontare equivalente a [x] ecu. Il Consiglio decide sulla quota che può essere richiesta dalla BCE al momento dell'entrata in vigore del presente Statuto e sugli ammontari che possono essere richiesti in epoche successive.

30.2 I contributi di ogni banca centrale nazionale sono fissati secondo lo schema allegato al presente Statuto.

30.3 Ogni banca centrale nazionale ha dalla BCE un credito pari al proprio contributo. Il Consiglio determina la denominazione e la remunerazione di tali crediti.

30.4 Ulteriori richieste di attività di riserva in valuta oltre il limite previsto dall'art. 30.1 possono essere effettuate dalla BCE ai sensi della legislazione comunitaria.

30.5 La BCE è autorizzata ad accettare la messa in comune delle posizioni di riserva sul FMI e dei DSP.

30.6 Il Consiglio determina tutte le altre condizioni richieste per l'applicazione del presente articolo.

Art. 31

*Attività di riserva in valuta
detenute dalle banche centrali nazionali*

31.1 Le banche centrali nazionali possono compiere operazioni nell'assolvimento degli obblighi verso organismi internazionali, ai sensi dell'art. 23.

31.2 Tutte le altre operazioni in valuta che restano di competenza delle banche centrali nazionali dopo i trasferimenti di cui all'art. 30, sono soggette all'approvazione della BCE al fine di assicurarne la coerenza con le politiche monetaria e valutaria della Comunità.

31.3 Il Consiglio emana direttive al fine di facilitare tali operazioni.

Art. 32

*Distribuzione dei redditi del Sistema
e allocazione dei profitti e delle perdite netti
della BCE*

Da elaborare.

Cap. VII *Disposizioni generali*

Art. 33

Poteri di regolamentazione

33.1 Il Consiglio e il Comitato esecutivo, secondo le rispettive responsabilità, emanano normative e prendono decisioni necessarie allo svolgimento dei compiti affidati al Sistema secondo il presente Statuto.

33.2 Da elaborare. (Modalità di motivazione, pubblicazione, entrata in vigore, notifica e applicabilità delle disposizioni e delle decisioni di cui all'art. 33.1).

Art. 34

Misure coattive

La BCE e le banche centrali nazionali hanno il potere di imporre sanzioni ai soggetti operanti sul mercato e agli altri operatori economici che non ottemperino ai propri obblighi nei confronti di normative e decisioni adottate ai sensi del presente Statuto.

Art. 35

Controllo giudiziario e materie relative

35.1 Gli atti della BCE sono soggetti a esame e interpretazione da parte della Corte di Giustizia alle condizioni stabilite per il controllo legale degli atti delle istituzioni della Comunità. La BCE può avviare un'azione legale alle stesse condizioni previste per le istituzioni della Comunità. Sono conseguentemente applicabili gli articoli da 173 a 178, 183 e 184 del Trattato CEE.

35.2 La BCE è soggetta al regime di responsabilità come previsto dall'art. 215 del Trattato CEE.

35.3 La Corte di Giustizia ha giurisdizione per ogni clausola compromissoria contenuta in un contratto concluso da parte o per conto della BCE, sia che il contratto sia disciplinato dal diritto civile o dal diritto pubblico.

35.4 La decisione della BCE di portare una controversia davanti alla Corte di Giustizia è presa dal Consiglio.

35.5 Le banche centrali nazionali sono responsabili secondo le rispettive leggi nazionali.

Art. 36
Organico

36.1 Il Consiglio della BCE, su proposta del Comitato esecutivo, emana il Regolamento del personale direttivo e le Condizioni di impiego per gli altri dipendenti della BCE.

La Corte di Giustizia ha giurisdizione su tutte le controversie fra la BCE e i propri dipendenti nei limiti e alle condizioni specificate nel Regolamento del personale direttivo e nelle Condizioni di impiego.

36.2 Il Regolamento include le condizioni di assunzione e promozione, il trattamento economico, il trattamento pensionistico e le altre provvidenze sociali, la limitazione delle attività esterne, i diritti dei sindacati e i rapporti di questi ultimi con il Comitato esecutivo, il distaccamento a rotazione di personale delle banche centrali nazionali.

Art. 37
Sede

La sede della BCE è stabilita a [...].

Art. 38
Segreto professionale

38.1 I membri degli organi decisionali, il personale direttivo e gli altri dipendenti della BCE e delle banche centrali nazionali hanno il dovere, anche dopo aver cessato le proprie funzioni, di non rivelare le in-

formazioni coperte dall'obbligo del segreto professionale.

38.2 Le persone che hanno accesso ai dati coperti da uno specifico obbligo di riservatezza previsto dalla normativa comunitaria, sono soggette all'applicazione di tali norme.

Art. 39
Privilegi e immunità

Il Protocollo sui privilegi e sulle immunità delle Comunità europee si applica alla BCE, ai membri dei suoi organi decisionali, al suo personale direttivo e agli altri dipendenti nella misura necessaria allo svolgimento dei compiti della BCE.

Cap. VIII
Disposizioni transitorie per il Sistema

Da elaborare.

Cap. IX
Modifiche e disposizioni complementari per il Sistema

Art. 40
Procedura semplificata di modifica

Da elaborare.

Art. 41
Legislazione complementare

Da elaborare.

Rapporto del Comitato sugli schemi di compensazione interbancari delle banche centrali dei paesi del Gruppo dei Dieci

Banca dei regolamenti internazionali

Basilea, novembre 1990

Sezione 1 – Introduzione

1.1 Nel febbraio 1989 venne pubblicato dalla BRI il Rapporto sugli schemi di compensazione redatto dal Gruppo di esperti sui sistemi di pagamento delle banche centrali dei paesi del Gruppo dei Dieci (Rapporto Angell). I Governatori del Gruppo dei Dieci concordarono allora di istituire un comitato *ad hoc* ad alto livello per analizzare ulteriormente le implicazioni politiche degli schemi di compensazione internazionali e multivalutari che il Rapporto Angell aveva individuato come particolarmente degne di attenzione per l'insieme delle banche centrali. I promotori degli schemi di compensazione interbancari avevano sollecitato il parere di singole banche centrali su progetti che mostravano di avere implicazioni per diversi paesi, e si confidava che una riflessione collegiale sulle questioni suscitate da tali schemi avrebbe potuto fornire la base per una presa di posizione comune da parte delle banche centrali del Gruppo dei Dieci. Il presente Rapporto contiene l'analisi della compensazione compiuta dal Comitato sugli schemi di compensazione interbancari, unitamente a una serie di raccomandazioni operative del Comitato medesimo.

1.2 Il Rapporto Angell presentava un'analisi dei rischi di credito e di liquidità in cui incorrono i partecipanti agli schemi di compensazione bilaterali e multilaterali sia per gli ordini di pagamento interbancari sia per le obbligazioni contrattuali a termine, come i contratti in cambi. Il Rapporto individuava altresì una serie di questioni di politica economica di ordine più generale. Fra queste figuravano gli effetti della compensazione sull'integrità dei sistemi di regolamento interbancari, sulla conduzione della politi-

ca monetaria e sul comportamento degli operatori nei mercati interbancari. Particolari timori erano espressi riguardo alle complicazioni inerenti alla ripartizione delle responsabilità di vigilanza e all'efficace sorveglianza dei sistemi di compensazione internazionali.

1.3 I lavori del Comitato hanno confermato l'analisi generale dei rischi di credito e di liquidità connessi agli schemi di compensazione contenuta nel Rapporto Angell, nonché le principali aree di interesse per le banche centrali individuate nel Rapporto stesso. In termini generali, il Comitato ha riconosciuto che la compensazione può comportare diversi vantaggi in termini di miglioramento sia dell'efficienza sia della stabilità dei regolamenti interbancari, grazie alla riduzione dei costi e dei rischi, sempreché siano soddisfatte certe condizioni. Tuttavia, data la relativa mancanza di esperienze riguardo ai diversi tipi di schemi di compensazione – in particolare ai proposti sistemi di compensazione multilaterale di contratti in cambi – per il Comitato è stato difficile analizzarne tutte le potenziali conseguenze. Nondimeno, il Comitato ha concluso che gli obiettivi condivisi dalle banche centrali forniscono una base sufficiente per la formulazione di risposte operative comuni di fronte allo sviluppo di sistemi di compensazione internazionali e multivalutari [...].

Sezione 2 – Sommario dell'analisi

2.1 E' interesse comune delle banche centrali che i sistemi dei pagamenti interbancari siano efficienti e stabili e, più in generale, sia efficiente e stabile il sistema finanziario nel suo complesso. In particolare, tutte le banche centrali sono interessate a limitare il livello di rischio sistemico nel sistema bancario, pur

incoraggiando i miglioramenti nell'efficienza dei mercati interbancari e dei sistemi di regolamento che fungono da supporto a tali mercati. Le banche centrali mirano altresì a salvaguardare l'efficacia degli strumenti operativi impiegati nel perseguimento dell'obiettivo finale della stabilità della moneta nazionale, e a preservare la loro capacità di vigilare sull'evoluzione dei mercati attraverso i quali si esplica la politica monetaria e del cambio.

2.2 Riducendo il numero e il valore complessivo dei pagamenti fra le istituzioni finanziarie, la compensazione può aumentare l'efficienza dei sistemi dei pagamenti interni e diminuire i costi di regolamento connessi al crescente volume di attività sul mercato dei cambi. La compensazione può inoltre ridurre l'entità delle esposizioni creditorie e di liquidità in cui incorrono gli operatori di mercato e contribuire in tal modo al contenimento del rischio sistemico.

2.3 La riduzione effettiva delle esposizioni dipende tuttavia dalla solidità giuridica degli schemi di compensazione, ossia dalla loro idoneità a generare esposizioni nette vincolanti che reggano ad un'impugnativa legale. Il concetto di compensazione, nella sua accezione più ampia, trova riconoscimento nella legislazione di tutti i paesi del Gruppo dei Dieci. Tuttavia, è possibile che non tutte le banche riescano ad ottenere posizioni nette esecutorie in ogni circostanza. Ad esempio, gli schemi di compensazione internazionali fanno sorgere problemi di competenza e di conflitto di legislazione non facilmente risolvibili. L'approntamento di una solida base per dare esecutorietà alle esposizioni nette richiede quindi un'approfondita preparazione giuridica da parte dei partecipanti agli schemi di compensazione e degli agenti di compensazione.

2.4 Se anziché realizzare una riduzione delle effettive esposizioni creditorie e di liquidità in cui i partecipanti incorrerebbero in caso di insolvenza di una controparte la compensazione non fa che dissimulare il reale livello delle esposizioni, allora gli schemi di compensazione possono contribuire ad accrescere il rischio sistemico. Inoltre, quand'anche vengano ridotte le esposizioni effettive, i sistemi di compensazione multilaterale possono traslare e concentrare i rischi in modo tale da accentuare il rischio sistemico a

causa della maggiore probabilità che l'insolvenza di un'istituzione pregiudichi la situazione delle altre. Il grado di tale rischio nei sistemi multilaterali dipende dalla misura in cui l'agente di compensazione e i partecipanti sono incentivati a gestire e limitare le proprie esposizioni, nonché dalla loro capacità di assorbire perdite nel caso di un'insolvenza.

2.5 Il Comitato ha considerato diverse possibili procedure di gestione del rischio per i sistemi di compensazione multilaterale, specie in riferimento ai progetti attualmente elaborati dalle banche per istituire sistemi multilaterali per contratti in cambi. Ad un estremo vi sono schemi in base ai quali tutti i rischi sarebbero sopportati e gestiti dall'ente che fornisce il servizio di compensazione o controparte centrale. Ai partecipanti a tali sistemi potrebbe essere chiesto di costituire garanzie cauzionali o margini a copertura integrale dell'esposizione del sistema nei loro confronti. All'estremo opposto, vi sono schemi completamente decentrati in base ai quali, in caso di insolvenza di un partecipante, le perdite di credito risultanti dalla sua posizione netta verso la controparte centrale sarebbero ripartite proporzionalmente fra i partecipanti superstiti. In tali schemi, il principale meccanismo di controllo del rischio consisterebbe in limiti bilaterali posti da ogni partecipante al credito accordato agli altri partecipanti.

2.6 In linea di principio sia gli schemi accentrati, sia quelli decentrati, sia ancora una qualche combinazione dei due, dovrebbero prevedere salvaguardie di credito e di liquidità che assicurino la capacità del sistema di gestire le esposizioni e di perfezionare i regolamenti. Un approccio accentrato e basato su garanzie cauzionali appare in grado di fornire una maggiore protezione contro il rischio sistemico, ma a prezzo della costituzione in garanzia di valori che diverrebbero così indisponibili per altri scopi. Un approccio totalmente decentrato eviterebbe questo costo e manterrebbe gli incentivi alla gestione delle proprie esposizioni da parte dei partecipanti; esso non darebbe però lo stesso affidamento quanto alla capacità del sistema di assicurare il perfezionamento dei regolamenti. Sarebbe tuttavia possibile combinare un approccio decentrato all'allocazione e gestione del rischio con la costituzione di garanzie per assicurare l'adempimento delle obbligazioni dei partecipanti a titolo di ripartizione delle perdite nel caso di una crisi.

2.7 Modificando i costi di regolamento e le esposizioni creditorie, tali sistemi di compensazione multilaterale proposti per i contratti in cambi potrebbero alterare la struttura dei rapporti di credito e influire sulla concorrenza nei mercati valutari. Tuttavia, la mancanza di esperienze operative con questi sistemi rende difficile prevedere l'impatto che ciascuno di essi avrebbe sull'attività nei mercati dei cambi, o sulla stabilità dei mercati finanziari in generale.

2.8 L'aspetto che desta maggiore preoccupazione sul piano della politica monetaria risiede nella possibilità che un sistema di compensazione non sia dotato di adeguate procedure di gestione del rischio e che accresca il rischio sistemico o l'instabilità finanziaria in misura tale da ostacolare il conseguimento degli obiettivi monetari. E' tuttavia improbabile che di per sé la compensazione pregiudichi l'efficacia degli strumenti di politica monetaria nel lungo periodo, benché in alcuni paesi l'operare di sistemi di compensazione possa, in certi momenti, complicare la conduzione quotidiana della politica monetaria. In particolare, una banca centrale potrebbe avere difficoltà a sorvegliare efficacemente le procedure di gestione della liquidità di un sistema di compensazione internazionale o multivalutario situato all'estero, ma il cui operare influisce sulle procedure di regolamento nel mercato interbancario interno.

2.9 Più in generale, lo sviluppo di schemi di regolamento interbancario veramente internazionali, reso possibile dall'applicazione di avanzate tecnologie telematiche ed informatiche, ha consentito di scindere il processo di compensazione fra un gruppo di banche di una piazza finanziaria dal regolamento finale delle rispettive posizioni nette in un'altra. Questa dispersione geografica di funzioni che per tradizione erano parti integranti dei sistemi interni di pagamento e di regolamento rende più difficoltoso il compito di valutare l'impatto di specifici sistemi sulle pratiche del mercato e sul rischio sistemico.

Sezione 3 – Sommario delle raccomandazioni operative

3.1 Sulla scorta della propria analisi, il Comitato ritiene che gli obiettivi che accomunano le banche centrali riguardo allo sviluppo degli schemi di com-

pensazione collegati a livello internazionale dimostrino la necessità di risposte comuni sul piano operativo. In particolare, il Comitato ha individuato un interesse comune nell'assicurare, in primo luogo, che gli schemi di compensazione siano impostati e gestiti prestando adeguata attenzione alla prudente gestione dei rischi di credito e di liquidità e, in secondo luogo, che vi sia un'efficace sorveglianza da parte delle banche centrali dell'impatto degli schemi di compensazione sul comportamento degli operatori e sul rischio sistemico.

Requisiti minimi per gli schemi di compensazione

3.2 Un modo diretto per conseguire gli obiettivi comuni delle banche centrali di contenimento del rischio sistemico e del *moral hazard*, pur stimolando una maggiore efficienza dei regolamenti interbancari, è quello di assicurare che i sistemi interbancari privati di compensazione e di regolamento siano impostati e funzionino in modo tale che i partecipanti e i prestatori dei servizi siano incentivati e abbiano le capacità necessarie a gestire i connessi rischi di credito e di liquidità. Come primo passo per assicurare l'adeguatezza delle pratiche di gestione del rischio degli schemi privati interbancari di compensazione, il Comitato ha concordato una serie di requisiti minimi per l'impostazione e il funzionamento degli schemi di compensazione internazionali e multivalutari. Tali requisiti minimi sono esposti qui di seguito [...].

I. Gli schemi di compensazione dovrebbero avere una solida base giuridica in tutte le giurisdizioni interessate.

II. I partecipanti agli schemi di compensazione dovrebbero avere chiara cognizione dell'impatto di ogni specifico schema su ciascuno dei rischi finanziari su cui influisce il processo di compensazione.

III. I sistemi di compensazione multilaterali dovrebbero prevedere procedure chiaramente definite per la gestione dei rischi di credito e di liquidità, che specifichino le responsabilità rispettive dell'agente di compensazione e dei partecipanti. Tali procedure dovrebbero altresì assicurare che tutte le parti abbiano sia gli incentivi sia le capacità occorrenti per gestire e contenere ciascuno dei rischi nei quali incorrono, e

che siano posti dei limiti al livello massimo di esposizione creditoria che può essere originata da ogni partecipante.

IV. I sistemi di compensazione multilaterali dovrebbero, come minimo, essere in grado di assicurare il tempestivo completamento dei regolamenti giornalieri nel caso in cui il partecipante con la più elevata posizione debitoria netta non sia in grado di effettuare il regolamento.

V. I sistemi di compensazione multilaterali dovrebbero prevedere criteri di ammissione oggettivi e palesi che consentano un accesso su una base equa e non restrittiva.

VI. Tutti gli schemi di compensazione dovrebbero assicurare l'affidabilità operativa dei sistemi tecnici e la disponibilità di funzioni di *back-up* in grado di portare a compimento le procedure giornaliere prescritte.

3.3 La responsabilità primaria di assicurare che i sistemi di compensazione e regolamento dispongano di adeguate salvaguardie in termini di credito, liquidità e funzionalità operativa ricade sui partecipanti. L'enunciazione dei requisiti minimi da parte delle banche centrali non attenua in alcun modo tale responsabilità. Al contrario, è intendimento del Comitato accrescere la consapevolezza sia dei rischi connessi ai sistemi di compensazione e regolamento sia dell'esigenza di una loro prudente gestione da parte degli operatori. Va inoltre rilevato che si tratta di requisiti minimi che tutti gli schemi dovrebbero soddisfare; essi non si configurano come criteri ottimali cui gli schemi debbano aspirare.

3.4 Vi sono chiaramente diversi modi per gestire prudentemente i rischi connessi ai meccanismi di compensazione e regolamento. I requisiti sono concepiti in modo sufficientemente flessibile da consentire agli operatori di mercato di adottare differenti tecniche di gestione del rischio. La loro presentazione mira ad indicare sia le questioni che gli operatori dovrebbero affrontare sia i parametri in base ai quali i vari approcci dovrebbero essere valutati. L'intendimento del Comitato è di incoraggiare gli operatori del mercato a sviluppare sistemi che contribuiscano sia a migliorare l'efficienza sia a ridurre i rischi.

3.5 I lavori del Comitato si sono incentrati sugli schemi di compensazione e regolamento per gli ordini di pagamento interbancari e i contratti in cambi, ed i proposti requisiti minimi sono stati elaborati in riferimento a questi particolari strumenti e ai sistemi di compensazione ad essi destinati. Tali requisiti possono tuttavia altresì fornire un utile punto di partenza nell'esame di procedure di gestione del rischio per i regolamenti connessi a schemi di compensazione per altri strumenti finanziari.

3.6 Nello stabilire i requisiti minimi il Comitato intende preservare la libertà delle singole banche centrali di applicare, ove necessario, criteri più severi. Ciò dovrebbe contribuire a contenere il *moral hazard* e consentire ad ogni banca centrale di agire con flessibilità per assicurare che gli schemi di regolamento interbancari nella moneta di propria emissione siano compatibili con la prassi operativa della banca centrale stessa. Ad esempio, il Comitato ritiene che sarebbe altamente auspicabile che i sistemi fossero in grado di far fronte a insolvenze multiple, e che, ove possibile, siffatte strutture dovrebbero essere incoraggiate dalle banche centrali.

Principi per la sorveglianza cooperativa da parte delle banche centrali

3.7 Le banche centrali sorvegliano gli sviluppi nei propri mercati interbancari interni e nei sistemi di pagamento e regolamento che fungono da supporto a tali mercati. Nella loro veste di fornitrici finali di regolamenti interbancari e di prestatrici di ultima istanza esse annettono particolare importanza alle pratiche di gestione del credito e della liquidità adottate dalle banche, nonché agli schemi di regolamento che collegano le loro esposizioni creditorie e di liquidità nell'ambito del sistema bancario interno, onde valutare la capacità delle banche stesse di far fronte ad evenienze avverse senza dover ricorrere all'assistenza straordinaria della banca centrale. Questa "sorveglianza" del sistema dei pagamenti nazionale serve a coordinare le varie funzioni della banca centrale e può altresì comportare un coordinamento delle responsabilità delle autorità monetarie e di vigilanza.

3.8 Lo sviluppo di sistemi internazionali e multivalutari dimostra la necessità che un'analoga fun-

zione di sorveglianza sia espletata relativamente a quei sistemi che collegano direttamente le esposizioni creditorie e di liquidità delle banche in differenti paesi. Le transazioni finanziarie "internazionali" sono tradizionalmente regolate per il tramite di corrispondenti che operano nei sistemi "interni" di compensazione e regolamento. Benché i pagamenti interbancari in una data moneta siano ancora regolati in ultima istanza mediante conti intrattenuti presso la banca centrale di emissione, il settore privato sta attualmente sviluppando sistemi di regolamento interbancario autenticamente internazionali che separano il processo di compensazione fra un gruppo di banche in una piazza finanziaria dal regolamento finale delle loro posizioni in un'altra. Gli schemi di compensazione internazionali e multivalutari sono esempi di tali sviluppi che destano particolare preoccupazione presso le banche centrali a causa dei loro potenziali effetti sull'intera struttura creditizia dei mercati finanziari e, in particolare, dei mercati dei cambi e dei fondi interbancari.

3.9 Il Comitato raccomanda che le banche centrali affrontino tale situazione concordando di agire in conformità dei principi [seguenti]:

- i sistemi di compensazione dovrebbero essere soggetti alla sorveglianza dell'autorità che accetta di assumere la responsabilità primaria a tale riguardo;
- dovrebbe valere la presunzione che tale responsabilità sarà esercitata dalla banca centrale del "paese ospitante" (nel cui mercato è situato od opera il sistema), anche se in certi casi potrebbe essere concordemente stabilito che un'altra autorità si assuma la responsabilità primaria;

- l'autorità responsabile dovrebbe esaminare l'impostazione ed il funzionamento del sistema nel suo insieme e consultarsi con le altre banche centrali e autorità di vigilanza che possono essere interessate alla prudente conduzione del sistema;
- la determinazione dell'adeguatezza degli schemi di regolamento dovrebbe competere congiuntamente alla banca centrale di emissione e all'autorità avente responsabilità primaria;
- qualora sussistano riserve riguardo alla solidità dell'impostazione o della gestione di un sistema di compensazione o regolamento internazionale o multivalutario, una banca centrale dovrebbe scoraggiare il ricorso al sistema da parte delle istituzioni soggette alla sua autorità.

3.10 Questi principi si applicano ad ogni sistema di compensazione di pagamenti o di obbligazioni valutarie che sia situato al di fuori del paese di emissione della o delle valute in causa e mirano al conseguimento di almeno tre obiettivi. In primo luogo, la loro applicazione dovrebbe assicurare che i sistemi internazionali siano sottoposti all'esame "in quanto sistemi" da parte di un'unica autorità avente la responsabilità di valutarne l'impatto nei diversi paesi. In secondo luogo, essi dovrebbero consentire un approccio basato sulla cooperazione per assicurare che gli interessi delle varie banche centrali e autorità di vigilanza trovino riscontro nella sorveglianza di ogni sistema. In terzo luogo, la cooperazione fra le banche centrali dovrebbe, in particolare, contribuire a preservare la discrezionalità delle singole banche centrali relativamente ai regolamenti interbancari nella propria moneta di emissione.

Direttiva della Banca d'Italia in materia di sistema dei pagamenti

La direttiva qui riportata è stata emanata dalla Banca d'Italia in data 18 gennaio u.s., ai sensi dell'art. 10 della Convenzione interbancaria per i problemi dell'automazione, e presentata nel corso dell'Assemblea della CIPA tenutasi il 23 gennaio 1991.

La Banca d'Italia:

- considerato che uno degli scopi principali della Convenzione interbancaria per i problemi dell'automazione, che nel presente testo sarà d'ora innanzi denominata CIPA, è quello di formulare strategie generali di sviluppo dell'automazione del sistema creditizio e di elaborare progetti comuni nei campi in cui siano prevalenti le esigenze di cooperazione, con particolare riguardo allo sviluppo del sistema dei pagamenti;
- considerato che l'art. 10 della Convenzione medesima le conferisce al riguardo il potere di emanare direttive per il corretto svolgimento delle iniziative interbancarie;
- considerato che al fine di favorire uno sviluppo del sistema dei pagamenti adeguato e funzionale rispetto alle attuali esigenze del sistema economico appare necessario un più esteso utilizzo delle opportunità offerte dalla tecnologia;
- considerato che il complesso delle iniziative in atto in questo settore è in primo luogo finalizzato ad incrementare la rapidità, l'efficienza e la sicurezza del sistema dei pagamenti anche al fine di rendere più competitivo il sistema creditizio italiano in vista della prossima realizzazione del mercato unico europeo;
- considerato che le medesime iniziative appaiono, altresì, utili al fine di assicurare la trasparenza nei rapporti intercorrenti fra i soggetti che intervengono e operano nel sistema dei pagamenti, nonché, sia pure in via indiretta, nei rapporti fra banche e clientela;

- considerato che l'introduzione e il pieno utilizzo delle cennate iniziative in materia di sistema dei pagamenti agevolerà lo svolgimento delle funzioni istituzionali della Banca centrale;

rivolge alla CIPA, affinché assuma le deliberazioni di competenza, la seguente

DIRETTIVA

1. – Partecipazione ai progetti

Per il conseguimento degli obiettivi connessi con i progetti avviati nel sistema dei pagamenti si richiede una partecipazione agli stessi, da parte delle istituzioni creditizie, quantitativamente e qualitativamente elevata. Pertanto, le aziende che siano in possesso dei prescritti requisiti assicurcranno in tempi ragionevolmente contenuti la loro adesione e garantiranno altresì un pieno e corretto utilizzo delle nuove procedure, destinate con il tempo a sostituire le procedure tradizionali.

2. – Servizio offerto alla clientela

La maggiore efficienza del sistema dei pagamenti, derivante dal complesso degli interventi realizzati in tale settore, deve produrre effetti positivi anche nei confronti della clientela.

Al riguardo è necessario che:

- a) le condizioni generali di contratto disciplinanti i servizi di pagamento che le banche mettono a disposizione della clientela recepiscono i vantaggi derivanti dalle procedure innovative realizzate e

realizzabili nell'ambito del sistema dei pagamenti, con particolare riferimento ai tempi di riconoscimento della valuta e della disponibilità e in coerenza con principi di pari opportunità da riconoscere alla clientela richiedente gli stessi servizi;

b) l'utilizzo dei mezzi di pagamento elettronici sia disciplinato da condizioni contrattuali che tengano in particolare considerazione:

- la riferibilità dell'operazione al suo autore;
- il momento solutorio;
- la responsabilità dei soggetti intervenienti;
- il regime probatorio.

In particolare, è necessario che, per ciascuna delle esposte problematiche, le condizioni generali di contratto individuino soluzioni equilibrate che offrano adeguata tutela alle esigenze di tutte le parti interessate (banche, imprese, consumatori ed enti cui è affidata la gestione delle reti telematiche), al fine di accrescere la fiducia del pubblico nei confronti degli strumenti elettronici di pagamento;

c) gli sportelli automatici siano dotati di appositi dispositivi che rilascino attestazioni idonee a documentare l'operazione effettuata, al fine di fornire a

tutte le parti interessate la disponibilità di un elemento di prova.

3. – Tariffe

Poiché i servizi di pagamento automatizzati, una volta a regime, hanno costi di produzione inferiori agli analoghi servizi di tipo tradizionale, le politiche tariffarie praticate rifletteranno, sia nei rapporti tra le banche sia nei rapporti con la clientela, le "economie" conseguibili con l'uso della tecnologia.

4. – Strutture interbancarie

Il complesso degli interventi in atto nel sistema dei pagamenti prevede un utilizzo massiccio di procedure informatiche che si avvalgono del SITRAD, quale infrastruttura trasmissiva. È dunque necessario che questa infrastruttura – e quelle che in futuro saranno eventualmente realizzate – siano pienamente rispondenti quanto a funzionalità e affidabilità alle esigenze degli utenti.

Ai fini di una piena trasparenza di rapporti tali esigenze saranno formalizzate in contratti di servizio tra gli utenti delle infrastrutture e i gestori delle medesime con previsione degli obblighi e delle responsabilità reciproche nonché di adeguati meccanismi correttivi per il caso di inosservanza degli impegni assunti.

Ristrutturazione dell'“Area Vigilanza Creditizia e Finanziaria” della Banca d'Italia

Il 1° febbraio 1991 è entrata in funzione la nuova struttura organizzativa dell'Area funzionale di Vigilanza Creditizia e Finanziaria. La riforma si propone di adeguare le strutture e i meccanismi operativi ai profondi mutamenti del quadro esterno di riferimento, anche a livello internazionale.

In un contesto che propone nuovi mercati, nuovi prodotti e nuovi intermediari la funzione di Vigilanza è infatti chiamata a:

- progettare e attuare, per quanto di competenza, il sistema di regole che disciplinano i diversi profili del credito e della finanza;
- completare la transizione da un sistema di controlli sui singoli atti a un sistema di supervisione complessiva tendente a favorire gestioni aziendali stabili ed efficienti.

A 12 anni dall'ultimo intervento di carattere generale sull'Area – allora riorganizzata secondo linee di specializzazione riferite prevalentemente alle diverse tipologie di regolamentazione e controllo, in linea con il contesto normativo e operativo del momento – l'attuale riforma propone un sistema ispirato al principio della separazione tra funzione “normativa” e funzione di “controllo”, tra supervisione “creditizia” e supervisione “finanziaria”.

La previsione di linee di interlocuzione unitaria verso i referenti istituzionali della Banca (in primo luogo Parlamento e Ministero del Tesoro) e verso gli enti vigilati costituisce punto qualificante del progetto e viene a soddisfare un'esigenza fortemente avvertita, all'interno e all'esterno, nella fase di completamento del processo di transizione da un sistema di controlli sui singoli atti a un sistema di regole di vigilanza prudenziale a valenza generale.

In questa logica, la ristrutturazione dell'Area prevede, oltre l'Ispettorato Vigilanza:

- un Servizio che esercita le competenze normative in materia creditizia e disimpegna attribuzioni di rilevanza e utilità generale;

- un Servizio che esercita controlli prudenziali, informativi e autorizzativi sugli enti creditizi attraverso unità di base prevalentemente organizzate per gruppi di soggetti vigilati;
- un Servizio che esercita la vigilanza sugli intermediari non creditizi e sui mercati mobiliari accentrando, nella fase di avvio, anche le competenze in materia di normativa.

Per la buona riuscita della ristrutturazione assumono particolare rilievo:

- la realizzazione del programma di iniziative di lavoro affidate alle nuove strutture dall'Alta Direzione dell'Istituto;
- l'attivazione di meccanismi di coordinamento e di integrazione tra momento “normativo” e momento di “controllo”, tra supervisione “creditizia” e supervisione “finanziaria” (non creditizia).

E' parte integrante del progetto il completamento del processo di decentramento dei compiti di Vigilanza alle Filiali, che verranno adeguatamente attrezzate allo scopo.

Le strutture dell'Area di Vigilanza

L'Area funzionale di Vigilanza si articola nelle seguenti strutture:

- Il Servizio “Normativa e Affari Generali di Vigilanza” (NAG), composto di 9 unità, si qualifica per la funzione di coordinamento delle attività dell'Area, per la funzione normativa sull'attività creditizia e per altre attribuzioni a valenza generale.
- L'unità “Coordinamento di Area” svolge compiti di assistenza agli organi incaricati delle funzioni di integrazione e sviluppo (essenzialmente Comitato Interfunzionale e Comitato d'Area); all'inter-

no di essa è stato previsto un apposito “settore” per la trattazione unitaria della materia concernente le interrogazioni parlamentari e gli esposti.

La funzione normativa è assolta da tre unità:

- “Normativa primaria” deputata a seguire la legislazione nazionale e regionale e a svolgere funzioni di interlocuzione unitaria con Parlamento, altre Autorità di vigilanza, Associazioni di categoria;
- “Normativa di vigilanza” incaricata di preparare ed emanare la normativa secondaria del settore creditizio;
- “Relazioni internazionali” specializzata a seguire le regolamentazioni internazionali, a tenere i relativi rapporti con le Autorità di vigilanza di altri paesi, a coordinare le iniziative di Area a livello internazionale.

La funzione normativa può essere svolta d’iniziativa o su impulso delle unità del Servizio “Vigilanza sugli Enti Creditizi” di cui appresso.

Completano il quadro strutturale le seguenti unità:

- “Analisi e studi sul sistema”, che segue nella sua interesse l’andamento e l’evoluzione del sistema creditizio e finanziario anche con riferimento a specifici comparti e aspetti tecnici;
- “Costituzioni, concorrenza e assetti proprietari” con competenza sulla creazione di nuovi enti, applicazione delle norme in materia di partecipazione al capitale di enti creditizi e di tutela della concorrenza, adempimenti in materia di nomine;
- “Gestioni straordinarie, liquidazioni e sanzioni”, che cura le procedure relative ai provvedimenti di rigore nei confronti di tutti gli enti vigilati, compresi quelli del settore non creditizio, e assolve, attraverso un apposito “settore”, le funzioni di segreteria della Commissione consultiva per le sanzioni;
- “Segreteria” con compiti segretariali;
- “Servizi strumentali” con compiti di supporto per l’intera Area in materia di corrispondenza, archivio, ecc.

Il Servizio “Vigilanza sugli Enti Creditizi” (VEC), composto di 9 unità, si caratterizza per la fun-

zione di controllo sulle istituzioni creditizie e sui gruppi, ciascuno dei quali sarà seguito nella sua interesse secondo modalità predefinite. A tal fine esso predispone anche gli strumenti conoscitivi, i metodi di analisi finanziaria e i criteri generali di intervento. Svolge altresì compiti di assistenza e coordinamento dell’attività di Vigilanza delle Filiali.

La struttura prevista è la seguente:

- “Bilanci e segnalazioni di vigilanza” cui spetta di predisporre le modifiche del sistema di rilevazioni (matrice, altre segnalazioni) necessarie per soddisfare le esigenze conoscitive della funzione di controllo, fornire i criteri per la esatta compilazione delle segnalazioni, verificarne l’applicazione, formulare, nell’ambito delle competenze della Banca d’Italia, schemi e criteri per i bilanci; l’unità segue, attraverso un apposito “settore”, le basi di dati del comparto creditizio;
- “Metodi e procedure di vigilanza” cui spetta di fornire alle unità di controllo del Servizio e alle Filiali: a) metodi di analisi finanziaria e di valutazione delle situazioni degli enti creditizi; b) procedure e criteri uniformi da applicare nell’esercizio dei diversi interventi di vigilanza sulle istituzioni creditizie;
- cinque unità di “Analisi e interventi sugli enti creditizi” con compiti di controllo prudenziali, conoscitivi e autorizzativi sugli enti creditizi non decentrati.

Nel caso di “gruppi”, la vigilanza sui singoli enti e sul gruppo è esercitata dall’unità organizzativa cui è assegnata l’azienda capogruppo; gli eventuali enti non bancari del gruppo soggetti a vigilanza fanno capo al Servizio Vigilanza sull’Intermediazione Finanziaria – di seguito descritto – salvi gli opportuni raccordi con le competenti strutture del Servizio in esame;

- un’apposita unità “Aziende decentrate”, essenzialmente con compiti di coordinamento, assistenza, controllo sull’attività svolta dalle Filiali con riferimento alle aziende per le quali dispongono di autonomi poteri di vigilanza;
- “Segreteria” con compiti segretariali.

Al fine di consentire la visione unitaria e globale dei singoli enti vigilati e di facilitare la programmazione periodica degli interventi, le Divisioni “Analisi

e Interventi” e quella “Aziende Decentrate” si articoleranno in aree di lavoro a ciascuna delle quali farà capo un gruppo di banche opportunamente distribuite tra gli addetti all’area.

La previsione di diversi e ben individuati livelli di responsabilità permetterà di conseguire, in linea con il quadro normativo vigente, l’obiettivo primario dell’efficace e tempestiva azione di controllo.

Il Servizio “Vigilanza sull’Intermediazione Finanziaria” (VIF), composto di 4 unità si distingue per la specificità della propria attività, orientata agli intermediari non bancari e ai mercati finanziari.

Nella situazione attuale, in cui la regolamentazione di settore è in fase di formazione, il Servizio assume, accanto alle funzioni di controllo e di intervento sugli intermediari non bancari e sui mercati, anche quella normativa nei suoi diversi aspetti; resta ferma peraltro la competenza del Servizio “NAG” per l’analisi e lo studio dell’intero sistema finanziario e creditizio, data la stretta inscindibilità dello stesso.

La struttura del Servizio si articola in una “Segreteria” e in tre unità così individuate:

- “Normativa” che segue la normativa primaria, secondaria e internazionale riguardante gli intermediari non bancari, predispone le relative istruzioni di Vigilanza anche per gli aspetti contabili, elabora metodologie di analisi uniformi per l’esame delle situazioni aziendali;
- “Analisi e Interventi” con il compito di seguire la situazione degli intermediari non bancari e di cu-

rare gli interventi di qualsiasi genere dell’Organo di Vigilanza nella specifica materia;

- “Controlli di mercato finanziario” che provvede all’istruttoria e al rilascio dei provvedimenti che riguardano la regolazione del mercato e dei flussi finanziari (es. emissioni azionarie e obbligazionarie, tassi di interesse del credito agevolato, ecc.).

Completano il quadro strutturale dell’area di Vigilanza l’Ispettorato (che è stato di recente ristrutturato) e l’unità che presso il Ministero del Tesoro svolge compiti di Segreteria del CICR.

La ristrutturazione dell’Area assicura la necessaria dialettica tra le diverse strutture e consente di sviluppare le funzioni di indirizzo, coordinamento e controllo connesse alle posizioni gerarchiche di vertice; un ulteriore giovamento potrà venire, sotto tale profilo, dall’evoluzione in atto dell’azione di vigilanza verso schemi operativi a minor contenuto discrezionale, dal più ampio coinvolgimento delle Filiali e da una più agevole mobilità del personale indotta dal superamento dell’organizzazione per funzioni specifiche.

Il conferimento ad alcune unità operative di compiti di controllo e di intervento sugli intermediari consentirà, unitamente agli interventi sulla normativa e alle iniziative di decentramento, maggiore snellezza operativa, riducendo al minimo anche le aree di sovrapposizione di competenza e conferendo maggiore certezza all’individuazione dei punti di responsabilità.

Interventi

Intervento del Governatore della Banca d'Italia, Carlo A. Ciampi

*Convegno del Venticinquennale dell'Istituto affari internazionali
«Europa '90 - Verso un nuovo ordine internazionale»*

Roma, 22 novembre 1990

Sono lieto di essere presente a questa riunione dei partecipanti al Convegno di studio con il quale l'Istituto affari internazionali celebra i suoi venticinque anni di vita. Il tema del Convegno, "Europa '90 - Verso un nuovo ordine internazionale", evoca problemi e tendenze che si collegano direttamente agli ideali europeisti del fondatore dell'Istituto, Altiero Spinelli. Quegli ideali, per tanto tempo apparsi come utopistici o realizzabili solo in un futuro molto lontano, sono entrati nel volgere degli ultimi anni nel vivo dell'attualità e figurano all'ordine del giorno delle riunioni delle autorità di governo della Comunità.

Forse neanche Spinelli avrebbe immaginato un così rapido progresso sia sul fronte dell'integrazione economica e monetaria della Comunità sia nel superamento della contrapposizione tra blocchi, che il continente europeo aveva ereditato dalla seconda guerra mondiale. È dunque tanto più meritevole l'iniziativa dello IAI di aver concepito, con quasi un anno d'anticipo, questo Convegno con una formula che è stata di stimolo alla ricerca per un ampio gruppo di politologi, di economisti, di esperti di problemi della sicurezza.

Nel breve intervento di questa sera vorrei portare un contributo ai vostri lavori, soffermandomi sul nuovo ordine monetario che si instaurerà in Europa.

Qualche settimana fa, proprio qui a Roma, il Consiglio europeo ha preso importanti decisioni in campo monetario. La riunione di Roma è stata presentata, a mio modo di vedere indebitamente, come un momen-

to di radicalizzazione del dibattito sull'Unione economica e monetaria (UEM). Si è messo l'accento sulla divisione tra gli undici paesi, da un lato, e la Gran Bretagna, dall'altro, trascurando il fatto che nel paragrafo "britannico" delle conclusioni di Roma vi è un'ampia adesione ad alcuni dei principi fondamentali dell'UEM. Si è anche voluta caratterizzare la riunione di Roma come una vittoria dei "politici" sui "tecnici" senza considerare che sui temi monetari i primi si sono limitati a discutere la questione del "quando". Sulle questioni tecniche non si sono registrate novità rispetto alle soluzioni elaborate dapprima nel Comitato Delors e, successivamente, nel Comitato monetario e nei Comitato dei Governatori.

Mi sia consentito di soffermarmi su questo punto. Il progetto di UEM che viene proposto ai cittadini della Comunità è uno schema orientato al mercato, basato sui principi della libertà delle transazioni economiche e finanziarie, della stabilità monetaria, dell'equilibrio delle condizioni di bilancio. Per assicurare il duraturo conseguimento di questi obiettivi, il progetto prevede un ruolo fondamentale per un'istituzione monetaria centrale, forte e indipendente, con l'intera responsabilità per l'attuazione della politica monetaria e con il compito prioritario di assicurare la stabilità dei prezzi.

La nuova istituzione monetaria è la conseguenza necessaria di una scelta di portata storica quale quella di creare il mercato unico con cambi irrevocabilmente fissi; senza una politica monetaria unica il "grande

mercato" rischierebbe di trasformarsi in un'area d'instabilità e d'inefficienza. L'unione monetaria non è il vagheggiamento di astratti idealisti, è la risposta concreta di uomini consapevoli delle sfide dell'integrazione economica e finanziaria. Essere concreti non vuol dire mancare di motivazioni ideali, di capacità progettuale, lungimirante e fortemente innovativa.

La bozza di Statuto del Sistema europeo di banche centrali che il Comitato dei Governatori della CEE ha approvato il 13 novembre scorso, è il frutto di un lavoro comune, fondato sul convincimento dell'importanza della stabilità monetaria ai fini del benessere generale e sull'esperienza che la salvaguardia della stabilità richiede l'esistenza di una banca centrale autonoma.

Nel tracciare un articolato disegno del Sistema europeo di banche centrali i Governatori si sono ispirati ai modelli di banca centrale federale che sono propri degli ordinamenti americano e tedesco; dallo statuto della banca centrale tedesca è stata mutuata l'esplicita dichiarazione dell'impegno anti-inflazionistico, patrimonio comune delle banche centrali partecipanti.

Se lo Statuto verrà recepito nel Trattato sull'UEM così come è stato redatto dai Governatori, sarà creata un'istituzione monetaria la cui indipendenza sarà sancita da un atto di valore costituzionale. Il suo obiettivo primario, la stabilità del potere d'acquisto della moneta e, compatibilmente con esso, il sostegno alla politica economica della Comunità, verrà esplicitamente incluso nel Trattato, al quale sono subordinate le leggi nazionali. La legittimità degli organi di governo del Sistema europeo di banche centrali sarà assicurata attraverso le procedure di nomina dei dirigenti e il rendiconto periodico dell'operato del Sistema alle istituzioni comunitarie democraticamente responsabili.

La stampa internazionale ha dato molto risalto nelle scorse settimane alla posizione assunta dalla Bundesbank sul progetto di unione monetaria, giudicandola talora negativamente. La tenacia e l'impegno personale del Presidente Poehl nel gestire il complesso lavoro svolto dal Comitato dei Governatori testimoniano la piena adesione della Bundesbank al progetto. Più che esprimere critiche, la Bundesbank ha

reso esplicita una preoccupazione del tutto legittima, condivisa dalle altre banche centrali.

La preoccupazione nasce dal fatto che i principi fondamentali – che ho appena ricordato – non possono essere oggetto di negoziato o attenuati nella portata per effetto di compromessi politici. La loro accettazione implica inoltre un forte vincolo di coerenza nell'azione complessiva di politica economica.

L'indipendenza della Banca centrale europea, il suo impegno alla stabilità dei prezzi o vengono recepiti appieno e senza attenuazioni, o l'istituzione non sarà in grado di svolgere la funzione che le si vuole affidare. Su questo punto non sono possibili ambiguità.

Se una novità vi è stata nelle conclusioni del Consiglio europeo di Roma questa è piuttosto nell'impegno in favore dell'ecu come futura moneta unica della Comunità. Ma anche in questo campo, mi si consenta, si è trattato di una decisione squisitamente politica che non implica conseguenze tecniche che possano preoccupare i reggitori delle monete.

Nei lavori del Comitato Delors i Governatori avevano posto l'accento sulla necessità di realizzare una politica monetaria comune, gestita da una banca centrale unica, come condizione irrinunciabile per assicurare tassi di cambio fissi tra le monete europee. Una volta soddisfatta questa priorità logica si sarebbe creata una condizione d'indifferenza per l'operatore a detenere marchi, lire o franchi e sarebbe apparso chiaro che le monete nazionali erano divenute, di fatto, denominazioni diverse di una stessa moneta.

Questa impostazione aveva l'inconveniente di non dare pieno riconoscimento ai vantaggi che, dal punto di vista degli operatori economici più che da quello della banca centrale, ha il passaggio a un unico metro monetario e di lasciare il mercato nell'incertezza circa il possibile futuro dell'ecu in siffatto scenario.

Per questo mi preoccupai, ai tempi del Comitato Delors, che fosse previsto per l'ecu un ruolo già nella fase due come strumento per la condotta di una politica monetaria più strettamente coordinata, basata su un sistema di riserve bancarie costituite in ecu; presentai a tal fine una nota tecnica che è agli atti del Comitato. In un successivo intervento al Forum italo-tedesco di Bad Neuenahr, un anno fa, notai come non sarebbe stato possibile costruire un'unione monetaria

salda, equa e duratura seguendo la via della moneta egemone o della concorrenza fra monete. Più di recente, qualche giorno prima del Consiglio di Roma, parlando all'Assemblea dei cambisti italiani ho auspicato che la decisione di dare all'ecu lo *status* di moneta europea fosse presa in tempi brevi, proprio per rafforzare quell'embrione di moneta unica che il mercato si è saputo dare da solo e che tanta crescita ha già registrato nonostante l'ambiente esterno non sempre favorevole.

Il Consiglio di Roma ha ritenuto che non fosse politicamente accettabile mantenere lo stato d'incertezza su questo punto fondamentale e ha sancito che la Comunità avrà una moneta unica, un ecu "forte e stabile" in questo recependo anche il contributo delle autorità britanniche.

Con la riunione di Roma il calendario dell'UEM è stato arricchito di nuovi traguardi e scadenze. In particolare, si è cominciato a delineare il possibile contenuto della fase due e l'arco di tempo entro cui questa dovrà aprirsi e concludersi. Anche su questo terreno è bene sgombrare il campo da equivoci.

Nel Comitato Delors si ritenne prioritario, anche al fine di evitare malintesi che avrebbero intralciato qualsivoglia progresso, di indicare con grande chiarezza il punto d'arrivo dell'UEM: da qui l'impegno posto nel delineare il contenuto economico e istituzionale della fase tre, nel tracciare quello che sono solito chiamare il "disegno della cattedrale". Si provvide poi a individuare i requisiti minimi per dare inizio, con la fase uno, al processo di unificazione. L'aver concentrato l'attenzione sulle fasi estreme del processo lasciò in ombra il contenuto della fase due, non il suo significato. Si convenne che essa era logicamente indispensabile come momento d'inizio della transizione da una sistema con dodici banche centrali a uno con banca centrale unica.

Chi critica la fase due o la trova superflua, propone forse di passare d'un sol colpo alla banca centrale europea, già all'indomani della ratifica del Trattato? Non mi pare. E sarebbe del resto avventato pensare che ciò sia tecnicamente realizzabile. Vi è bisogno di una fase due.

Il Consiglio di Roma ha riconosciuto questa necessità logica e ha dato alcune fondamentali indica-

zioni politiche. Ha deciso la data d'inizio della fase due al gennaio 1994. Ha stabilito che la nuova istituzione monetaria dovrà veder la luce a quella data. Fissati questi punti, il contenuto della fase due si identifica con il graduale trasferimento di competenze dalle banche centrali nazionali alla nuova istituzione. In questa fase, spetterà all'organo di governo del Sistema europeo di banche centrali definire le modalità per il rafforzamento del coordinamento monetario, ad esempio attribuendosi un potere di iniziativa o di sospensione temporanea sulle decisioni di politica monetaria a livello nazionale; effettuando interventi in cambi nei confronti delle monete terze; gestendo la liquidità del meccanismo di *clearing* dell'ecu.

A quel momento il Trattato dell'UEM, comprendente lo Statuto del Sistema europeo di banche centrali, sarà già stato approvato dai Parlamenti dei paesi membri e avrà forza di legge nella Comunità, prevalendo sulle legislazioni nazionali. La transizione sarà quindi un complesso di atti tecnicamente difficili, ma "dovuti" e volti al perseguimento di un assetto finale già chiaramente definito e approvato.

Le conclusioni raggiunte dal Consiglio di Roma costituiscono il plinto su cui poggeranno i lavori della Conferenza intergovernativa. La bozza di Statuto del Sistema europeo di banche centrali, a sua volta, rappresenta, in sé stessa e nelle implicazioni che ne derivano, un importante documento di base. La Conferenza si apre con un orizzonte dai contorni ben definiti; non mancano problemi che imporranno scelte difficili, ma un suo esito positivo ha oggi maggiore certezza.

Per l'Italia le intese raggiunte a Roma costituiscono uno stimolo determinante affinché vengano attuate le politiche di bilancio e dei redditi, senza le quali l'economia italiana mancherà di avvicinare le più stabili ed efficienti economie d'Europa. Quando la Comunità si è saputa dare traguardi di grande respiro, l'Italia ha sempre reagito al meglio, mostrando capacità di accelerare il passo dell'aggiustamento, coraggio nel prendere le decisioni giuste, anche se impopolari nell'immediato.

L'insieme delle condizioni per il passaggio alla fase due è a un tempo equilibrato e pressante. Un meccanismo di condizioni talmente dure da apparire irrealizzabili avrebbe messo in dubbio la volontà di

procedere verso l'UEM, offrendo la giustificazione per un rallentamento degli sforzi di convergenza, o avrebbe dato a singoli paesi un potere implicito di veto per ogni ulteriore progresso verso l'UEM. D'altra parte, il meccanismo impone tempi serrati: le conclusioni di Roma dicono infatti che entro tre anni si deciderà quando passare alla fase tre e lasciano chiaramente intendere che questa decisione potrà venire presa anche solo da alcuni dei membri. Non è da escludere quindi la prospettiva di una fase tre a due velocità, con i paesi ritardatari confinati nella "corsia lenta", con lo svantaggio di unirsi in un secondo tempo a un sistema le cui prassi saranno state determinate da altri.

Non vi è dubbio che per il nostro paese gli ostacoli più ardui sono rappresentati dallo squilibrio delle finanze pubbliche e da un tasso d'inflazione che si mantiene più elevato rispetto a quello della Germania e della Francia. Su questi temi non ho bisogno di soffermarmi nuovamente in questa sede; ho avuto modo un mese fa di esprimere in Parlamento le preoccupazioni della Banca d'Italia di fronte a una situazione che, per essere risolta, va affrontata con determinazione, coerenza, continuità d'azione.

In altri campi i progressi sono stati maggiori: abbiamo rimosso tutti i vincoli alla libertà dei movimenti di capitale; la lira è entrata nella banda stretta di oscillazione dello SME; in campo bancario e finanziario l'Italia sta adeguando le proprie strutture e procedure in linea con le regole del mercato unico. Soprattutto, e mi preme sottolinearlo, il grado di autonomia della Banca d'Italia nel perseguimento degli obiettivi monetari ci permette già da alcuni anni di regolare la creazione di moneta mirando alla finalità primaria di contrastare l'inflazione, senza dar luogo

a finanziamento monetario del disavanzo dello Stato. Annualmente la Banca d'Italia, tenendo conto delle condizioni e delle esigenze dell'economia, fissa l'obiettivo di creazione di moneta; nel corso dell'anno gestisce le proprie operazioni di banca centrale, in contropartita con l'estero, con il Tesoro, con le banche commerciali, coerentemente con quell'obiettivo. Le modifiche che dovranno essere apportate al nostro assetto istituzionale in questa materia — mi riferisco al conto corrente di Tesoreria — sanciranno uno stato di fatto che già caratterizza la condotta della politica monetaria.

In conclusione, la prospettiva che entro questo secolo la Comunità abbia una moneta unica e un'unica banca centrale non è più un'utopia spinelliana. Per raggiungere quest'obiettivo è necessario il concorso dell'azione pubblica e dell'azione dei privati. Alla prima spetta il compito di dare concreta attuazione all'impegno sottoscritto dai governi di dare vita alle istituzioni dell'Unione economica e monetaria. Spetta ai cittadini e agli imprenditori europei, nelle rispettive attività, industriali, commerciali e finanziarie, realizzare pienamente, e in parte addirittura anticipare, l'unità monetaria con i loro comportamenti.

L'unione monetaria è solo una faccia, ben visibile e concreta, dell'unione fra i popoli dell'Europa, auspicata dai firmatari del Trattato di Roma. La sua realizzazione richiede tenacia, impegno, fiducia nella capacità dei cittadini della Comunità di percorrere fino in fondo il cammino iniziato oltre trent'anni fa. Chi esita ad avviare un processo in attesa di avere in anticipo la garanzia che esso si svolgerà senza difficoltà, senza rischi, è condannato all'immobilismo. Questa non è la scelta di chi vuole l'Europa.

Integrazione finanziaria e il mercato mobiliare italiano

*Intervento del dr. Lamberto Dini, Direttore Generale della Banca d'Italia
J.P. Morgan - Seminario sugli investimenti internazionali in titoli a reddito fisso*

New York, 5 dicembre 1990

1. Quando si considera il mercato finanziario italiano, o anche quello di altri paesi dell'Europa continentale, in una prospettiva internazionale non si può non essere colpiti da quanto siano limitati, nonostante il gran parlare di globalizzazione, gli investimenti di portafoglio oltre frontiera. Per emittenti e investitori le scelte sono di fatto in gran parte ristrette ai propri mercati nazionali; il contrasto con quanto avviene per i prodotti industriali è tanto più notevole se si considera il vantaggio di mobilità che dovrebbe caratterizzare la finanza.

Questa situazione riflette in parte restrizioni valutarie ancora applicate nel recente passato. Ma riflette anche difficoltà nelle transazioni e, soprattutto, ritengo, un'insufficiente conoscenza e comprensione della struttura e del funzionamento dei mercati dei diversi paesi, che bisogna sforzarsi di eliminare.

2. Alla fine del 1989 i titoli italiani (titoli di Stato, obbligazioni e azioni) di possesso estero erano poco più del 3 per cento del totale delle attività finanziarie dei residenti (tav. 1). I titoli esteri detenuti dal settore privato italiano erano anch'essi pari a circa il 3 per cento delle attività finanziarie totali dei residenti.

Si tratta di cifre veramente esigue, specie se confrontate con il grado di apertura con l'estero esistente, per esempio, nel campo dei prodotti manufatti, nel quale sia le esportazioni sia le importazioni raggiungono livelli medi pari circa a un terzo del valore della produzione nazionale.

Inoltre, in paesi dove la liberalizzazione dei movimenti di capitale è stata completata da più tempo e i mercati finanziari sono più evoluti, quali gli Stati Uniti e il Regno Unito, il grado di apertura all'estero

è maggiore che in Italia: rispettivamente circa il 19 per cento e il 12 per cento dei titoli pubblici di questi due paesi sono detenuti da operatori esteri. In particolare, negli Stati Uniti, un flusso regolare di domanda di titoli pubblici di nuova emissione da parte degli operatori esteri, specialmente giapponesi, è diventato una componente importante della richiesta complessiva alle aste del Tesoro.

Tav. 1

Investimenti italiani in attività finanziarie estere

ANNI	Titoli a medio e a lungo termine	Azioni e partecipazioni	Totale	Totale in % del totale delle attività finanziarie
(consistenze in miliardi di lire)				
1980 ...	2.147	6.132	8.279	1,46
1984 ...	1.320	23.619	24.939	2,25
1985 ...	1.315	32.796	34.111	2,13
1986 ...	1.299	43.487	44.786	2,18
1987 ...	3.045	43.210	46.255	2,32
1988 ...	7.833	63.718	71.551	3,07
1989 ...	23.432	58.692	82.124	3,06
(acquisti netti in miliardi di lire)				
1980 ...	-179	569	390	0,64
1984 ...	-79	3.330	3.251	2,26
1985 ...	-33	2.838	2.805	1,97
1986 ...	-414	2.916	2.502	1,43
1987 ...	1.727	2.159	3.886	2,34
1988 ...	5.220	3.851	9.071	4,44
1989 ...	15.455	-5.887	9.568	4,07

Fonte: Banca d'Italia.

Certamente sugli investimenti di portafoglio italiani all'estero hanno pesato le restrizioni valutarie. Dopo la loro completa abolizione, nell'ottobre del 1989, vi è stato già un forte incremento del movimento di capitali a questo titolo, che appare ancora in corso: il saldo netto è salito a oltre 19.000 miliardi di lire nei primi dieci mesi di quest'anno, dai circa 9.000 dello stesso periodo dell'anno precedente, nel quale il processo di liberalizzazione era già molto avanzato. In percentuale dell'incremento del totale delle attività finanziarie possedute da residenti italiani, la variazione degli investimenti netti nei due periodi è salita dal 7 al 14 per cento. Il rapido manifestarsi di una domanda potenziale di attività in valuta, compressa da anni di restrizioni, non sta peraltro creando problemi di bilancia dei pagamenti, poiché è più che compensato dall'afflusso di capitali esteri.

Le passate restrizioni valutarie hanno probabilmente avuto un effetto indiretto anche sugli investimenti esteri in titoli italiani, da un lato determinando un minore sviluppo dei canali di intermediazione, dall'altro agendo negativamente sulle aspettative degli operatori esteri, in materia di stabilità del cambio della lira e di prevedibilità dei criteri ispiratori della politica economica italiana. Inoltre hanno pesato talune difficoltà tecniche nelle transazioni e la necessità di sostenere costi di avviamento per acquisire le conoscenze necessarie, costi che si giustificano solo quando i volumi operativi preventivati sono sufficientemente grandi. Anche in questo campo si assiste peraltro a un rapido cambiamento. Nel 1989 gli investitori non residenti hanno effettuato acquisti di titoli italiani per 67.000 e vendite per 50.000 miliardi di lire; gli acquisti netti di obbligazioni sono ammontati a 10.400 miliardi di lire e quelli di azioni a 6.600 (tav. 2). La grande dimensione dei flussi lordi, superiori di 5-6 volte a quelli netti, testimonia l'alto grado di liquidità raggiunto dal mercato.

La conclusione che traggio da queste considerazioni è che il processo di integrazione del mercato finanziario italiano nell'economia mondiale è ancora ben lungi dall'essere compiuto, pur avendo assunto ritmi celeri.

Perché la diversificazione internazionale dei portafogli italiani assuma proporzioni ampie sono necessarie conoscenze dei mercati esteri, oggi assai scarse.

Il riaggiustamento dei portafogli delle famiglie avviene in gran parte con l'intermediazione dei fondi comuni d'investimento e degli istituti di credito, i quali svolgono un'attività di consulenza e assistenza, ma necessitano anch'essi di punti di riferimento, che non è facile creare in poco tempo, per valutare le opportunità d'investimento in mercati diversi.

Tav. 2

Investimenti esteri in titoli italiani

ANNI	Titoli di Stato	Azioni	Obbligazioni	Totale
(acquisti lordi in miliardi di lire; dati di fine periodo)				
1984 ...	3.794	1.329	496	5.619
1985 ...	9.731	4.763	477	14.971
1986 ...	11.898	10.490	1.135	23.523
1987 ...	13.461	7.077	845	21.383
1988 ...	19.391	9.442	595	29.428
1989 ...	42.362	18.334	6.497	67.193
1990 (1)	24.200	7.752	2.195	34.147
(acquisti netti in miliardi di lire)				
1984 ...	543	211	-219	535
1985 ...	2.062	183	-125	2.120
1986 ...	4.390	-4.008	161	543
1987 ...	-376	-4.364	-96	-4.836
1988 ...	5.257	2.298	-25	7.530
1989 ...	9.904	6.656	514	17.074
1990 (1)	7.434	1.032	-349	4.090

Fonte: Banca d'Italia.

(1) Primo semestre.

Quanto agli investimenti esteri in Italia, occorre che si affermino nella percezione del mercato la rilevanza e il carattere strutturale dei cambiamenti avvenuti nell'economia italiana. Nell'anno che si sta per chiudere, vi sono stati l'adesione della lira alla banda stretta di fluttuazione del Sistema monetario europeo, la definitiva abolizione di ogni vincolo sui movimenti di capitali, la semplificazione delle norme per la quotazione e lo scambio di titoli esteri sul mercato italiano e il collegamento automatico fra il sistema italiano di gestione accentrata di titoli e quelli internazionali.

Ma questi sono i passi più recenti di un cammino iniziato da oltre un decennio, che ha visto non solo una trasformazione del quadro macroeconomico verso un equilibrio su basi molto più solide, ma anche un impegno dell'Italia all'integrazione europea che ha reso irreversibili, incorporandole nelle istituzioni, le scelte di fondo della politica economica. Quello che resta da vedere è la velocità con cui gli agenti economici recepiranno queste tendenze e le porranno alla base dei loro comportamenti.

3. La convinzione che l'integrazione internazionale del mercato italiano sarà un processo di ampie dimensioni è rafforzata dall'argomento secondo il quale ci si dovrebbe aspettare, dal punto di vista della razionalità economica, un grado di apertura con l'estero del mercato mobiliare italiano maggiore di quello di altri paesi.

Una prima ragione di questa mia opinione è che l'apertura internazionale appare essere un ovvio correttivo del basso grado di diversificazione che oggi caratterizza il mercato italiano.

I titoli di un solo emittente, il Tesoro, rappresentano più dell'84 per cento delle obbligazioni in circolazione. Un solo settore di investitori, le famiglie, detiene il 55 per cento dei titoli in circolazione. Le cifre corrispondenti, per gli USA, sono 40 e 10 per cento rispettivamente, per la Germania 38 e 14 per cento.

La predominanza del Tesoro sul mercato italiano rende problematica la diversificazione per emittente dei portafogli degli investitori istituzionali e limita l'utilità di intermediari specializzati nella gestione del risparmio privato, come i comuni. Certamente l'investimento in titoli esteri permetterebbe composizioni più equilibrate dei portafogli; valorizzerebbe la funzione degli intermediari specializzati.

A sua volta il Tesoro vede limitata la possibilità di gestire in modo efficiente il proprio indebitamento dalla preminenza dei privati fra i sottoscrittori. I ripetuti tentativi di allungare le scadenze del debito, di offrire strumenti con caratteristiche innovative, che sfruttando particolari esigenze del mercato possano ridurre il costo per l'emittente, si sono scontrati con le preferenze del pubblico per titoli a breve termine e

dalla struttura semplificata. Le potenzialità derivanti da una più profonda integrazione dei mercati sono evidenziate dal fatto che il ricorso ai mercati esteri ha consentito di arricchire la tipologia dei titoli emessi e soprattutto di allungare la durata dei prestiti a 10 e poi a 15 anni. Nello stesso tempo la domanda di investitori esteri ha consentito di collocare nuovamente dopo 15 anni di assenza titoli in lire a tasso fisso a 7 anni.

4. Un ulteriore elemento che spinge verso un grado di apertura con l'estero dell'Italia maggiore di quello di altri paesi è la dimensione stessa del debito pubblico da un lato, del risparmio privato dall'altro.

I titoli pubblici italiani in circolazione hanno ormai raggiunto un ammontare praticamente uguale a quelli della Germania, della Francia e dell'Inghilterra messi insieme. In mercati veramente integrati, ci si dovrebbe aspettare una loro presenza per quote relativamente alte anche nei portafogli di residenti di altri paesi.

D'altro canto il risparmio privato italiano continua a essere molto elevato. Negli ultimi 30 anni l'Italia e il Giappone hanno condiviso il primato della più alta propensione al risparmio da parte del settore privato: ancora nel 1989 il tasso di risparmio delle famiglie italiane era, secondo l'OCSE, pari a oltre il 14 per cento del loro reddito disponibile, prossimo a quello delle famiglie giapponesi (15 per cento) e più ampio di quelle francesi e tedesche (12 per cento circa), e, soprattutto, di quelle canadesi (10 per cento) e inglesi e americane (5 per cento circa). L'integrazione dei mercati dovrebbe quindi implicare investimenti finanziari italiani all'estero proporzionalmente maggiori di quelli di altri paesi.

5. Questi semplici fatti mostrano quanto sia elevato, nel caso italiano, il potenziale di sviluppo degli investimenti finanziari attraverso le frontiere, in entrambe le direzioni. Ho già detto che la velocità del processo dipende innanzitutto dal diffondersi di conoscenze sulle caratteristiche e specificità dei diversi mercati. Vorrei ora passare in rassegna una serie di altri fattori, che possono agire sia da freno sia da incentivo sull'integrazione internazionale del mercato finanziario.

6. Considerazioni di rischio e redditività sono naturalmente al primo posto nel determinare l'attrattiva di un investimento.

L'Italia attualmente si colloca tra i migliori debitori nei mercati internazionali dei capitali. La maggior parte dell'indebitamento estero è realizzato attraverso emissioni di grandi dimensioni, che costituiscono punti di riferimento nei vari segmenti del mercato. Tali emissioni vengono spesso utilizzate per rifinanziare prestiti le cui condizioni non rispecchiano più il merito di credito del nostro Paese.

Alla fine di ottobre 1990 i titoli in valuta del Tesoro, inclusi quelli in ECU emessi in Italia ma acquistati da non residenti, ammontavano a circa 38.000 miliardi di lire e al 3,3 per cento del *deficit* pubblico. Il fatto che circa i due terzi dell'indebitamento estero sia in ECU dimostra l'impegno da parte delle Autorità italiane a incoraggiare l'uso di questa valuta.

Del più alto livello di merito di credito raggiunto dal Tesoro hanno beneficiato altri importanti operatori italiani, il cui accesso al mercato internazionale è coordinato dalle Autorità monetarie con un sistema di "code", al fine di evitare la concentrazione temporale delle emissioni. In via informale questo sistema è stato tenuto in vita anche dopo la completa liberalizzazione del mercato dei capitali.

Nell'ottobre del 1985, al fine di promuovere l'internazionalizzazione della lira, vennero immessi sul mercato titoli in Eurolire. In effetti al ruolo esercitato dall'Italia nell'economia mondiale non ha fatto seguito un corrispondente uso della lira nelle transazioni finanziarie internazionali. Il mercato dell'euro lira offre anche alle banche l'opportunità di migliorare il loro *placing power* all'estero. Il nuovo mercato si è sviluppato con estrema rapidità più che raddoppiando ogni anno, fino al 1989, il volume delle emissioni e registrando per quest'anno un ulteriore incremento del 50 per cento. Il regolare flusso delle operazioni e l'ordinato sviluppo del mercato vengono facilitati dal sistema di coordinamento del calendario delle emissioni.

L'interesse degli investitori esteri dipende non solo dalla favorevole situazione economica del nostro paese e dalla completa liberalizzazione dei movimenti di capitale, ma anche dal livello relativamente alto

dei tassi di interesse in vigore in Italia. Sebbene nel periodo 1981-87 i tassi nominali siano scesi rapidamente, la loro diminuzione è stata inferiore a quella dell'inflazione. Negli anni recenti i tassi d'interesse reali hanno oscillato intorno al 5 per cento, un livello coerente con l'atteggiamento restrittivo della politica monetaria reso necessario dalla dimensione del disavanzo pubblico.

Il rendimento lordo che un investitore americano avrebbe ottenuto investendo in titoli pubblici italiani, tenendo conto del tasso d'interesse e della variazione del cambio, sarebbe stato mediamente del 13 per cento nel quinquennio 1982-86 e del 19 per cento nel quadriennio 1987-90. Esso è il più elevato fra quelli conseguiti negli stessi anni sugli altri grandi mercati nazionali.

Il passaggio dai rendimenti lordi a quelli al netto della tassazione in Italia è tuttavia meno chiaro di quanto sarebbe desiderabile. Tranne che per i titoli di Stato emessi all'estero, che sono totalmente esenti, la tassazione degli interessi da obbligazioni è regolata da convenzioni bilaterali per eliminare la doppia imposizione, che determinano trattamenti differenziati a seconda del paese di residenza dell'investitore. Per di più, quando una convenzione bilaterale prevede un'imposizione alla fonte nulla o bassa, questo trattamento favorevole non si rende automaticamente applicabile, ma può essere ottenuto solo richiedendo il rimborso della trattenuta del 12,5 per cento operata in via generale alla fonte. Le procedure di rimborso, attualmente di durata eccessiva e imprevedibile, sono in via di revisione da parte del Ministero delle finanze e spero che una soluzione venga trovata presto.

7. In termini di spessore del mercato, quello italiano di titoli pubblici è, naturalmente, ai primi posti. Basti pensare che il mercato dei Buoni del Tesoro ha raggiunto una dimensione di 320.000 miliardi di lire, è cioè il secondo nel mondo dopo quello degli Stati Uniti. La vita media di questi titoli è breve, attorno a 4-5 mesi, e l'ammontare dei rimborsi e delle nuove emissioni mensili oscilla attorno ai 45.000 miliardi di lire.

L'obiettivo di allungare la durata del debito, senza imporre rischi eccessivi agli investitori, ha condotto alla creazione del comparto dei certificati con indicizzazione finanziaria, che costituiscono oggi il più importante segmento dei titoli di Stato italiani (42 per

cento dell'ammontare in circolazione), ma anche il più ampio e spesso mercato di titoli indicizzati al mondo, con una dimensione di 420.000 miliardi di lire. L'adeguamento del rendimento di questi titoli ai tassi di mercato è stato particolarmente apprezzato dagli investitori, che hanno constatato una grande stabilità nel loro valore di mercato, anche nei periodi di aumenti dei tassi e di riduzione dei prezzi dei tradizionali titoli a cedola fissa.

La liquidità di un titolo, cioè la possibilità di trattare sul mercato quantitativi anche ampi senza che i prezzi ne risentano, dipende tuttavia non solo dal volume complessivo in circolazione, ma anche da molti altri aspetti, che vanno dalle modalità di emissione a quelle di quotazione, negoziazione, regolamento, consegna e custodia. In molti di questi aspetti la Banca d'Italia ha un ruolo importante e sono felice di poter dire che notevoli miglioramenti sono stati attuati o sono di prossima introduzione.

Sul mercato primario due passi importanti sono stati l'adozione generalizzata del sistema di asta nel collocamento e il mantenimento di caratteristiche costanti, salvo il prezzo di aggiudicazione, per più emissioni successive. Il primo ha consentito di avere prezzi che registrano l'effettiva situazione della domanda, il secondo di creare ampie consistenze di titoli omogenei, come è necessario per permettere un'attività di negoziazione su vasta scala.

Sul mercato secondario, i miglioramenti principali risiedono nel mercato telematico e nel sistema di conti accentrati in titoli gestito dalla Banca d'Italia. Il mercato telematico è stato avviato nel 1988; 20 *primary dealers*, banche e società finanziarie, operano come *market-makers*, sotto la supervisione della Banca d'Italia; circa 200 *dealers* vi partecipano; i volumi trattati sono andati crescendo rapidamente, superando nel settembre scorso 2.200 miliardi di lire giornalieri, la metà dei quali concentrati in 5 titoli; la disponibilità continua di quotazioni ferme ha grandemente accresciuto la trasparenza e l'efficienza del mercato. Un sostegno indiretto è venuto anche dal nuovo mercato telematico dei depositi interbancari, che ha cominciato a funzionare solo all'inizio di quest'anno e già supera 6.000 miliardi di lire di scambi giornalieri, facilitando il finanziamento delle posizioni in titoli.

Il sistema dei conti accentrati in titoli consente di trasferire con mezzi elettronici, fra alcune centinaia di operatori aderenti, la proprietà di titoli di Stato depositati presso la Banca d'Italia. I titoli di Stato in gestione centralizzata sono attualmente il 90 per cento del totale in circolazione, per un valore totale di circa 900.000 miliardi di lire.

La presenza tra gli aderenti di Cedel (Centrale de Livraison de Valeurs Mobilières s.a.) con sede in Lussemburgo e di Euroclear-Morgan Guaranty Trust Company of New York con sede a Bruxelles, costituisce il primo esempio di quel collegamento con i sistemi internazionali di gestione accentrata dei titoli che è stato fin dall'inizio previsto nel progetto.

Nel complesso, il sistema di contrattazione e regolamento dei titoli di Stato in Italia si può giudicare già oggi pratico ed efficiente. Miglioramenti ulteriori si avranno con innovazioni tecnologiche nel mercato telematico, che consentiranno di allargare il numero di *market makers* e di titoli quotati, e con il previsto regolamento contestuale immediato dei titoli e del controvalore, grazie al collegamento fra i conti accentrati in titoli e i conti di deposito presso la Banca d'Italia, che eliminerà ogni rischio di regolamento.

Un ultimo aspetto che mette conto di sottolineare è la presenza della Banca centrale sul mercato dei titoli pubblici, sia per conseguire obiettivi di politica monetaria sia per garantire condizioni ordinate sul mercato. La scelta fatta negli anni ottanta di rinunciare agli strumenti amministrativi di controllo del credito ha condotto a un uso diffuso delle operazioni di mercato aperto, sia con acquisti e vendite temporanee sia con operazioni definitive. Nei primi 11 mesi del corrente anno sono stati effettuati per il controllo delle riserve bancarie acquisti temporanei per 106.000 miliardi di lire e vendite per 68.000. Nello stesso periodo sono stati effettuati acquisti e vendite definitivi di titoli per 27.000 e rispettivamente 31.000 miliardi di lire per aggiustare eccedenze o carenze momentanee nell'offerta o nella domanda nei singoli comparti a breve e a lungo termine, a tasso fisso e a tasso variabile. Queste cifre danno un'indicazione dell'attenzione e dell'assiduità con cui la Banca centrale interviene per il buon funzionamento del mercato che consente il finanziamento non monetario del Tesoro.

8. L'ultimo fattore che vorrei trattare è il progresso verso il Mercato unico e l'Unione economica e monetaria (EMU). Questo influenza il mercato dei titoli pubblici innanzitutto attraverso l'interazione con la politica finanziaria del Governo. Da un lato, l'accesso a un mercato più vasto può permettere di ridurre i rendimenti offerti sui titoli; dall'altro, le forze di mercato determinano una pressione alla convergenza delle politiche di bilancio dei diversi paesi, soprattutto all'interno della Comunità europea. Non c'è dubbio che nel lungo periodo l'effetto determinante sia il secondo e che la divergenza della situazione fiscale dell'Italia non sia compatibile con l'integrazione.

Negli anni recenti progressi sono stati realizzati nella politica di bilancio. In rapporto al PIL il *deficit* è in fase discendente, soprattutto per quanto riguarda la parte in conto capitale. Le emissioni nette di titoli del Tesoro sono passate dal 9,5 per cento del PIL nel 1988 all'8,6 per cento nel 1989. Per il 1990 si prevede un *deficit* del settore statale di ammontare pari al 10,4 per cento del PIL contro il 14 per cento del 1983; al netto degli interessi dovrebbe essere di poco inferiore all'1 per cento del PIL, contro il 6,5 del 1983.

Nel prossimo futuro la programmazione finanziaria a medio termine del Governo prevede, per il 1991, un avanzo di bilancio al netto degli interessi dovuti; questo accelererà la riduzione dell'intero disavanzo e porterà ad una stabilizzazione del debito pubblico rispetto al PIL.

9. Un altro effetto del Mercato unico rilevante per il mercato mobiliare è che, in conseguenza della libertà di accesso ai mercati nazionali di cui godranno gli intermediari in Europa dal 1993 e della connessa armonizzazione delle regolamentazioni, per la prima volta una banca o una *securities house* insediata in un qualsiasi paese membro della Comunità potrà operare in tutti i mercati nazionali secondo un unico insieme di regolamentazioni. Sono evidenti i benefici in termini di economie di scala, di riduzione dei costi informativi e di semplificazione delle procedure che ne conseguiranno.

Naturalmente, l'armonizzazione delle regolamentazioni non è automaticamente assicurata dalla decisione di costituire il Mercato unico. Ma il Governo e il Parlamento italiani stanno portando a termine

una importante e articolata riforma della legislazione sull'intermediazione finanziaria, che va al di là del semplice recepimento delle Direttive CEE e che è di ampiezza analoga a quella compiuta con la legge bancaria del 1936. L'obiettivo è di allineare la struttura regolamentare e istituzionale con quella dei paesi più avanzati e di assicurare condizioni di efficienza, competitività e stabilità ai mercati finanziari.

10. In conclusione, il settore dei titoli di Stato italiani è interessato da cambiamenti di grande momento; il terzo mercato mondiale per dimensioni si trasforma in relazione all'integrazione internazionale, europea in particolare, e al processo di ammodernamento della struttura finanziaria italiana.

Vi è un enorme potenziale di sviluppo dei flussi di investimento finanziario da e per l'Italia; si richiedono elevati investimenti per approntare i necessari strumenti di scambio; la Banca d'Italia è consapevole dell'importanza dell'infrastruttura tecnologica, professionale e regolamentare e sta adoperandosi con impegno e, se mi consentite un po' di autoelogio, con successo nelle realizzazioni di sua competenza; ma è dall'iniziativa degli operatori del mercato che dipendono in definitiva i modi e i tempi della trasformazione in realtà di quel grande potenziale.

11. Le innumerevoli decisioni individuali che insieme determinano il cammino dell'economia e la sua posizione nel contesto internazionale sono però potentemente influenzate dalle scelte della politica economica, dalla sua credibilità e coerenza nell'attuazione. Nessuno più della Banca centrale ne è convinto. Il progresso compiuto nell'ultimo decennio nell'integrare saldamente l'Italia nel sistema delle economie avanzate è sicuramente dipeso dalla tenacia con cui ci si è impegnati per rispettare il vincolo assunto con l'adesione al Sistema monetario europeo e al suo accordo di cambio. Occorre costruire su questo successo.

Le scelte fondamentali sono state già compiute: con l'adesione della lira alla banda stretta di fluttuazione all'inizio di quest'anno, con la partecipazione piena e fattiva alla prima fase dell'Unione economica e monetaria, con la nostra insistenza perché al recente Consiglio europeo di Roma venissero poste condizioni di convergenza economica ambiziose nella sostan-

za e precise nel tempo per passare alla seconda fase dell'UEM. La prossima apertura, a Roma, della Conferenza intergovernativa che dovrà preparare le modifiche al Trattato di Roma, che rappresenta la Costituzione della Comunità, conferma nel modo più solenne che le decisioni che stiamo prendendo in questi mesi vanno ben al di là della regolazione congiunturale dell'economia e assurgono a scelte costituzionali.

Non c'è alternativa: i nostri comportamenti devono divenire più coerenti con le scelte fondamentali che noi stessi abbiamo fatto. Il settore pubblico, innanzi tutto, deve perseguire con determinazione il programma di risanamento delle sue finanze, già individuato nel Documento di programmazione finanziaria del Governo: l'approvazione rapida e senza snaturamenti della legge finanziaria per il 1991 è il primo, indispensabile passo. Le imprese devono avere chia-

ro, al di là di ogni dubbio, che il vincolo di cambio non sarà allentato e che la competitività deve essere ottenuta contenendo i costi, non attendendo passivamente una svalutazione. I lavoratori devono raggiungere la consapevolezza profonda che le retribuzioni reali e i livelli di occupazione si conquistano e si difendono con rivendicazioni salariali in linea con le possibilità produttive del sistema economico in condizioni di stabilità dei prezzi.

All'autorità monetaria non si può più, oramai, chiedere molto. Deve proseguire il suo sforzo per rafforzare la struttura del mercato finanziario e sviluppare gli strumenti della politica monetaria; deve impegnarsi a definire procedure che servano a fissare le linee guida dell'azione comune a livello europeo e ad approfondire la cooperazione monetaria; non ci sono più spazi, però, per accomodare comportamenti incoerenti riguardo a prezzi, salari e *deficit* di bilancio.

Ruolo e autonomia delle banche centrali

*Intervento introduttivo del dr. Antonio Fazio, Vice Direttore Generale della Banca d'Italia
al Seminario sulle banche centrali - Fondo Monetario Internazionale*

Washington, 8 novembre 1990

Una discussione del ruolo e dell'indipendenza dell'istituzione "banca centrale" richiede, preliminarmente, un approfondimento della natura e delle funzioni della moneta nell'economia.

Inizierò, pertanto, da alcuni richiami, analitici e storici, volti a definire la natura della moneta in modelli teorici e in sistemi concreti, l'origine delle banche centrali, i rapporti tra stabilità finanziaria e stabilità dell'economia.

Per quanto riguarda i rapporti tra banca centrale e sistema economico, vorrei ricordare un episodio che risale alla fine del 1962, periodo in cui prendeva vigore la "controversia monetarista". Nel corso avanzato di economia monetaria tenuto al Massachusetts Institute of Technology dal professor Samuelson, con l'assistenza di Albert Ando, qualcuno portò in classe una copia, ancora in ciclostile, della "Storia monetaria degli Stati Uniti" (1). Il fascicolo era spesso quindici o venti centimetri, Samuelson lo soppesò e commentò: "*Milton, Milton, we set up the Fed to adjust the quantity of money to the needs of the economy*".

Era una critica, ma anche, *in nuce*, l'enunciazione di una filosofia della banca centrale.

Lo studioso di teoria e, a maggior ragione, il responsabile della politica monetaria si saranno sicuramente chiesti, più volte, se è la banca centrale che guida, che muove l'economia, o se è, invece, l'evoluzione dell'economia a trascinare la moneta e l'azione della banca centrale.

Un modello keynesiano di un'economia monetaria può conciliarsi con l'attribuzione di una particolare importanza, in determinate condizioni, alle quantità nominali di credito e di moneta (2) (non solo ai loro

prezzi relativi rispetto alle altre attività e passività finanziarie, vale a dire ai tassi di interesse). Una visione di questo tipo permetterà di discutere gli obiettivi macroeconomici e il modo di operare della banca centrale nelle moderne economie industriali.

Verrà richiamata la necessità di raccordare gli obiettivi di politica monetaria con gli altri obiettivi e agenti della politica economica; in particolare con la gestione del debito pubblico.

Verrà infine affrontato, in termini generali, il problema della posizione istituzionale della banca centrale nell'ambito dell'organizzazione e dei poteri dello Stato.

1. La natura della moneta

Un approfondimento della natura della moneta, di ciò che la moneta "è", non solo di come la moneta "opera" nell'economia, si può fare partendo da un modello stilizzato in cui esistono: lo Stato, con la sua attività di spesa pubblica e di tassazione, il mercato, il sistema bancario.

Dall'analisi teorica risulta che le unità di moneta di base, o base monetaria, in un tale contesto e a date condizioni, possono, pur avendo un valore di scambio positivo in termini di beni, avere carattere meramente fiduciario (3); vale a dire essere prive di qualsiasi valore intrinseco per quanto riguarda la materia.

Una prima condizione affinché il valore delle unità di moneta sia determinato, è che la quantità della stessa sia definita, cioè fissata, da forze esterne al mercato.

Nella realtà dei contesti economici, la moneta fiduciaria circola nell'economia rappresentando un

credito nei confronti dell'autorità che la emette. La generale accettabilità della moneta, cioè la sua liquidità, richiede che l'entità economica emittente sia assolutamente affidabile, nel senso che non può fallire. Poiché il carattere fiduciario della moneta esclude che ciò possa derivare dall'esistenza di riserve di metallo (ritenute sicure), alla base di tale requisito si intravede la presenza di un'autorità, lo Stato, che, grazie al suo potere di tassazione, garantisce le obbligazioni assunte.

Nelle antiche società (le città stato della Grecia, in particolare, e nella Roma antica) solo allorché l'autorità statale non era abbastanza forte, lo Stato cioè non era sufficientemente credibile, il circolante doveva possedere, ai fini della sua generale accettabilità, un valore intrinseco: si ricorse all'oro in particolare nei periodi di decadenza dell'Impero romano. In sistemi politici bene organizzati la moneta possedeva chiaramente caratteristiche di circolazione fiduciaria. Si può ricordare il caso di città dell'antica Grecia che alteravano d'autorità il valore nominale delle monete coniate in circolazione dimostrandone la caratteristica fiduciaria. La moneta era emessa dallo Stato, in genere per finanziare la spesa pubblica, e circolava sulla base della fiducia nell'autorità che l'aveva emessa. Essa incorporava un credito e lo Stato la riaccettava a titolo di pagamento di imposte. E' il primo esempio di circolazione di pezzi di metallo - nei secoli successivi, di documenti cartacei - che incorporino un credito (4).

Risulta immediatamente da questa interpretazione una stretta connessione tra spesa pubblica e massa monetaria, tra la situazione delle finanze pubbliche e il valore della moneta.

Nel Medioevo, dapprima in Italia, poi in altri importanti mercati e città dell'Europa, si ebbe lo sviluppo dell'attività di intermediari: di banche che emettevano certificati a fronte dei metalli preziosi presso di loro depositati. Nella incerta situazione istituzionale del tempo, i metalli preziosi erano il solo mezzo di pagamento che fosse accettato e che circolasse a livello internazionale. Ma anche le note emesse dai banchieri iniziavano a circolare "incorporando" il valore dei metalli preziosi depositati. Le note non fruttavano alcun interesse, ma servivano come base per operazioni di cambio e di credito tra differenti luoghi e soprattutto differenti mercati.

Più tardi si ebbe lo sviluppo dell'emissione, da parte dei banchieri, di note che, anziché certificare il deposito di metalli preziosi, stavano semplicemente a fronte di crediti a mercanti, in taluni casi a sovrani.

Cominciava a emergere il moderno concetto di attività bancaria. Questa evoluzione tuttavia per alcuni aspetti veniva rallentata dalle leggi che proibivano l'usura; si sviluppò parallelamente (soprattutto ad iniziativa di ordini religiosi) anche un'attività bancaria per piccoli prestiti volti proprio a combattere l'usura. Crediti a re e a sovrani dettero luogo in qualche caso a esperienze disastrose, sia per i banchieri sia per i depositanti.

Negli stati moderni, che cominciano a formarsi soprattutto nel XVII secolo con ben definite organizzazioni amministrative,

sortero i primi istituti di emissione. Alcuni di essi si sono evoluti fino a divenire moderne banche centrali.

L'universale accettabilità del mezzo di scambio, in genere banconote, rappresentative di crediti verso l'emittente, può essere stabilita per legge. Le banconote acquistano allora valore di "moneta legale", per tutti i pagamenti, pubblici e privati. Tuttavia, tale potere e tale qualità sono accettati dal mercato, e diventano operativi, solo se sono basati sulla fiducia nel debitore finale.

Il sistema bancario, inoltre, attraverso l'espansione del credito, crea depositi che svolgono una funzione monetaria, garantendo un rapporto di cambio unitario rispetto alla moneta legale. Affinché la moneta abbia un valore definito, è necessario un rapporto istituzionale e funzionale tra la quantità di moneta creata dallo Stato, o per conto di esso, e l'ammontare di crediti e depositi bancari.

2. L'origine delle banche centrali

Le odierne banche centrali traggono origine dalle banche di emissione, create, soprattutto nel corso del XIX secolo, in Europa e negli Stati Uniti, ad opera sia di governi sia di privati. Un'analisi storica del fenomeno e delle relative discussioni, accademiche e politiche, discussioni vertenti soprattutto sull'opportunità o meno di limitazioni e di controlli alla costituzione e all'operatività delle stesse banche, si trova in Vera C. Smith (Lutz), *The Rationale of Central Banking* (5).

Numerosi furono i dibattiti riguardanti le stesse banche di deposito; vertevano, anche in questo caso, sull'opportunità di un controllo e sulle forme societarie e istituzionali. Nell'emissione di banconote prevalse in tutti i paesi la tendenza all'accentramento e al monopolio: essenzialmente per motivi di stabilità, ordine nella circolazione, maggiore possibilità di controlli quantitativi da parte dei governi.

Dai processi di concentrazione emersero gli istituti che avevano più stretti rapporti finanziari con i governi e che già fornivano liquidità agli altri istituti minori (che pure emettevano banconote o che raccoglievano depositi).

Ralph Hawtrey, nel suo *The Art of Central Banking*, pubblicato nel 1932 (6), nel pieno della crisi eco-

nomica e finanziaria, tratta estesamente del connotarsi della Banca d'Inghilterra, a partire dalla fine del XVIII secolo, come prestatore di ultima istanza nel mercato monetario di Londra; del suo crescente coinvolgimento nello stesso mercato; della progressiva assunzione delle funzioni di banca centrale.

La possibilità di emettere banconote aventi corso legale fu di essenziale importanza. Per alcuni tipi di pagamenti le banconote fungevano da sostituto della circolazione metallica e il loro valore era in genere garantito dalle riserve auree. In più occasioni, in periodi di restringimento della liquidità del mercato, ad esempio in seguito a esportazione di capitali, l'aumento della circolazione, in eccesso rispetto alle rigide norme stabilite dallo statuto, venne autorizzato, talora richiesto, in ultima analisi garantito, dal governo o dal parlamento.

Il valore, la liquidità, l'intrinseca accettabilità delle banconote riposavano sull'esistenza di una riserva aurea e sulla buona qualità dei crediti concessi alle altre banche e al mercato; ma nei periodi di difficoltà divenivano essenziali l'autorizzazione e la garanzia dell'autorità politica.

Il Sistema della Riserva Federale degli Stati Uniti fu creato, nel 1913, per svolgere funzioni di stanza di compensazione tra gli operatori del sistema bancario e finanziario, nonché, più specificamente, per fornire liquidità alle banche commerciali, stagionalmente o ciclicamente in difficoltà di cassa. In pratica il Sistema veniva ad assumere funzioni di interesse pubblico, quali il controllo della circolazione della moneta e quello di talune operazioni del sistema bancario. Alcune di queste funzioni erano state svolte in precedenza dal Tesoro (7).

Una descrizione del sorgere e dell'operare delle banche di emissione in Italia si trova negli studi di Di Nardi e in quelli di De Mattia (8).

* * *

L'origine del termine "banca centrale" risale, nella letteratura accademica, ai primi anni di questo secolo (9), o al massimo, agli ultimi anni del secolo scorso. Tuttavia, nella terminologia legislativa e nell'uso corrente di operatori e di politici, il termine è piuttosto recente. Una delle definizioni di banca centrale è quella di "banca delle banche". Talora la banca

centrale è anche definita come "banca del Tesoro" e come "banca per il settore esterno dell'economia", cioè come la banca che custodisce e amministra le riserve di valuta estera del paese.

Se una banca centrale fosse soltanto la "banca delle banche", non si porrebbe un problema di autonomia. Le banche commerciali sono indipendenti nella loro attività (pur se assoggettate ai limiti legali connessi alla loro particolare attività); pertanto, anche la banca centrale dovrebbe essere libera nella sua azione.

Il problema del grado di autonomia si pone allorché alla banca centrale, in quanto "banca delle banche", la legge, la tradizione, l'opinione pubblica assegnano compiti e funzioni di interesse pubblico. Tali funzioni, almeno per quanto insegnano l'evoluzione storica e l'analisi, possono essere svolte solo da un'istituzione che opera nel mercato, e che, di fatto, si trova al centro del sistema finanziario.

3. L'instabilità finanziaria

La grande depressione degli anni '30, con le sue terribili conseguenze sociali e politiche, è connessa anche a errori, mancanza di coordinamento, rigidità nella condotta della politica monetaria da parte delle autorità monetarie e delle banche centrali dei principali paesi (10).

L'algoritmo logico fornito dalla teoria generale di Keynes ha chiarito il carattere di impulsi restrittivi delle riduzioni di crediti agli investimenti e all'attività produttiva attuate dalle banche nel caso della crisi. In ogni paese la crisi portò infatti a fallimenti bancari e fu da questi amplificata. Gli impulsi depressivi si propagarono, all'interno dei singoli paesi e a livello internazionale, attraverso l'operare del moltiplicatore e tramite il commercio internazionale.

Divenne evidente la stretta relazione tra andamento generale dell'economia e stabilità bancaria. Gli istituti di emissione non fallirono, anche perché avevano nel loro attivo importanti riserve auree e crediti agli stati.

Una prima conseguenza fu la tendenza dei vari sistemi economici a chiudere le frontiere alle transazioni internazionali di merci e di attività finanziarie. Furono quindi introdotte legislazioni bancarie e

finanziarie volte a regolare gli intermediari e i mercati in misura molto più stringente che in passato; gli istituti di emissione acquisirono nuovi poteri; furono creati nuovi organismi governativi con finalità di controllo e di supervisione del sistema bancario.

Emerse chiaramente il problema dell'instabilità della massa monetaria. La definizione di moneta includeva ora non solo la circolazione metallica e le banconote, ma anche i depositi bancari in conto corrente; la definizione è esplicita nel Treatise (11); diviene corrente nella letteratura economica negli anni '30 e nel dopoguerra. Nell'uso pratico, tale definizione allargata di moneta risale agli anni '70. Divenne evidente che le politiche di credito delle banche e il loro comportamento influivano profondamente sul governo della moneta. Da tale constatazione scaturì la proposta, estrema, proveniente dalla Scuola di Chicago, di imporre una riserva obbligatoria pari al 100 per cento dei depositi in conto corrente, nonché di sopprimere alcune attività del sistema bancario o di modificarle profondamente (12).

Il periodo successivo alla seconda guerra mondiale è stato di notevole crescita e di elevata stabilità per le economie dei paesi industriali. Il commercio internazionale ha agito da fattore di crescita e ha tratto beneficio dal nuovo ordine monetario internazionale stabilito con gli accordi di Bretton Woods. La spesa pubblica è aumentata notevolmente, anche troppo, rispetto al prodotto nazionale, ponendosi quale stabilizzatore del ciclo. Gli istituti di emissione sono stati liberati dalle rigide regole che legavano la circolazione di banconote alla riserva aurea. Le politiche monetarie nazionali sono divenute più attente al controllo del ciclo e, in genere, sono state orientate a favorire la crescita delle economie.

Il grado di instabilità finanziaria si è ridotto notevolmente, in confronto sia al periodo tra le due guerre mondiali sia ai periodi precedenti. Le banche centrali hanno fatto buon uso dell'esperienza acquisita nelle precedenti, difficili, talora disastrose, congiunture e situazioni.

* * *

Vi sono due aspetti della recente evoluzione delle economie nazionali e di quella internazionale sui quali è utile richiamare l'attenzione.

In primo luogo, il grado di *financial deepening* delle economie industrializzate è cresciuto costantemente nel corso degli ultimi anni. La tavola 1 mostra il volume delle attività finanziarie possedute dal settore privato dell'economia, in rapporto al prodotto nazionale lordo, per sei grandi paesi industriali (Stati Uniti, Giappone, Germania, Regno Unito, Francia e Italia) (13). In tutti i paesi il rapporto è aumentato notevolmente e costantemente. Ciò equivale a una crescita, nel corso del periodo considerato, dell'importanza dei bilanci bancari e dei mercati finanziari.

Tav. 1

**Rapporto tra attività
finanziarie interne e PIL**

VOCI	1975	1980	1985	1988
Stati Uniti				
Famiglie	2,2	2,4	2,5	2,6
Imprese (1)	1,9	2,1	2,4	2,7
Totale	4,1	4,5	4,9	5,3
Giappone				
Famiglie	1,1	1,3	1,8	2,2
Imprese (1)	2,9	3,2	4,0	5,1
Totale	4,1	4,6	5,9	7,3
Germania				
Famiglie	0,9	1,0	1,2	1,2
Imprese (1)	3,3	3,7	4,5	4,6
Totale	4,2	4,7	5,7	5,9
Francia				
Famiglie	(2) 1,0	1,0	1,2	1,3
Imprese (1)	(2) 2,5	2,7	3,4	4,2
Totale	(2) 3,5	3,8	4,5	5,5
Regno Unito				
Famiglie	1,3	1,3	1,8	2,0
Imprese (1)	1,5	1,5	2,1	2,6
Totale	2,8	2,7	3,9	4,6
Italia				
Famiglie	0,9	0,9	1,1	1,3
Imprese (1)	1,9	1,9	2,2	2,1
Totale	2,8	2,8	3,3	3,4

Fonte: OCSE, *Financial Accounts*. Per il Regno Unito, CSO, *Financial Statistics*. Per l'Italia, Banca d'Italia.

(1) Includono le imprese non finanziarie, le banche, le compagnie di assicurazione, i fondi pensione e altre istituzioni finanziarie. - (2) I dati si riferiscono al 1977.

**Crescita dell'intermediazione
finanziaria internazionale
(rapporti percentuali)**

Tav. 2

ANNI	Attività verso l'estero delle banche (1)	Obbligazioni internazionali (2)
1975	10,6	(3) 0,5
1980	17,0	(3) 2,2
1985	30,9	6,3
1990 (4)	33,6	8,8

Fonte: BRI.

(1) In rapporto al PIL. Comprendono le banche dei paesi dichiaranti alla BRI e di alcuni mercati *offshore*; dati di fine anno. Il PIL si riferisce all'area dell'OCSE ed è espresso a prezzi e cambi correnti. — (2) In rapporto al PIL. Consistenze delle obbligazioni internazionali; dati di fine anno. Il PIL si riferisce all'area dell'OCSE ed è espresso a prezzi e cambi correnti. — (3) Dati stimati. — (4) Stime basate sui dati del primo trimestre.

Di conseguenza il comportamento degli operatori, famiglie e imprese, per quanto riguarda risparmio e spesa, è più dipendente che nel passato dalla composizione, dalla natura e dal rendimento delle attività finanziarie.

Il secondo aspetto riguarda l'economia internazionale. La dimensione dei mercati internazionali dei capitali, rispetto all'attività economica è pure cresciuta notevolmente nel corso degli ultimi tre lustri.

L'attività bancaria internazionale, misurata dal totale delle attività esterne delle banche, è passata, tra il 1975 e il 1980, dal 10,6 al 17 per cento del reddito nazionale lordo dei paesi dell'OCSE; nel corso degli anni '80 il rapporto ha raggiunto il 34 per cento. Il

mercato delle euroobbligazioni è cresciuto anche più rapidamente, passando dallo 0,5 per cento dello stesso indicatore sopra ricordato nel 1975, al 2,2 nel 1980, all'8,8 per cento nel 1990.

L'attività bancaria internazionale è, in prima approssimazione, fuori del controllo delle autorità monetarie e delle banche centrali dei vari paesi. Il suo andamento può essere influenzato solo parzialmente e in via indiretta dall'azione delle banche centrali e delle autorità monetarie nazionali.

L'aumentata importanza della componente fiduciaria dei mezzi di pagamento e lo sviluppo dei mercati finanziari richiedono a loro volta strumenti di politica monetaria diversi dal passato. Questi possono ritrovarsi, in parte, in nuove forme istituzionali di coordinamento monetario.

4. Il controllo del credito e della moneta

Condizione necessaria perché una banca centrale possa influire sul comportamento degli aggregati monetari e creditizi e sui tassi di interesse, "facendo leva" sulla sua posizione nel mercato, è che la dimensione del suo bilancio sia rilevante rispetto alla dimensione dell'economia.

Nella tavola 3 è riportato il rapporto, per vari paesi e periodi, del totale delle attività di ciascuna banca centrale rispetto: a) alla quantità di moneta (una misura della dimensione del bilancio consolidato del sistema bancario), b) al prodotto nazionale lordo.

**L'attivo delle banche centrali rispetto alla moneta e al prodotto interno lordo
(rapporti percentuali tra medie annue)**

Tav. 3

PAESI	Attivo/M2			Attivo/PIL			M2/PIL		
	1980/83	1984/87	1988/89	1980/83	1984/87	1988/89	1980/83	1984/87	1988/89
Italia	36,20	34,30	31,70	25,70	22,80	21,30	70,90	66,30	67,30
Stati Uniti	9,50	9,20	9,50	6,10	6,00	5,90	64,30	65,00	62,60
Germania	21,00	19,90	21,90	11,60	11,60	13,20	55,00	58,50	60,10
Regno Unito	—	19,90	10,50	9,40	8,70	9,60	—	43,70	90,90
Francia	35,20	30,50	27,50	18,50	16,20	13,40	53,00	52,60	48,90

Fonti: Bollettini delle banche centrali e FMI, *International Financial Statistics*. Per l'Italia il bilancio della banca centrale è il consolidato Banca d'Italia-UIC.

Tav. 4

**Rapporti tra i principali aggregati di bilancio
delle banche centrali e M2: 1989**
(rapporti percentuali)

VOCI	Italia	Stati Uniti	Germania	Regno Unito (1)	Francia
Attivo					
Estero	11,62	1,65	7,42	5,05	14,05
Tesoro	17,85	7,56	1,04	3,18	1,34
Sistema finanziario	0,67	0,08	13,01	0,11	8,45
Altre attività	1,13	0,57	1,43	1,21	3,01
Totale ...	31,27	9,86	22,89	9,54	26,85
Passivo					
Circolante	8,92	7,83	11,17	3,55	8,52
Depositi istituti creditizi	14,12	1,24	4,96	0,34	2,68
Tesoro	0,08	0,20	0,45	—	3,15
Capitale e altre passività	8,15	0,59	6,31	5,64	12,50
Totale ...	31,27	9,86	22,89	9,54	26,85

Fonti: Bollettini delle banche centrali e FMI, *International Financial Statistics*.

(1) Le attività e le passività verso l'estero delle autorità monetarie sono state desunte da *International Financial Statistics*.

Esistono problemi di comparabilità dovuti a differenti situazioni istituzionali; tuttavia risulta chiaramente dai dati che ambedue i rapporti sono più alti in Italia e in Francia; più bassi negli Stati Uniti e nel Regno Unito. Nella Germania sono in una posizione intermedia. La situazione non si modifica nel corso del tempo, eccetto per il Regno Unito, dove il rapporto tra moneta e prodotto nazionale lordo raddoppia nella seconda metà degli anni '80, e l'importanza del bilancio della banca centrale rimane immutata in relazione al prodotto nazionale.

Con riferimento al solo anno 1989, la tavola 4 indica le percentuali, rispetto al prodotto nazionale lordo, di differenti poste dell'attivo e del passivo delle banche centrali.

Più della metà dell'alto valore rilevato per l'Italia è, dal lato delle attività, dovuto al finanziamento della Banca d'Italia al Tesoro; anche le riserve di oro e di valute convertibili sono particolarmente consistenti.

Dal lato delle passività, un'ampia proporzione dell'elevata percentuale è spiegata dai depositi delle banche presso la banca centrale, essenzialmente riser-

ve obbligatorie. Dato il livello del finanziamento al Tesoro, queste riserve permettono di mantenere, nell'attivo della banca centrale, un minimo di rifinanziamento al sistema bancario. Il volume di obbligazioni pubbliche è rilevante anche nel caso del Sistema della Riserva Federale. Il rifinanziamento al sistema privato è relativamente alto nel caso della Germania e della Francia.

Una conclusione preliminare è che in Italia e negli Stati Uniti, la banca centrale influisce sulle condizioni di mercato, soprattutto attraverso le operazioni di mercato aperto sul debito pubblico. In Germania e in Francia la sua influenza si esercita, in misura diretta e maggiore che negli altri paesi, attraverso il rifinanziamento del settore privato.

* * *

La banca centrale è parte del sistema finanziario; essa intermedia una frazione dei flussi di risparmio che passano attraverso lo stesso sistema. Ma le passività della banca centrale sono di natura particolare; sono la moneta per eccellenza, o base monetaria. A

causa delle qualità intrinseche, derivanti dalla legge, dalla garanzia dello Stato, da una lunga tradizione, tale moneta ha il carattere di perfetta liquidità, di generale accettabilità; funge da mezzo di pagamento, anche tra banche e intermediari finanziari.

Poichè una delle caratteristiche fondamentali della banca centrale è quella di essere "la banca delle banche", essa è la naturale candidata a influire sulle operazioni delle stesse banche.

Tale azione può essere resa più efficace attraverso l'imposizione alle banche di obblighi di riserva a fronte dell'espansione di poste dell'attivo o del passivo. Le riserve obbligatorie rafforzano il legame tra la dimensione del bilancio della banca centrale e quella del bilancio consolidato del sistema bancario.

All'attività bancaria può applicarsi lo stesso tipo di analisi che vede nel limite esterno posto all'ammontare delle banconote la garanzia del loro potere d'acquisto. Il volume dell'attività bancaria, vale a dire l'ammontare di crediti e di depositi, non è infatti limitato dalla disponibilità di materie prime e altri fattori fisicamente limitati, come nel caso di qualsiasi altra attività produttiva. In un'economia chiusa il credito genera depositi; questi a loro volta permettono un'ulteriore espansione del credito. Nel processo, in assenza di limiti quantitativi esterni e in prossimità della piena occupazione, può essere coinvolto il sistema dei prezzi.

* * *

Una relazione analoga a quella che esiste tra la banca centrale e il sistema bancario si ritrova tra questo e il sistema finanziario. Quest'ultimo è formato da intermediari che concedono credito ed emettono passività le quali generalmente non hanno il carattere di mezzo di pagamento. Il sistema comprende altresì mercati nei quali debitori e creditori, investitori e risparmiatori, si incontrano direttamente.

Una banca può fornire, per via diretta, ai richiedenti il credito mezzi di pagamento; le sue passività sono infatti considerate tali. Gli altri intermediari - e i mercati finanziari - hanno bisogno di un credito, quanto meno temporaneo, e quindi della moneta fornita dal sistema bancario.

La spesa dei debitori stimola l'attività economica e il risparmio; quest'ultimo prende in parte la forma di depositi bancari e di attività finanziarie, in tal modo chiudendo il circuito finanziario.

La banca centrale, per le sue caratteristiche e per la sua posizione nel mercato, è in grado di conoscere il funzionamento di tale circuito e di valutare la velocità alla quale esso opera; può, in misura notevole, influenzarlo.

5. Regole e discrezionalità

Al fine di influire sul volume, sulla composizione e sui costi delle transazioni finanziarie, la banca centrale deve in generale poter agire sulle poste attive e passive del suo bilancio. Avendo il monopolio della creazione di base monetaria, può definire il tasso di interesse nominale al quale la base monetaria è "prestata" al sistema.

In una visione "monetarista" della politica monetaria, la banca centrale deve limitarsi a stabilire, attraverso l'operare del moltiplicatore monetario, la quantità di moneta (passività della banca centrale e delle banche). Si ritiene che l'ammontare di moneta possa essere controllato dal lato dell'offerta. Il sottostante sviluppo delle variabili reali è ritenuto stabile. Poichè i prezzi sono considerati flessibili, la quantità di moneta influenza principalmente, nel medio-lungo periodo, il livello dei prezzi.

In una visione alternativa, di tipo keynesiano, la politica monetaria può e deve influire, in primo luogo, sul comportamento del sistema bancario, cioè sull'espansione del credito bancario e, pertanto, sui depositi e sulla quantità di moneta.

Più specificamente, aumentando la quantità di base monetaria, o diminuendola, la banca centrale influenzerà l'offerta di credito. Nel mercato la quantità del credito offerto tenderà a eguagliare la quantità che viene domandata per alimentare gli investimenti e la produzione, o per effettuare operazioni finanziarie. Le modalità di utilizzo del credito, i tassi d'interesse e l'ammontare di moneta che si determinano, influenzano l'economia in varie direzioni, e, in particolare, influiscono sulle relazioni commerciali e finanziarie con l'estero.

Le riserve di valuta estera detenute dalla banca centrale saranno a loro volta interessate; in particolare verrà influenzato il tasso di cambio.

In questo schema, la politica monetaria assume più vasta dimensione, diviene, in un certo senso, più ambiziosa; anche se, in qualche misura, meno definita e incisiva.

Le analisi qualitative e quantitative possono fornire utili indicazioni di base per la politica monetaria. Tuttavia in genere non è possibile ridurre questa a "semplici regole" per alcuni aggregati monetari.

L'indeterminabilità, da parte delle sole forze di mercato, delle quantità nominali di credito e di moneta, richiede che queste debbano essere definite *ex ante*, da forze esterne al mercato, cioè dalle autorità monetarie. Le quantità possono anche essere annunciate, al fine di fornire utili indicazioni all'economia e ai mercati finanziari. Ma non esistono semplici regole quantitative attraverso le quali possano essere controllati i prezzi.

Una politica monetaria lasca risulterà alla fine in inflazione. Un controllo pieno del ciclo attraverso gli strumenti monetari è tuttavia impossibile, soprattutto a causa di incertezze riguardo ai ritardi e all'entità degli effetti dei vari strumenti.

* * *

Sulla base di una ormai lunga esperienza, la Banca d'Italia utilizza un modello econometrico dell'economia italiana al fine di comprendere i modi in cui la politica monetaria influisce sulle principali variabili macroeconomiche, reali e finanziarie. Il modello è particolarmente dettagliato per i settori monetario e finanziario.

I risultati numerici del modello rappresentano soltanto una base per le decisioni. Vengono integrati da considerazioni, anche di natura non strettamente quantitativa, e da valutazioni empiriche non formalizzate, allo scopo di definire le decisioni da adottare.

Esprimendosi in termini tecnici, più che contare sulla struttura, cioè sui coefficienti stimati del modello, si fa affidamento soprattutto sul modello, cioè sull'insieme delle relazioni logiche tra le differenti variabili. Ciò che il modello, o più esattamente la struttura, mostra, è che le variabili macroeconomiche

- quali la domanda interna, i prezzi, l'occupazione, la bilancia dei pagamenti - risultano influenzabili significativamente, benché in misura limitata nel brevissimo termine, attraverso l'uso degli ordinari strumenti di politica monetaria: operazioni di mercato aperto, volume delle riserve bancarie, tassi di sconto.

In alcuni periodi di elevata inflazione, di ampi disavanzi della bilancia dei pagamenti, di crisi nel mercato dei cambi, è stato necessario, in Italia, far ricorso a strumenti di controllo monetario di natura amministrativa: in particolare, imposizione di massimali sul credito bancario e di vincoli di portafoglio. L'applicazione di tali strumenti di intervento straordinario è stata graduata, muovendo dalle stime econometriche del modello. Il loro uso è risultato particolarmente efficace nel superamento di crisi della bilancia dei pagamenti, del cambio, dei prezzi.

Simili conclusioni sono probabilmente valide in altre economie che versassero in condizioni di crisi. Va ricordato, tuttavia, che in Italia, l'impiego degli strumenti di controllo diretto dell'espansione del credito non è stato senza costi dal punto di vista dell'allocatione delle risorse da parte delle banche.

* * *

In conclusione mi sembra che, in primo luogo, la banca centrale possa e debba usare gli strumenti a sua disposizione per tentare di perseguire l'obiettivo di un regolare sviluppo dell'economia: nell'espressione del professor Samuelson, per far corrispondere la quantità di moneta ai "bisogni dell'economia", non semplicemente alla sua domanda.

L'andamento delle variabili macroeconomiche, segnatamente di quelle che hanno impatto più immediato sul benessere sociale, e in particolare l'andamento dell'inflazione, possono risultare insoddisfacenti. La banca centrale, allora, può e deve usare gli strumenti di cui dispone per correggere le tendenze sfavorevoli nella direzione della stabilità, per il "bene comune". Così facendo adatterà la quantità della moneta ai più profondi bisogni dell'economia.

* * *

Va ripreso, infine, il problema di teoria posto all'inizio: se sia la banca centrale a "far muovere" in una

determinata direzione le variabili dell'economia, o se non sia, piuttosto, vero il contrario.

Esiste una relazione, tendenzialmente stretta, tra l'andamento dell'economia e l'evoluzione degli aggregati monetari. Questo parallelismo rispecchia, per periodi anche lunghi, semplicemente il risultato di un adattamento del sistema finanziario, nonché della "guida" monetaria, a un andamento dell'economia considerato soddisfacente.

Talora, tuttavia, il sistema richiede correzioni. La banca centrale può riconoscerle necessarie e, quindi, effettuarle. Il parallelismo diviene il risultato di una politica monetaria attiva. In questi casi sono la moneta e il credito a determinare l'evoluzione del sistema.

In tali occasioni le relazioni quantitative tra variabili reali e finanziarie vengono alterate: un problema per l'econometrico, ma anche per il banchiere centrale, il quale deve usare grande accortezza nel dosare l'intervento.

Nella discussione ora fatta ho avuto in mente, soprattutto, casi di politica monetaria restrittiva. Forse continuo a essere influenzato dal vecchio adagio secondo cui la politica monetaria è simile a una corda che si può tirare, ma attraverso la quale è difficile spingere alcunché.

6. Gli obiettivi della politica monetaria e il debito pubblico

Fra gli obiettivi della politica economica - di quella monetaria in particolare - alcuni sono più immediatamente alla portata della banca centrale; per il perseguimento di altri è necessaria la cooperazione con gli altri agenti della politica economica.

La stabilità finanziaria e il buon funzionamento del sistema creditizio costituiscono certamente un obiettivo primario dell'azione della banca centrale.

Allorché la stabilità dipende soltanto da un adeguato controllo della liquidità, la banca centrale è provvista, per sua natura, degli strumenti necessari. Le modifiche di struttura e il buon funzionamento del sistema bancario richiedono, invece, in genere, poteri

che solo la legislazione bancaria e finanziaria può offrire. Questa riconosce un carattere particolare all'impresa bancaria nell'ambito dell'ordinamento giuridico.

La banca centrale ha la posizione istituzionale e dispone delle capacità tecniche necessarie per attuare i dettami e per conseguire gli obiettivi della legislazione bancaria, nonché, in via più ordinaria, per controllare il comportamento e il funzionamento di questo settore dell'economia.

Nell'ambito del sistema bancario alcune informazioni, per loro natura riservate, sono e debbono essere possedute soltanto da singole banche: di conseguenza non è possibile affidarsi completamente all'operare dei mercati per la ricerca di condizioni di efficienza. La banca centrale, al fine di prevenire condizioni di instabilità, ha poteri di ispezione e di supervisione del sistema bancario.

Con riguardo al controllo macroeconomico, il primo obiettivo da assegnare alla banca centrale è costituito dalla stabilità del valore, interno ed esterno, della moneta. Tale stabilità viene ricercata attraverso la manovra, in completa autonomia, della dimensione e della composizione del bilancio della banca centrale stessa.

Il perseguimento di obiettivi macroeconomici deve raccordarsi alla politica economica del governo. In generale, nelle società democratiche, i parlamenti nazionali stabiliscono tali obiettivi e demandano ai governi sia la loro precisa definizione, sia le politiche attraverso cui perseguirli. In campo monetario gli strumenti con cui raggiungere gli obiettivi dovrebbero essere, e in generale sono, affidati alla discrezionalità delle banche centrali.

Le banche centrali cooperano con i governi nella definizione quantitativa degli stessi obiettivi.

* * *

L'accesso dell'esecutivo alla banca centrale per finanziare la spesa pubblica può determinare l'insorgere di un conflitto istituzionale.

E' inopportuno che il governo interferisca nel processo di creazione monetaria. Ciò non significa

che la banca centrale non debba cooperare con il governo nel collocamento e nella gestione del debito pubblico. Al contrario, è questo un compito tradizionale e fondamentale delle banche centrali (14).

Disavanzo di bilancio e debito pubblico stanno a significare, almeno in prima approssimazione, che il legislatore ha scelto di non coprire una parte della spesa pubblica attraverso la tassazione. Questo può essere fatto per scopi di redistribuzione del reddito, per fini strutturali e allocativi, o anche semplicemente per ragioni congiunturali. La volontà del parlamento, almeno nel breve termine, è un "dato" per tutte le istituzioni pubbliche.

Tutto quanto detto deve conciliarsi con il perseguimento da parte della banca centrale dell'obiettivo di stabilità del valore della moneta.

L'esame delle operazioni delle banche centrali dei principali paesi industriali mostra che tutte le banche hanno rapporti speciali con il Tesoro per il collocamento e l'amministrazione del debito pubblico (15). Motivazioni storiche e funzionali assegnano questo ruolo alle banche centrali. Una parte importante del controllo monetario viene infatti effettuata per il tramite di acquisti e di vendite di titoli pubblici e attraverso il finanziamento del Tesoro; un'elevata componente dell'attivo delle banche centrali è rappresentata da obbligazioni del settore pubblico. Inoltre, in un sistema in cui la moneta ha carattere fiduciario, la credibilità della moneta della banca centrale si fonda, in misura sostanziale, sull'autorità dello Stato.

E' difficile pensare che possa esistere, almeno nel lungo periodo, una moneta correttamente amministrata in uno Stato nel quale l'attività fiscale venga svolta in modo improprio; ciò a meno che la circolazione monetaria non sia ancorata, ad esempio, all'oro o alle attività sull'estero.

In un regime fiscale, nel quale disavanzo e debito pubblico siano, per ipotesi, fuori controllo, non sostenibili nel tempo sotto il profilo della stabilità economica, si può configurare un sistema monetario esclusivamente basato, in via diretta o indiretta, sui crediti al settore privato dell'economia. Ma l'equilibrio di un sistema siffatto sarebbe illusorio, o, al massimo, temporaneo. Da ultimo, la crisi dello Stato implicherebbe

inevitabilmente la crisi del settore privato dell'economia.

* * *

Si discute se alla banca centrale, e più in generale alla politica monetaria, possa essere demandato l'ottenimento di ben precisi obiettivi quantitativi, per qualche variabile macroeconomica che si ritiene sia alla sua portata: in particolare, la stabilità assoluta dei prezzi. Una politica monetaria rigorosa è certamente requisito necessario per la stabilità dei prezzi; tuttavia, la conoscenza che abbiamo del funzionamento del sistema economico ci suggerisce che un obiettivo definito in termini quantitativi precisi può non essere alla portata della banca centrale.

In un sistema economico aperto ai rapporti con l'estero, le banche centrali hanno una notevole capacità di influire sul valore esterno della moneta: nel breve termine, attraverso gli interventi sul mercato dei cambi, nel più lungo periodo controllando l'espansione del credito e della moneta. Il valore esterno della moneta è a sua volta una componente importante del suo potere di acquisto all'interno e, alla lunga, ne è l'immagine.

Tuttavia, nei moderni sistemi economici, il livello dei prezzi è fortemente influenzato anche da altre variabili, prima di tutto dalla politica fiscale e dal costo del lavoro. Il perseguimento della stabilità monetaria affidato esclusivamente alla banca centrale può risultare estremamente oneroso in termini di altri obiettivi macroeconomici.

La politica monetaria, ivi inclusa quella del cambio, deve dare il contributo essenziale alla stabilità dei prezzi. Altre politiche, in primo luogo quella fiscale e quella dei redditi, devono contribuire al perseguimento dello stesso fine.

7. La situazione istituzionale della banca centrale

Ci si può chiedere se vi sia spazio per la definizione, all'interno dell'organizzazione dello Stato, di un potere di regolazione monetaria (16), accanto ai poteri tradizionali di ogni comunità organizzata in Stato: il legislativo, l'esecutivo e il giudiziario.

Il problema non era sorto finché il valore della moneta era ritenuto legato, attraverso un rapporto fissato per legge, a quello di qualche bene reale, in particolare all'oro.

Nel corso degli ultimi sessant'anni (ma la consapevolezza nella teoria e nella pratica è diventata piena soltanto nel corso degli ultimi dieci o venti anni), il valore della moneta si è fondato soprattutto sulla buona conduzione della politica monetaria.

Il problema della funzione istituzionale del potere di regolazione monetaria è difficilmente risolvibile sulla sola base dell'analisi economica. La soluzione richiede il concorso delle teorie, sociali e giuridiche, delle organizzazioni politiche.

L'esistenza dei trattati internazionali, che conferiscono alcuni poteri monetari a organizzazioni internazionali o sovranazionali, è la conseguenza, sul piano istituzionale, del fatto che il controllo monetario a livello della singola economia è divenuto più arduo; ma ciò non costituisce di per sé una risposta alla questione se possa o debba esistere un potere monetario separato dagli altri.

Si possono tuttavia individuare alcune linee di fondo o, almeno, alcuni requisiti minimi per una corretta soluzione del problema.

La banca centrale deve potere, in completa autonomia, attivare i propri strumenti d'intervento. Ma come i tre poteri non possono funzionare se non in armonia, sia pure dialettica, così è difficile immaginare un processo di creazione-controllo monetario che avvenga sistematicamente in conflitto con uno o più di essi.

Non sarebbe credibile un sistema monetario completamente separato dall'andamento del debito pubblico e dall'*auctoritas* che ha il potere di tassazione. Le forme e la misura dell'implicazione delle banche centrali costituiscono materia di particolare delicatezza. Rimanendo su un piano teorico e da meglio verificare analiticamente, si potrebbe pensare al sorgere, nel caso di una espansione non controllata del debito pubblico, di una sorta di moneta parallela, a fianco di quella costituita da una moneta correttamente amministrata e al conseguente operare della legge di Gresham.

Deve esistere una relazione funzionale, eventualmente rafforzata da provvedimenti aventi forza di legge, tra la moneta ufficiale e quella prodotta dal sistema bancario.

Al fine di svolgere correttamente le sue funzioni l'autorità incaricata della politica monetaria - oltre a un completo controllo di tutte le componenti del passivo e dell'attivo del proprio bilancio - deve avere un potere di controllo sul comportamento degli altri operatori che possono creare moneta, in primo luogo del sistema bancario.

In tale visione l'istituto di emissione diviene la banca centrale del sistema.

8. L'apertura internazionale

Passando dalla dimensione nazionale a quella internazionale del problema va richiamata la rapidità con cui le attività bancarie e finanziarie si sono sviluppate al di fuori dei singoli stati. Alla base di questo sviluppo sta l'espansione sostenuta del commercio internazionale di beni e di servizi. Inoltre, molte restrizioni a tali transazioni, e ai movimenti di capitali, sono state rimosse nel corso dell'ultimo decennio; dopo lo scetticismo degli anni '70, si torna a dare valore alla stabilità dei tassi di cambio; i costi di calcolo e di comunicazione si sono notevolmente ridotti.

Le implicazioni della forte espansione delle transazioni finanziarie a livello internazionale - in termini di crescita economica, di occupazione e di stabilità delle economie - non sono del tutto chiare. In ogni caso, dato il "carattere fiduciario" delle monete, questa evoluzione pone nuovi, formidabili, problemi per la regolazione della congiuntura e per la stabilità economica e finanziaria internazionale.

Sui mercati internazionali si è sviluppata un'attività bancaria priva di riferimenti a una riserva di valore avente contenuto reale e senza un prestatore di ultima istanza. Tende così a emergere un sistema monetario internazionale sottratto a qualsivoglia limite quantitativo. Crisi di vario genere hanno finora frenato l'espansione del sistema, ma con notevoli costi.

Le banche centrali, tra non poche difficoltà, si sono mosse negli ultimi tempi soprattutto nella duplice

direzione di rafforzare, attraverso la cooperazione internazionale, la vigilanza e la supervisione sulle banche, e di stabilire accordi in materia di tassi di cambio.

9. Conclusioni

Le banche centrali si sono evolute, sino ad assumere le funzioni e i ruoli attuali, attraverso la tormentata storia monetaria e politica del XX secolo. Durante la grande crisi economica e finanziaria degli anni '30, la stretta connessione fra la stabilità finanziaria e l'attività economica è apparsa in tutta la sua drammaticità. Problemi analoghi si sono presentati, in misura meno acuta, anche in anni successivi.

I problemi furono affrontati inizialmente attraverso la chiusura reciproca dei vari sistemi economici; quindi, all'interno dei sistemi, per mezzo di adeguate normative bancarie e di un più attivo ruolo delle banche centrali; infine, dopo la seconda guerra mondiale, mediante un nuovo ordine monetario internazionale.

Lo sviluppo di un'attività bancaria internazionale, talora senza alcuna restrizione, e la più recente apertura dei sistemi finanziari nazionali, in un contesto di monete puramente fiduciarie, stanno ponendo nuovi problemi per le banche centrali e per le autorità monetarie nazionali.

Le banche centrali svolgono una funzione di fondamentale importanza nel garantire il valore delle monete e nell'assicurare la stabilità dei sistemi bancari e finanziari. Sul piano dei rapporti internazionali dispongono di strumenti che consentono di realizzare una certa stabilità dei tassi di cambio, ma può sfuggire loro il controllo del potere d'acquisto in termini di beni.

L'assegnazione alle banche centrali del compito di assicurare il valore della moneta riposa su una delega, implicita o esplicita, da parte dell'autorità politica costituzionalmente organizzata. In un regime di moneta fiduciaria, un corretto svolgimento della funzione fiscale e una finanza pubblica sana sono condizioni necessarie per salvaguardare il valore della moneta.

La capacità della banca centrale di raggiungere gli scopi ad essa affidati dipende in misura cruciale dalla possibilità di controllare tutte le poste attive e passive del proprio bilancio. L'efficacia delle azioni della banca centrale deriva dal fatto di essere parte del sistema finanziario; tuttavia è essenziale una legislazione bancaria che permetta di controllare i diversi aspetti dell'operatività del sistema bancario e di quello finanziario.

Lo stato giuridico delle banche centrali, con particolare riferimento alla loro funzione e ai loro poteri, non è sempre chiaramente definito negli ordinamenti costituzionali di molti paesi.

Una banca centrale deve rispondere della sua azione e della sua politica; se debba rispondere solo all'opinione pubblica, ovvero al parlamento, o al governo, è un problema costituzionale da risolvere sulla base di analisi politiche, sociali e giuridiche.

L'analisi economica può fornire soltanto indicazioni e requisiti minimi da osservare per il corretto ed efficace svolgimento dei compiti assegnati alle banche centrali nelle moderne economie industriali.

(1) Cfr.: M. Friedman e A. Jacobson Schwartz, *A Monetary History of the United States 1867-1960*, National Bureau of Economic Research, Princeton, Princeton University Press, 1963.

(2) Oltre alla letteratura citata in seguito, si veda in particolare, F. Modigliani, *Liquidity Preference and the Theory of Interest and Money*, "Econometrica", 1944; e dello stesso Autore, *The Monetary Mechanism and its Interaction with Real Phenomena*, "The Review of Economics and Statistics", 1963. Con riferimento alla situazione italiana si vedano in particolare gli studi relativi al modello econometrico della Banca d'Italia.

(3) Cfr.: D. Patinkin, *Money, Interest, and Prices. An Integration of Monetary and Value Theory*, Evanston (Ill.), Row, Peterson and Co., 1956.

(4) Cfr.: M. Crawford, *La Moneta in Grecia e a Roma*, Bari, Laterza, 1982, p. 33; A. Forzani, *La Moneta nella Storia*, vol. I, *Dalle origini alla riforma di Caracalla (214 d.C.)*, Bari, Cacucci, 1989; P. Spufford, *Money and its Use in Medieval Europe*, Cambridge, Cambridge University Press, 1988.

(5) Cfr.: V.C. Smith, *The Rationale of Central Banking*, London, P.S. King & Son Ltd., 1936.

(6) Cfr.: R.G. Hawtrey, *The Art of Central Banking*, London, Longmans, Green, 1932.

(7) Cfr.: R.H. Timberlake, Jr., *The Origins of Central Banking in the United States*, Cambridge (Mass.), Harvard University Press, 1978.

(8) Cfr.: G. Di Nardi, *Le banche di emissione in Italia nel sec. XIX*, Torino, UTET, 1953. R. De Mattia (a cura di), *I bilanci degli istituti di emissione italiani 1845-1936*, altre serie storiche di interesse monetario e fonti, vol. I, 2 tomi, Roma, Banca d'Italia, 1967; *Storia del capitale della Banca d'Italia e degli istituti predecessori* (con appendici), vol. II, 2 tomi, Roma, Banca d'Italia, 1978; *Storia delle operazioni degli istituti di*

emissione italiani dal 1845 al 1936 attraverso i dati dei loro bilanci, vol. III, 3 tomi, Banca d'Italia, Roma, 1990 (in corso di pubblicazione).

(9) Cfr.: K. Wicksell, *Lectures on Political Economy*, London, 1935, I edizione svedese 1906; J.M. Keynes, *A Tract on Monetary Reform*, London, Macmillan, 1923.

(10) Cfr.: M. Friedman e A. Jacobson Schwartz, *A Monetary History of the United States 1867-1960*, op. cit.; R.G. Hawtrey, *The Art of Central Banking*, op. cit.

(11) Cfr.: J.M. Keynes, *A Treatise on Money*, London, Macmillan, 1930, vol. I, *The Pure Theory of Money*, book I, *The Nature of Money*, ch. I, p. 9.

(12) Cfr.: H.C. Simons, *A Positive Program for Laissez Faire; Some Proposals for a Liberal Economic Policy*, Chicago, University of

Chicago Press, 1934; A.G. Hart, *The 'Chicago Plan' of Banking Reform*, "Review of Economic Studies", 1935.

(13) Vi sono, nei dati utilizzati, problemi di duplicazione che gonfiano l'entità del fenomeno. Tuttavia rimane valido l'andamento di fondo dei dati stessi.

(14) Cfr.: J. Tobin, *Essays in Economics: Macroeconomics*, Amsterdam, North-Holland, 1971, p. 378; M. Friedman, *A Program for Monetary Stability*, 1960.

(15) Cfr.: Banca d'Italia, *Note di raffronto dei bilanci di alcune Banche Centrali europee e del Sistema della Riserva Federale degli Stati Uniti*, Roma, 1988.

(16) Cfr.: M. Friedman, *An Independent Central Bank*, in: *In Search of a Monetary Constitution*, Leland B. Yeager (ed.), Cambridge (Mass.), Harvard University Press, 1962.

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 — Tassi di cambio effettivi reali intra-CEE
 - » a12 — Esposizione verso l'estero del sistema creditizio italiano

Congiuntura italiana

- Tav. a13 — Conto economico delle risorse e degli impieghi
- » a14 — Produzione industriale e indicatori d'opinioni ISCO
 - » a15 — Forze di lavoro, occupazione e disoccupazione
 - » a16 — Prezzi dei grossisti e al consumo
 - » a17 — Bilancia dei pagamenti valutaria ed economica
 - » 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 (*consistenze*)
 - » a22 bis Base monetaria (*variazioni*)
 - » a23 — Operazioni in titoli di Stato di BI-UIC
 - » a24 — Acquisti pronti contro termine di titoli da parte della Banca d'Italia
 - » a25 — Finanziamento delle sottoscrizioni alle aste dei BOT da parte della Banca d'Italia
 - » a26 — Vendite pronti contro termine di titoli da parte della Banca d'Italia
 - » a27 — Aste dei Buoni ordinari del Tesoro
 - » a28 — Tassi d'interesse
 - » a29 — Principali voci di situazione delle aziende di credito
 - » a30 — Principali voci di situazione degli istituti di credito speciale
 - » a31 — Impieghi per branche di attività economica
 - » a32 — Fondi comuni mobiliari di diritto italiano
 - » a33 — Emissioni nette di valori mobiliari
 - » a34 — Condizioni di emissione di CCT, BTP e CTE
 - » a35 — CCT, CTE, CTS, CTR, BTP e Fondi comuni
 - » a36 — Attività liquide del settore non statale
 - » a37 — Attività finanziarie del settore non statale e loro contropartite
 - » a38 — Credito totale interno

AVVERTENZE

Le elaborazioni, salvo diversa indicazione, sono eseguite dalla Banca d'Italia.

Segni convenzionali:

- quando il fenomeno non esiste; oppure esiste e viene rilevato ma i casi non si sono verificati;
- quando il fenomeno esiste ma i dati non si conoscono;
- .. quando i dati non raggiungono la cifra significativa dell'ordine minimo considerato.

I dati riportati fra parentesi sono provvisori, quelli fra parentesi in corsivo sono stimati.

Prodotto lordo, prezzi impliciti e bilance correnti

PERIODO	Stati Uniti	Giappone	Germania	Francia	Regno Unito	Italia	Canada
Prodotto lordo reale (variazioni percentuali sul periodo precedente; dati destagionalizzati)							
1985	3,4	4,9	1,9	1,9	3,7	2,6	4,8
1986	2,7	2,5	2,3	2,5	4,0	2,5	3,3
1987	3,4	4,6	1,6	2,2	4,7	3,0	4,0
1988	4,5	5,8	3,7	3,8	4,3	4,2	4,4
1989	2,5	4,9	3,9	3,6	2,2	3,2	3,0
1990	0,9	....	(4,6)	....	....	....	....
1989 -III trim	0,4	2,9	-0,4	0,6	0,5	0,7	0,8
IV "	0,1	0,8	1,0	0,7	0,4	0,7	0,6
1990 -I trim	0,4	2,7	3,6	0,6	0,6	0,8	0,5
II "	0,1	0,9	-0,9	0,2	1,0	-0,4	-0,4
III "	0,4	1,0	1,7	1,1	-1,3	0,7	-0,3
IV "	-0,5	....	(0,5)	....	....	....	....
Deflatore del prodotto lordo (variazioni percentuali sul periodo precedente; dati destagionalizzati)							
1985	3,0	1,4	2,2	5,7	5,8	8,9	2,6
1986	2,6	1,9	3,0	5,2	3,5	7,7	2,4
1987	3,1	-0,3	2,0	2,7	5,0	5,9	4,8
1988	3,3	0,5	1,6	3,1	6,7	6,2	4,8
1989	4,1	1,5	2,6	3,3	6,9	6,3	4,9
1990	4,1	....	....	....	....	....	....
1989 -III trim	0,8	-0,2	0,6	0,7	0,2	1,0	0,8
IV "	0,9	0,9	0,6	1,7	2,0	2,3	0,7
1990 -I trim	1,2	-0,4	0,8	0,1	1,8	1,8	0,7
II "	1,2	0,9	1,3	1,3	0,7	1,9	0,8
III "	0,9	..	1,1	0,2	1,9	0,7	0,7
IV "	0,7	....	....	....	....	....	....
Saldo delle partite correnti (miliardi di dollari; dati destagionalizzati)							
1985	-122,3	49,1	17,1	-0,2	3,7	-3,7	-1,5
1986	-145,4	85,5	40,3	2,4	-0,1	2,7	-7,3
1987	-162,3	86,8	45,5	-4,5	-7,3	-1,5	-6,9
1988	-128,9	78,8	50,2	-3,4	-27,3	-5,9	-8,3
1989	-110,0	57,6	55,6	-3,9	-32,2	-10,5	-14,1
1990 .....	....	35,8	(46,2)	....	-28,3	....	....
1989 -III trim	-27,6	14,2	14,0	-1,2	-9,9	-2,6	-3,5
IV "	-26,7	9,2	11,2	-2,9	-6,1	-2,1	-4,0
1990 -I trim	-21,7	14,4	16,0	0,3	-7,7	-3,8	-4,4
II "	-22,5	7,9	11,3	-2,0	-8,3	-4,3	-3,6
III "	-25,6	7,0	12,1	-3,2	-6,7	-1,6	-3,0
IV " .....	....	6,4	(6,9)	....	-5,7	....	....

Produzione industriale*(variazioni percentuali sul periodo precedente; dati destagionalizzati)*

PERIODO	Stati Uniti	Giappone	Germania	Francia	Regno Unito	Italia	Canada
1985	1,7	3,7	5,0	0,7	5,3	1,2	5,6
1986	1,0	-0,2	1,8	1,1	2,3	3,6	-0,8
1987	4,9	3,4	0,3	1,9	3,3	3,9	4,5
1988	5,4	9,3	3,6	4,1	3,7	6,0	5,0
1989	2,6	6,0	4,8	3,6	0,4	3,1	0,1
1990	(0,9)	(4,7)	5,4	....	....	....	....
1988 -IV trim	0,7	1,8	1,0	..	-0,2	1,3	-0,4
1989 -I trim	0,7	2,7	0,9	0,6	-0,2	-0,1	0,2
II "	0,7	0,6	0,9	2,1	-0,5	0,6	0,6
III "	-0,3	0,2	2,2	0,2	1,0	1,3	-0,5
IV "	0,1	0,7	0,6	-0,2	-0,2	1,5	-0,8
1990 -I trim	0,2	0,8	1,3	-0,5	-0,1	-1,5	-1,8
II "	1,0	2,1	0,3	1,6	1,8	0,1	0,2
III "	0,9	2,6	3,5	1,4	-3,0	..	-0,4
IV "	(-2,1)	(0,9)	0,8	....	....	....	....
1989 -Dic.	0,4	0,2	1,1	-1,0	0,5	0,5	0,4
1990 -Gen.	-1,0	0,0	0,4	0,7	-0,5	-4,3	-2,3
Feb.	0,9	0,1	-0,5	-1,3	-0,5	3,3	0,1
Mar.	0,4	1,5	1,3	0,8	1,6	0,6	0,3
Apr.	-0,1	-0,7	-2,3	1,7	0,9	-1,2	-0,5
Mag.	0,5	2,6	2,9	-0,4	-1,2	0,2	0,6
Giu.	0,6	0,1	0,3	0,2	2,3	-0,7	0,1
Lug.	0,3	1,8	1,4	1,8	-3,5	-0,5	0,5
Ago.	0,0	0,4	1,1	0,0	-0,6	1,4	-0,9
Set.	0,2	-1,1	0,7	-1,1	-0,4	-0,3	-1,6
Ott.	-0,9	2,4	-0,2	-1,0	-0,1	-2,1	(0,2)
Nov.	(-1,8)	(-1,0)	-0,4	(-1,9)	(-1,3)	-0,9	....
Dic.	(-0,6)	(-0,5)	1,5	....	....	....	....

Prezzi al consumo*(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)*

PERIODO	Stati Uniti	Giappone	Germania	Francia	Regno Unito	Italia	Canada
1985	3,5	2,0	2,2	5,8	6,0	9,2	3,9
1986	1,9	0,4	-0,1	2,6	3,4	5,9	4,2
1987	3,7	-0,2	0,2	3,3	4,1	4,7	4,4
1988	4,1	0,5	1,3	2,7	4,9	5,0	4,0
1989	4,8	2,2	2,8	3,5	7,8	6,3	5,0
1990	5,4	3,1	2,7	3,4	9,5	....	4,8
1988 - IV trim	4,3	1,0	1,7	3,0	6,5	5,1	4,0
1989 - I trim	4,8	0,9	2,4	3,4	7,7	5,9	4,5
II "	5,2	2,8	2,9	3,6	8,2	6,5	4,9
III "	4,6	2,7	2,8	3,4	7,7	6,4	5,4
IV "	4,6	2,6	3,0	3,6	7,6	6,3	5,2
1990 - I trim	5,2	3,5	2,7	3,4	7,8	6,5	5,4
II "	4,6	2,5	2,3	3,1	9,6	6,1	4,6
III "	5,6	2,7	2,7	3,4	10,4	6,5	4,2
IV "	6,2	3,8	3,0	3,7	10,0	....	4,9
1990 - Gen.	5,2	3,2	2,7	3,4	7,7	6,6	5,5
Feb.	5,3	3,8	2,7	3,3	7,5	6,5	5,5
Mar.	5,2	3,7	2,7	3,4	8,1	6,3	5,3
Apr.	4,7	2,6	2,3	3,1	9,4	6,2	5,0
Mag.	4,3	2,6	2,3	3,0	9,7	6,0	4,4
Giu.	4,7	2,1	2,3	3,0	9,8	6,1	4,3
Lug.	4,8	2,2	2,4	3,0	9,7	6,2	4,1
Ago.	5,6	2,9	2,8	3,5	10,6	6,7	4,2
Set.	6,2	3,0	3,0	3,8	10,9	6,7	4,2
Ott.	6,3	3,5	3,3	4,0	10,9	6,8	4,7
Nov.	6,3	4,2	3,0	3,6	9,7	6,8	5,0
Dic.	6,1	3,8	2,8	3,4	9,3	....	5,0
1991 - Gen. ....	....	....	(2,9)	....	(9,0)	....	....

Prezzi all'ingrosso
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

PERIODO	Stati Uniti	Giappone	Germania	Francia	Regno Unito	Italia	Canada
1985	-0,5	-1,1	0,5	4,4	5,5	7,7	2,8
1986	-2,9	-9,1	-7,4	-2,8	4,3	0,2	0,9
1987	2,6	-3,8	-3,8	0,6	3,9	3,0	2,8
1988	4,0	-1,0	1,1	5,2	4,5	3,6	4,3
1989	5,0	2,6	5,1	5,4	5,1	5,9	2,0
1990	(3,8)	(2,0)	(0,5)	....	(5,9)	....	....
1988 - IV trim	4,2	-1,4	2,7	7,2	4,9	4,3	3,8
1989 - I trim	5,9	0,2	5,4	8,7	5,2	5,9	3,7
II "	5,9	3,2	6,1	7,8	5,0	6,3	2,8
III "	4,1	3,1	5,0	4,5	5,1	5,5	1,3
IV "	4,0	3,7	4,0	0,9	5,2	5,8	0,1
1990 - I trim	3,2	3,7	0,8	-1,7	5,4	4,9	-0,4
II "	1,3	1,8	-0,3	-2,3	6,3	3,7	-0,4
III "	3,5	0,9	0,6	-1,4	6,0	4,0	0,5
IV "	(7,2)	(1,8)	(0,8)	....	(5,8)	....	....
1989 - Dic.	3,6	3,9	3,3	....	5,3	5,7	-0,1
1990 - Gen.	4,0	3,7	1,4	....	5,2	5,3	0,1
Feb.	3,3	3,5	0,5	....	5,3	4,9	-0,5
Mar.	2,4	3,9	0,5	....	5,6	4,4	-0,6
Apr.	1,6	2,7	-0,2	....	6,2	4,0	-0,2
Mag.	1,3	1,7	-0,2	....	6,3	3,6	-0,5
Giu.	1,2	0,9	-0,4	....	6,3	3,4	-0,5
Lug.	1,3	0,8	0,1	....	6,0	3,4	-0,3
Ago.	4,0	1,1	1,3	....	6,0	4,2	0,7
Set.	5,2	0,9	0,5	....	5,9	4,4	1,2
Ott.	7,0	1,5	1,3	....	5,8	4,2	....
Nov.	(7,7)	(1,9)	(0,9)	....	(5,8)	4,1	....
Dic.	(6,8)	(2,1)	(0,4)	....	(5,7)	....	....

Tassi di interesse sui mercati monetari*(valori percentuali)*

PERIODO	Stati Uniti	Giappone	Germania	Francia	Regno Unito	Italia	Canada
Tassi ufficiali di riferimento <i>(dati di fine periodo)</i>							
1986	5,50	3,00	3,50	7,25	11,00	12,00	8,49
1987	6,00	2,50	2,50	7,75	8,50	12,00	8,66
1988	6,50	2,50	3,50	7,75	13,00	12,50	11,17
1989	7,00	4,25	6,00	10,00	15,00	13,50	12,47
1990 - Gen.	7,00	4,25	6,00	10,00	15,00	13,50	12,29
Feb.	7,00	4,25	6,00	10,00	15,00	13,50	13,25
Mar.	7,00	5,25	6,00	10,00	15,00	13,50	13,38
Apr.	7,00	5,25	6,00	9,50	15,00	13,50	13,77
Mag.	7,00	5,25	6,00	9,50	15,00	12,50	14,05
Giu.	7,00	5,25	6,00	9,50	15,00	12,50	13,90
Lug.	7,00	5,25	6,00	9,50	15,00	12,50	13,59
Ago.	7,00	6,00	6,00	9,50	15,00	12,50	13,01
Set.	7,00	6,00	6,00	9,50	15,00	12,50	12,61
Ott.	7,00	6,00	6,00	9,50	14,00	12,50	12,66
Nov.	7,00	6,00	6,00	9,25	14,00	12,50	12,25
Dic.	6,50	6,00	6,00	9,25	14,00	12,50	11,78
1991 - Gen.	6,50	6,00	6,00	9,25	14,00	12,50	10,88
Tassi di mercato monetario <i>(dati medi nel periodo)</i>							
1987	5,78	3,86	3,99	8,27	9,72	10,74	8,41
1988	6,67	4,05	4,28	7,94	10,34	11,06	10,94
1989	8,11	5,33	7,07	9,40	13,89	12,55	12,22
1990	7,49	7,59	8,43	10,32	14,77	12,33	11,47
1990 - Gen.	7,64	6,79	8,25	11,33	15,16	12,99	12,34
Feb.	7,74	7,00	8,26	11,05	15,11	12,63	13,16
Mar.	7,90	7,38	8,43	10,67	15,29	13,02	13,26
Apr.	7,77	7,29	8,22	10,02	15,22	13,00	13,55
Mag.	7,74	7,28	8,29	9,81	15,15	11,91	13,67
Giu.	7,73	7,30	8,27	10,07	14,97	11,28	13,58
Lug.	7,62	7,53	8,20	10,05	14,95	11,58	13,23
Ago.	7,45	7,87	8,40	10,19	14,98	12,08	12,67
Set.	7,36	8,27	8,41	10,35	14,92	11,98	12,40
Ott.	7,17	8,01	8,54	10,04	14,03	11,80	12,36
Nov.	7,06	8,17	8,81	10,00	13,64	12,26	12,01
Dic.	6,74	8,14	9,11	10,27	13,81	13,47	11,47
1991 - Gen.	6,22	8,04	9,27	10,28	13,96	13,17	10,48

Tassi di interesse e corsi azionari sui mercati finanziari

(dati medi nel periodo)

PERIODO	Stati Uniti	Giappone	Germania	Francia	Regno Unito	Italia	Canada
Tassi delle obbligazioni							
1987	8,38	4,21	5,84	9,43	9,48	10,73	10,34
1988	8,84	4,27	6,11	9,06	9,36	11,34	10,36
1989	8,50	5,05	7,03	8,79	9,58	13,01	9,69
1990	8,55	7,36	8,85	(9,94)	(11,10)	13,54	10,51
1990 - Gen.	8,21	6,64	7,90	9,52	10,28	13,92	10,04
Feb.	8,47	6,92	8,70	9,95	10,72	14,06	10,64
Mar.	8,59	7,36	8,90	9,97	11,46	14,08	10,91
Apr.	8,79	7,24	8,90	9,65	11,77	13,86	11,54
Mag.	8,76	6,70	8,90	9,62	11,49	13,62	10,86
Giu.	8,48	7,06	9,00	9,76	11,01	12,96	10,72
Lug.	8,47	7,48	8,70	9,61	11,03	12,91	10,77
Ago.	8,75	8,19	9,00	10,17	11,41	13,47	10,83
Set.	8,89	8,62	9,10	10,52	11,32	13,28	11,54
Ott.	8,72	7,68	9,10	10,39	11,12	13,27	11,15
Nov.	8,39	7,40	9,00	10,24	11,05	13,40	10,70
Dic.	8,08	7,06	9,00	(9,92)	(10,51)	13,69	10,51
1991 - Gen.	8,09	6,83	9,07	(9,72)	(10,23)	13,80	10,22
Indici azionari (1975=100)							
1987	336,45	627,72	267,83	543,92	766,90	1.005,17	356,77
1988	311,92	683,75	220,77	461,42	699,55	810,37	330,28
1989	379,06	824,26	283,80	668,05	834,11	1.001,84	380,15
1990	392,88	700,66	337,38	675,47	820,88	1.008,71	342,11
1990 - Gen.	399,11	885,22	350,28	731,45	889,87	1.081,28	370,44
Feb.	387,99	860,02	358,86	694,60	861,36	1.040,91	368,67
Mar.	397,84	770,51	366,91	704,06	838,87	1.044,16	363,95
Apr.	397,06	694,16	370,06	744,26	817,27	1.081,33	334,09
Mag.	411,24	759,33	363,33	759,29	828,52	1.119,12	358,20
Giu.	423,14	763,57	361,85	744,42	879,52	1.172,14	354,39
Lug.	422,72	750,74	377,83	730,40	873,01	1.143,11	356,11
Ago.	388,34	660,69	333,90	643,94	807,76	992,40	334,63
Set.	370,33	582,45	297,90	594,84	757,75	916,35	315,94
Ott.	360,60	564,03	288,33	586,91	758,32	879,34	308,13
Nov.	370,19	557,15	286,21	582,17	756,50	811,66	315,10
Dic.	385,99	560,05	293,13	589,35	781,77	822,67	325,68
1991 - Gen.	382,16	546,51	273,45	559,58	759,36	779,84	....

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						Eurotassi a 12 mesi				
1987	7,07	4,15	3,92	9,64	10,79	7,49	4,20	4,13	9,74	11,03
1988	7,85	4,40	4,18	10,25	10,80	8,28	4,49	4,48	10,55	11,18
1989	9,15	5,33	6,97	13,83	12,01	9,17	5,41	7,16	13,54	12,22
1990	8,16	7,63	8,39	14,70	11,63	8,32	7,77	8,88	14,40	12,07
1990 - Gen.	8,22	6,92	8,25	15,09	12,55	8,33	7,06	8,55	14,88	12,73
Feb.	8,24	7,10	8,36	15,04	12,80	8,53	7,31	8,94	15,06	13,02
Mar.	8,37	7,45	8,24	15,21	12,42	8,79	7,72	9,07	15,54	13,00
Apr.	8,45	7,31	8,14	15,14	11,79	8,91	7,60	8,85	15,59	12,59
Mag.	8,36	7,24	8,12	15,08	11,61	8,80	7,38	8,80	15,27	12,04
Giu.	8,22	7,29	8,10	14,92	11,09	8,45	7,34	8,72	14,73	11,53
Lug.	8,10	7,57	8,15	14,86	11,04	8,23	7,67	8,62	14,49	11,43
Ago.	7,99	7,89	8,35	14,88	11,28	8,11	8,10	8,83	14,51	11,81
Set.	8,07	8,28	8,36	14,86	10,38	8,18	8,62	8,90	14,37	11,57
Ott.	8,03	8,16	8,46	13,94	10,65	8,06	8,36	8,87	13,25	11,49
Nov.	8,04	8,24	8,83	13,58	11,54	7,91	8,28	9,08	12,57	11,60
Dic.	7,80	8,11	9,29	13,75	12,35	7,57	7,83	9,36	12,53	12,08
1991 - Gen.	7,23	8,04	9,23	13,88	12,13	7,30	7,52	9,46	12,89	12,21
Premio (-) / Sconto (+) del dollaro statunitense a 3 mesi						Premio (-) / Sconto (+) del dollaro statunitense a 12 mesi				
1987		2,92	3,15	-2,57	-3,72		3,29	3,36	-2,25	-3,54
1988		3,46	3,67	-2,39	-2,94		3,78	3,79	-2,27	-2,91
1989		3,83	2,18	-4,68	-2,86		3,76	2,02	-4,37	-3,05
1990		0,53	-0,23	-6,54	-3,47		0,55	-0,56	-6,08	-3,75
1990 - Gen.		1,30	-0,03	-6,87	-4,33		1,27	-0,22	-6,55	-4,40
Feb.		1,14	-0,12	-6,80	-4,56		1,22	-0,41	-6,53	-4,49
Mar.		0,92	0,13	-6,84	-4,05		1,07	-0,28	-6,75	-4,21
Apr.		1,14	0,31	-6,69	-3,34		1,31	0,06	-6,68	-3,68
Mag.		1,12	0,24	-6,72	-3,25		1,42	0,00	-6,47	-3,24
Giu.		0,93	0,12	-6,70	-2,87		1,11	-0,27	-6,28	-3,08
Lug.		0,53	-0,05	-6,76	-2,94		0,56	-0,39	-6,26	-3,20
Ago.		0,10	-0,36	-6,89	-3,29		0,01	-0,72	-6,40	-3,70
Set.		-0,21	-0,29	-6,79	-2,31		-0,44	-0,72	-6,19	-3,39
Ott.		-0,13	-0,43	-5,91	-2,62		-0,30	-0,81	-5,19	-3,43
Nov.		-0,20	-0,79	-5,54	-3,50		-0,37	-1,17	-4,66	-3,69
Dic.		-0,31	-1,49	-5,95	-4,55		-0,26	-1,79	-4,96	-4,51
1991 - Gen.		-0,81	-2,00	-6,65	-4,90		-0,22	-2,16	-5,59	-4,91

Quotazioni delle principali valute e dell'oro
(media nel periodo)

PERIODO	Lire per una unità di valuta								Oro (dollari per oncia)
	Dollaro statuni- tense	Yen giapponese	Marco tedesco	Franco francese	Sterlina inglese	Franco svizzero	DSP	Ecu	
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	8,9828	721,65	215,74	2.123,7	870,44	1.676,9	1.495,0	484,10
1988	1.302,9	10,1594	741,17	218,51	2.315,4	889,68	1.751,0	1.537,3	410,25
1989	1.373,6	9,9659	729,71	215,07	2.248,6	838,96	1.760,6	1.509,6	401,00
1990	1.198,4	8,2983	741,60	220,09	2.133,2	864,13	1.625,9	1.524,8	385,00
1988 – IV trim	1.317,6	10,5171	742,11	217,33	2.356,0	880,47	1.770,7	1.539,2	410,25
1989 – I trim	1.357,5	10,5641	733,49	215,67	2.371,1	858,42	1.785,8	1.527,3	383,20
II "	1.410,8	10,1954	728,39	215,13	2.287,4	830,43	1.789,5	1.513,1	373,00
III "	1.386,6	9,7395	720,60	213,06	2.212,4	835,10	1.747,1	1.492,8	366,50
IV "	1.338,1	9,3487	736,72	216,49	2.120,0	831,73	1.717,7	1.505,2	401,00
1990 – I trim	1.254,9	8,4842	741,80	218,72	2.077,6	833,07	1.650,9	1.511,7	368,25
II "	1.232,3	7,9465	734,49	218,36	2.065,9	854,80	1.616,0	1.507,8	352,40
III "	1.177,4	8,1138	738,52	220,24	2.191,0	880,78	1.613,6	1.530,1	406,75
IV "	1.129,0	8,6432	751,52	223,04	2.197,3	887,95	1.618,1	1.549,3	385,00
1990 – Gen.	1.262,5	8,7021	745,95	219,14	2.084,0	831,97	1.664,6	1.515,5	415,05
Feb.	1.244,0	8,5433	741,97	218,52	2.109,2	835,83	1.650,3	1.514,6	407,85
Mar.	1.257,3	8,2125	737,48	218,48	2.042,3	831,65	1.636,6	1.505,4	368,25
Apr.	1.239,7	7,8262	734,53	218,67	2.029,2	832,82	1.613,2	1.502,4	367,75
Mag.	1.221,5	7,9596	734,77	218,22	2.052,3	861,56	1.610,3	1.506,6	363,05
Giu.	1.237,1	8,0417	734,16	218,23	2.113,4	867,61	1.626,0	1.513,8	352,40
Lug.	1.201,7	8,0625	732,65	218,40	2.170,5	862,27	1.615,1	1.517,3	372,30
Ago.	1.158,4	7,8580	737,14	219,67	2.200,8	884,70	1.595,3	1.529,1	387,75
Set.	1.171,6	8,4516	746,48	222,89	2.202,9	896,84	1.629,1	1.545,3	406,75
Ott.	1.142,2	8,8034	749,18	223,70	2.221,6	891,40	1.631,6	1.550,4	378,25
Nov.	1.116,3	8,6622	751,81	223,27	2.193,9	889,39	1.612,9	1.550,2	384,84
Dic.	1.127,0	8,4283	754,03	222,00	2.171,5	882,18	1.607,7	1.547,0	385,00
1991 – Gen.	1.135,4	8,4911	751,83	221,32	2.194,5	892,34	1.625,4	1.550,1	366,00

Tassi di cambio effettivi nominali

(indici 1980=100)

PERIODO	Stati Uniti	Canada	Giappone	Germania	Francia	Regno Unito	Italia	Svizzera
1985	133,3	94,1	120,3	103,1	78,2	86,3	73,9	112,1
1986	109,3	86,7	155,6	111,5	79,9	78,8	74,5	121,0
1987	96,9	87,8	170,1	117,8	79,6	77,5	74,0	126,6
1988	90,0	93,2	188,5	117,1	78,1	82,0	71,7	125,4
1989	93,5	98,4	179,3	116,1	77,3	79,5	72,3	118,8
1990	90,0	98,4	162,4	121,4	80,7	78,3	73,4	125,5
1988 – IV trim	89,1	94,9	193,1	116,5	77,2	82,9	71,4	123,3
1989 – I trim	90,7	96,8	190,6	115,3	76,7	83,3	71,6	120,3
II "	94,6	98,0	180,7	115,1	76,9	80,5	72,0	116,9
III "	95,1	99,1	174,8	115,4	77,2	78,8	73,0	119,2
IV "	93,6	99,8	171,2	118,6	78,5	75,6	72,8	118,8
1990 – I trim	92,8	98,0	162,0	121,3	80,1	75,7	73,3	120,6
II "	93,5	99,2	153,3	121,1	80,6	76,0	73,9	124,9
III "	89,0	99,2	160,1	121,0	80,9	80,9	73,4	128,3
IV "	84,6	96,9	174,3	122,4	81,3	80,7	72,8	128,1
1990 – Gen.	92,1	98,8	165,1	121,4	79,9	75,4	73,0	119,9
Feb.	92,3	96,6	164,1	121,2	80,0	76,9	73,3	120,9
Mar.	94,0	98,7	156,8	121,2	80,4	74,7	73,7	121,0
Apr.	94,3	100,1	150,7	121,5	81,0	74,8	74,1	122,1
Mag.	93,0	98,7	154,6	121,3	80,6	75,6	74,0	126,2
Giu.	93,2	98,9	154,6	120,4	80,2	77,5	73,6	126,5
Lug.	90,8	99,5	157,3	120,5	80,5	80,3	73,8	125,9
Ago.	88,7	99,9	156,6	121,5	80,9	81,8	73,7	129,5
Set.	87,4	98,2	166,4	121,2	81,2	80,6	72,7	129,4
Ott.	84,6	97,1	176,5	121,5	81,3	81,3	72,6	128,2
Nov.	83,9	96,5	176,1	122,4	81,5	80,8	72,9	128,5
Dic.	85,3	97,2	170,4	123,2	81,1	80,0	73,0	127,6
1991 – Gen.	85,4	97,7	170,7	122,5	80,7	80,7	72,9	128,9

Tassi di cambio effettivi reali

(indici 1980=100)

PERIODO	Stati Uniti	Canada	Giappone	Germania	Francia	Regno Unito	Italia	Svizzera
1984	126,6	106,1	96,6	91,0	89,2	89,7	99,0	100,1
1985	128,4	103,2	95,7	89,7	92,8	91,7	97,4	98,1
1986	103,3	99,2	120,9	97,5	98,2	90,1	100,9	103,7
1987	93,7	101,2	125,8	102,1	99,2	91,6	102,8	105,6
1988	88,2	108,6	134,5	100,4	98,2	98,7	100,8	104,3
1989	93,4	111,7	124,9	98,4	96,7	96,4	103,2	99,0
1988 - III trim	91,3	111,0	130,8	99,2	97,4	98,6	99,8	102,3
IV "	87,5	110,7	135,9	99,7	97,4	100,3	100,7	102,9
1989 - I trim	90,3	111,8	131,7	98,2	96,4	100,5	101,2	100,4
II "	94,8	111,2	126,0	97,6	96,1	96,8	102,0	97,6
III "	94,9	112,1	122,6	97,6	96,6	95,8	104,1	99,2
IV "	93,7	111,8	119,3	100,2	97,9	92,7	105,4	98,8
1990 - I trim	93,7	109,4	112,0	102,0	100,1	94,1	107,1	100,2
II "	93,7	111,0	106,2	101,9	101,1	96,3	108,1	103,9
III "	90,7	108,9	109,7	101,4	101,3	102,3	108,1	105,7
1989 - Nov.	94,0	111,9	119,4	99,8	97,7	92,7	105,6	98,6
Dic.	92,6	112,1	117,3	101,7	98,9	91,4	106,0	98,6
1990 - Gen.	93,3	110,2	113,8	102,1	99,6	93,3	106,3	99,3
Feb.	93,1	107,8	113,4	102,1	100,0	95,6	107,1	100,3
Mar.	94,5	110,1	108,7	101,9	100,8	93,4	107,7	101,0
Apr.	94,6	112,2	104,4	102,2	101,7	94,5	108,3	101,8
Mag.	93,3	110,4	106,9	102,1	101,1	95,9	108,2	104,9
Giu.	93,3	110,5	107,3	101,4	100,5	98,6	107,8	104,9
Lug.	91,0	110,8	109,2	101,5	100,8	102,2	108,4	104,4
Ago.	90,6	109,2	107,1	101,9	101,4	103,5	108,7	106,9
Set.	90,5	106,6	112,9	101,0	101,7	101,1	107,3	105,9
Ott.	89,3	103,4	118,7	101,0	101,7	101,5	107,3	103,5
Nov.	88,0	103,4	119,4	101,8	101,7	101,4	108,0	103,4

Tassi di cambio effettivi reali intra-CEE

(indici 1980=100)

PERIODO	Belgio	Francia	Germania	Regno unito	Paesi Bassi	Italia	Spagna
1984	94,2	95,6	99,8	101,8	101,5	106,3	100,2
1985	94,3	99,4	97,9	103,8	98,7	104,4	101,7
1986	88,8	102,4	103,8	96,6	93,8	104,8	97,4
1987	87,2	101,6	106,4	95,1	93,6	104,9	94,5
1988	85,3	100,8	105,1	103,6	91,9	103,0	97,8
1989	87,2	99,8	103,2	102,5	92,2	106,1	102,9
1988 - III trim	85,4	100,8	104,7	105,0	91,6	102,7	97,8
IV "	85,9	100,1	104,4	105,7	91,8	103,1	98,8
1989 - I trim	86,0	99,5	103,2	106,9	92,2	104,1	103,2
II "	87,0	99,6	103,1	103,8	92,8	105,4	102,3
III "	87,4	99,8	102,6	102,1	91,9	107,4	103,3
IV "	88,2	100,2	104,1	97,0	92,0	107,7	102,8
1990 - I trim	87,3	101,3	104,3	96,1	91,2	108,2	102,3
II "	87,1	101,8	103,4	97,5	89,9	108,9	104,3
III "	87,3	101,5	102,0	102,7	89,4	108,2	103,8
1989 - Nov.	88,1	100,2	103,9	97,2	91,7	108,1	103,2
Dic.	88,5	100,6	104,9	94,4	92,3	107,7	102,6
1990 - Gen.	87,2	101,0	104,7	95,7	92,1	107,6	102,2
Feb.	87,0	101,0	104,2	97,6	90,7	108,2	102,2
Mar.	87,7	101,9	104,0	95,2	90,7	108,8	102,5
Apr.	87,4	102,4	103,6	95,6	90,3	109,0	103,1
Mag.	87,0	101,8	103,6	96,9	90,0	108,9	104,7
Giu.	86,7	101,2	103,0	100,0	89,5	108,7	105,2
Lug.	86,1	101,2	102,4	103,1	88,8	108,7	105,0
Ago.	87,6	101,2	102,0	103,3	88,9	108,5	103,8
Set.	88,2	102,1	101,7	101,7	90,5	107,5	102,5
Ott.	87,2	102,1	101,9	102,2	90,9	107,4	102,4
Nov.	86,3	101,7	102,2	101,4	91,5	107,8	103,2

Esposizione verso l'estero del sistema creditizio italiano

(consistenze di fine periodo in miliardi di lire)

GRUPPI DI PAESI E PAESI	1989 II trim	1989 III trim	1989 IV trim
Paesi industriali	(164.526)	(156.048)	(171.219)
Paesi OPEC	(4.354)	(7.109)	(6.450)
Altri PVS	(11.191)	(11.021)	(9.124)
di cui: America latina	(6.810)	(6.762)	(5.275)
Africa	(1.505)	(1.492)	(1.314)
Asia	(1.910)	(1.823)	(1.763)
Medio Oriente	(966)	(944)	(772)
Paesi dell'Est europeo	(9.792)	(10.307)	(9.474)
Centri offshore	(15.808)	(15.248)	(16.370)
Organizzazioni internazionali	(1.150)	(1.263)	(1.185)
Totale	(206.821)	(200.996)	(213.822)
per memoria:			
Argentina	(1.577)	(1.530)	(1.339)
Bolivia	(3)	(5)	(6)
Brasile	(1.241)	(1.812)	(1.073)
Cile	(240)	(373)	(265)
Colombia	(191)	(236)	(203)
Costa d'Avorio	(33)	(36)	(28)
Ecuador	(143)	(488)	(172)
Filippine	(88)	(86)	(74)
Jugoslavia	(450)	(378)	(500)
Marocco	(520)	(475)	(450)
Messico	(2.726)	(1.873)	(1.832)
Nigeria	(143)	(207)	(257)
Perù	(215)	(165)	(177)
Uruguay	(44)	(168)	(50)
Venezuela	(719)	(671)	(677)
Totale	(8.333)	(8.503)	(7.103)
Bulgaria	(401)	(400)	(410)
Cecoslovacchia	(143)	(209)	(204)
Polonia	(1.512)	(1.488)	(1.383)
Repubblica democratica tedesca	(842)	(952)	(997)
Romania	(8)	(74)	(201)
Ungheria	(510)	(626)	(598)

Conto economico delle risorse e degli impieghi
(variazioni percentuali sul periodo precedente)

PERIODO	RISORSE			IMPIEGHI					
	Prodotto interno lordo	Importa- zioni	Totale	Investimenti fissi lordi			Consumi delle famiglie	Altri impieghi interni	Esporta- zioni
				Costruzioni	Macchine, attrezzatu- re e mezzi di trasporto	Totale			
Quantità a prezzi 1980									
1984	3,0	11,3	4,5	-1,0	10,9	4,5	2,1	10,2	7,3
1985	2,6	4,6	3,0	-0,5	3,4	1,4	3,1	3,4	3,9
1986	2,5	4,6	2,9	1,1	2,1	1,6	3,8	0,4	3,8
1987	3,0	10,1	4,4	-1,1	12,6	5,8	4,2	5,1	3,3
1988	4,2	6,9	4,7	1,2	11,6	6,7	4,1	4,5	4,8
1989	3,2	9,6	4,5	3,6	6,3	5,1	3,8	-0,5	10,1
1988 - III trim ..	0,8	3,7	1,4	0,6	3,0	1,9	1,3	6,6	-2,5
IV " ..	0,9	3,5	1,5	0,6	2,1	1,5	0,9	-0,9	4,8
1989 - I trim ..	0,8	2,5	1,2	1,7	2,4	2,1	1,4	1,0	-0,2
II " ..	0,8	1,2	0,9	0,6	0,8	0,7	0,3	-4,2	6,4
III " ..	0,7	0,9	0,7	0,8	-0,2	0,3	0,8	1,5	0,3
IV " ..	0,7	0,3	0,6	1,4	0,2	0,7	0,5	0,2	1,0
1990 - I trim ..	0,8	4,8	1,7	0,7	0,6	0,6	1,4	6,5	0,1
II " ..	-0,4	2,5	0,3	-0,8	1,7	0,6	0,2	-6,3	5,0
III " ..	0,7	-1,1	0,2	-0,6	0,5	..	0,5	5,0	-3,2
Prezzi Impliciti									
1984	11,4	10,8	11,3	9,7	8,9	9,1	11,8	12,4	10,7
1985	8,9	7,5	8,6	8,6	7,9	8,2	9,0	8,6	7,9
1986	7,7	-15,2	3,4	3,7	3,3	3,5	5,8	4,2	-4,7
1987	5,9	-0,5	4,5	4,6	3,2	3,5	5,0	6,5	1,9
1988	6,2	4,4	5,8	7,2	3,3	4,8	5,2	9,8	5,1
1989	6,3	7,5	6,2	6,0	5,2	5,5	6,0	8,8	6,7
1988 - III trim ..	2,0	2,0	1,8	1,3	1,6	1,4	1,3	1,0	3,4
IV " ..	1,2	0,7	1,0	1,1	2,0	1,5	1,5	-0,4	1,0
1989 - I trim ..	1,7	3,0	1,8	1,0	2,2	1,6	1,6	1,8	2,4
II " ..	1,5	3,8	1,9	1,8	0,9	1,3	1,7	4,8	1,9
III " ..	1,0	-1,7	0,5	2,2	..	1,1	1,2	-1,2	-0,7
IV " ..	2,3	0,7	2,1	1,9	-0,6	0,7	1,6	6,7	1,0
1990 - I trim ..	1,8	-0,4	1,2	4,5	1,9	3,2	1,7	-3,6	1,6
II " ..	1,9	-1,8	1,1	2,2	0,7	1,3	1,4	3,3	-0,7
III " ..	0,7	0,5	0,8	1,9	1,3	1,5	1,6	-3,9	0,6

Produzione industriale e indicatori d'opinioni ISCO

(dati destagionalizzati)

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
					Interno	Eestero	Totale		
	(indici 1985=100)				(media dei saldi mensili delle risposte all'inchiesta)				
1986	103,6	102,5	108,4	102,7	-18,8	-23,9	-18,0	11,1	4,9
1987	107,6	105,9	110,3	107,7	-8,4	-25,3	-9,1	10,8	-0,8
1988	114,1	111,6	119,6	113,6	3,3	-9,6	2,9	18,5	-7,5
1989	117,6	114,6	123,1	117,5	0,5	-5,7	2,8	22,9	-4,1
1990 .....	....	....	....	....	-9,4	-16,1	-7,4	11,7	3,7
1986 -IV trim ..	105,1	104,1	112,9	103,9	-16,7	-21,6	-15,5	11,9	2,7
1987 -I trim ..	105,3	105,0	107,6	105,2	-12,2	-25,3	-12,3	13,6	4,0
II " ..	108,4	106,4	112,1	108,7	-8,9	-27,6	-10,6	9,7	1,7
III " ..	107,7	105,4	108,4	107,7	-7,3	-26,2	-8,1	10,7	-4,3
IV " ..	109,2	106,6	113,0	109,4	-5,1	-22,1	-5,3	9,4	-4,3
1988 -I trim ..	112,7	110,8	117,0	112,6	-2,6	-16,9	-2,1	10,3	-2,7
II " ..	113,1	110,3	119,1	112,4	1,4	-10,1	1,0	14,9	-7,0
III " ..	114,6	111,7	122,0	113,8	5,8	-8,2	4,9	21,2	-8,7
IV " ..	116,0	113,4	120,5	115,8	8,6	-3,1	7,9	27,7	-11,7
1989 -I trim ..	115,9	112,9	120,7	115,7	5,4	-3,8	8,5	25,6	-8,0
II " ..	116,6	114,4	119,8	116,1	-0,4	-6,1	1,8	23,5	-1,7
III " ..	118,1	115,4	123,7	118,5	-1,7	-3,8	1,6	21,8	-4,3
IV " ..	119,9	115,7	128,2	119,6	-1,3	-9,1	-0,5	20,7	-2,3
1990 -I trim ..	118,1	114,4	126,0	117,1	-1,3	-11,0	-1,9	18,6	-2,0
II " ..	118,2	114,0	126,4	117,3	-4,9	-9,2	-1,8	16,9	2,3
III " ..	118,2	116,0	125,0	117,5	-10,7	-20,0	-8,4	4,5	6,7
IV " ..	....	....	....	....	-20,5	-24,0	-17,6	7,0	7,7

Forze di lavoro, occupazione e disoccupazione*(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					
1986	2.242	4.940	1.883	11.795	20.861	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
1988	2.059	4.954	1.835	12.256	21.103	2.885	23.988	12,0	13,0	42,3
1989	1.946	4.953	1.801	12.305	21.004	2.866	23.870	12,0	12,7	42,0
1990	1.895	4.986	1.859	12.564	21.304	2.621	23.926	11,0	....	42,0
1986 – IV trim	2.237	4.926	1.852	11.925	20.940	2.743	23.683	12	13	42
1987 – I trim	2.213	4.866	1.851	11.925	20.855	2.766	23.620	12	13	42
II "	2.178	4.845	1.861	11.918	20.802	2.841	23.643	12	13	
III "	2.128	4.868	1.847	11.979	20.821	2.897	23.718	12	13	42
IV "	2.095	4.895	1.816	12.096	20.902	2.895	23.797	12	13	42
1988 – I trim	2.097	4.939	1.829	12.230	21.095	2.908	24.003	12	13	42
II "	2.080	4.976	1.848	12.322	21.226	2.895	24.121	12	13	42
III "	2.022	4.969	1.841	12.282	21.114	2.861	23.975	12	13	42
IV "	1.972	4.935	1.830	12.247	20.984	2.872	23.856	12	13	42
1989 – I trim	1.946	4.933	1.777	12.286	20.942	2.890	23.832	12	13	42
II "	1.929	4.951	1.771	12.285	20.935	2.892	23.827	12	13	42
III "	1.947	4.975	1.823	12.324	21.069	2.841	23.909	12	13	42
IV "	1.967	5.016	1.850	12.404	21.238	2.738	23.976	11	12	42
1990 – I trim	1.948	5.037	1.861	12.458	21.305	2.636	23.941	11	12	42
II "	1.893	4.961	1.853	12.579	21.286	2.598	23.884	11	12	42
III "	1.843	4.935	1.857	12.671	21.305	2.607	23.912	11	12	42
IV " .....	....	....	....	....	....	....	....	....	....	....

Prezzi dei grossisti e al consumo
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

PERIODO	Prezzi dei grossisti				Prezzi al consumo				Costo della vita	Indice sindacale
	Beni di consumo	Beni di investim.	Beni intermedi	Totale	Alimentari	Non alimentari	Servizi	Totale		
1985 .....	....	....	....	....	8,7	8,6	10,4	9,2	8,6	8,4
1986 .....	....	....	....	....	5,5	3,7	8,9	5,9	6,1	5,9
1987 .....	....	....	....	....	4,3	4,4	5,5	4,7	4,6	5,4
1988 .....	....	....	....	....	3,9	4,7	6,4	5,0	5,0	5,3
1989 .....	....	....	....	....	6,3	5,1	7,7	6,3	6,6	6,5
1990 .....	....	....	....	....	....	....	....	....	6,1	7,2
1988 - IV trim .....	....	....	....	....	4,2	4,1	7,1	5,1	5,2	5,7
1989 - I trim .....	....	....	....	....	5,7	4,8	7,3	5,9	6,1	6,3
II " .....	....	....	....	....	6,6	5,0	7,9	6,5	6,8	6,8
III " .....	....	....	....	....	6,5	4,7	8,2	6,4	6,8	6,3
IV " .....	....	....	....	....	6,2	5,7	7,3	6,3	6,6	6,6
1990 - I trim	5,5	5,7	6,9	6,4	6,1	5,9	7,5	6,5	6,2	6,9
II "	5,7	5,2	4,1	4,6	6,1	5,4	7,0	6,1	5,7	6,8
III "	5,5	5,8	10,2	8,6	6,5	6,0	7,3	6,5	6,1	7,3
IV " .....	....	....	....	....	....	....	....	....	6,4	7,7
1990 - Gen.	6,2	6,6	8,9	8,0	5,8	6,2	7,7	6,6	6,4	6,8
Feb.	5,5	5,6	6,2	6,0	6,4	5,8	7,5	6,5	6,2	6,9
Mar.	4,8	4,8	5,6	5,3	6,0	5,7	7,4	6,3	6,1	6,9
Apr.	6,0	5,0	3,7	4,4	6,0	5,6	7,1	6,2	5,8	6,9
Mag.	5,5	5,3	3,1	3,9	6,0	5,3	6,9	6,0	5,7	6,9
Giu.	5,7	5,4	5,4	5,5	6,2	5,2	7,1	6,1	5,6	6,7
Lug.	5,8	5,6	5,4	5,5	6,4	5,1	7,3	6,2	5,7	6,9
Ago.	5,4	5,7	11,5	9,4	6,7	6,2	7,2	6,7	6,3	7,5
Set.	5,3	6,1	13,7	10,9	6,4	6,5	7,3	6,7	6,3	7,5
Ott.	5,4	5,7	15,5	12,1	6,3	6,6	7,2	6,8	6,2	7,4
Nov.	6,2	5,2	11,2	9,4	6,2	6,6	7,5	6,8	6,5	7,8
Dic. ....	....	....	....	....	....	....	....	....	6,4	7,8
1991 - Gen. ....	....	....	....	....	....	....	....	....	6,5	....

Bilancia valutaria
(saldi in miliardi di lire)

PERIODO	Merci	Servizi e trasferimenti				Totale partite correnti	Movimenti di capitali non bancari	Movimenti di capitali bancari	Errori e omissioni	Variazioni riserve ufficiali
		Viaggi all'estero	Redditi da capitali	Altri	Totale					
1987	-8.186	9.902	-9.873	5.013	5.042	-3.144	4.754	5.573	-408	-6.775
1988	-12.826	8.349	-10.578	2.770	541	-12.285	13.164	10.224	-197	-10.906
1989	(-19.518)	(7.151)	(-12.666)	(-676)	(-6.191)	(-25.709)	(24.920)	(14.979)	(1.196)	(-15.386)
1990 .....	....	....	....	....	....	....	....	(22.101)	....	(-15.160)
1989 - Dic. .	(-30)	(-162)	(-1.032)	(-12)	(-1.206)	(-1.236)	(-961)	(1.921)	(627)	(-351)
1990 - Gen.	(1.120)	(104)	(-1.114)	(110)	(-900)	(220)	(1.510)	(4.406)	(-4.147)	(-1.989)
Feb.	(-2.305)	(91)	(-1.016)	(-242)	(-1.167)	(-3.472)	(-107)	(2.214)	(1.094)	(271)
Mar.	(-749)	(508)	(-1.010)	(-1.013)	(-1.515)	(-2.264)	(5.268)	(3.347)	(-2.165)	(-4.186)
Apr. .	(-2.250)	(611)	(-1.986)	(27)	(-1.348)	(-3.598)	(7.088)	(-1.275)	(35)	(-2.250)
Mag.	(-845)	(770)	(-1.582)	(161)	(-651)	(-1.496)	(3.902)	(5.214)	(-595)	(-7.025)
Giu. .	(-2.337)	(706)	(-1.400)	(656)	(-38)	(-2.375)	(7.473)	(808)	(281)	(-6.187)
Lug.	(-967)	(1.201)	(-1.671)	(286)	(-184)	(-1.151)	(2.115)	(1.394)	(-418)	(-1.940)
Ago.	(160)	(800)	(-974)	(346)	(172)	(332)	(1.502)	(-1.012)	(-163)	(-658)
Set. .	(-1.493)	(742)	(-1.212)	(349)	(-121)	(-1.614)	(4.285)	(-3.171)	(46)	(454)
Ott. .	....	....	....	....	....	....	....	(3.264)	....	(2.326)
Nov.	....	....	....	....	....	....	....	(2.051)	....	(4.942)
Dic. .	....	....	....	....	....	....	....	(4.861)	....	(1.082)

Bilancia economica
(saldi in miliardi di lire)

PERIODO	Merci	Servizi e trasferimenti				Totale partite correnti	Movimenti di capitali non bancari	Movimenti di capitali bancari	Errori e omissioni	Variazioni riserve ufficiali
		Viaggi all'estero	Redditi da capitali	Altri	Totale					
1987	-77	9.902	-8.573	-3.192	-1.863	-1.940	6.530	5.573	-3.388	-6.775
1988	-1.501	8.349	-9.278	-5.389	-6.318	-7.819	11.413	10.224	-2.912	-10.906
1989	(-2.712)	(7.151)	(-11.366)	(-7.525)	(-11.740)	(-14.452)	(20.338)	(14.979)	(-5.479)	(-15.386)
1990 .....	....	....	....	....	....	....	....	(22.101)	....	(-15.160)
1988 -IV trim	308	1.459	-2.074	-1.879	-2.494	-2.186	2.067	6.928	-1.059	-5.750
1989 -I trim	(-6.001)	(624)	(-2.181)	(-3.515)	(-5.072)	(-11.073)	(6.391)	(11.285)	(383)	(-6.986)
II "	(-869)	(2.453)	(-3.290)	(153)	(-684)	(-1.553)	(8.194)	(-856)	(-1.621)	(-4.164)
III "	(2.379)	(3.131)	(-2.908)	(-2.460)	(-2.237)	(142)	(10.983)	(2.237)	(-5.154)	(-8.208)
IV "	(1.779)	(943)	(-2.987)	(-1.703)	(-3.747)	(-1.968)	(-5.230)	(2.313)	(913)	(3.972)
1990 -I trim	(-5.324)	(703)	(-3.139)	(-3.891)	(-6.327)	(-11.651)	(14.277)	(9.967)	(-6.689)	(-5.904)
II "	(1.621)	(2.087)	(-4.318)	(-2.268)	(-4.495)	(-2.878)	(15.203)	(4.747)	(-1.610)	(-15.462)
III "	....	....	....	....	....	....	....	(-2.789)	....	(-2.144)
IV "	....	....	....	....	....	....	....	(10.176)	....	(8.350)

Posizione della Banca d'Italia e dell'UIC verso l'estero

DATA	Posizione a breve termine							Posizione a medio e lungo termine saldo	Totale riserve ufficiali
	Attività					Passività	Saldo		
	Oro	Valute convertibili	Ecu	DSP	Posizione di riserva sul FMI				
(miliardi di lire)									
1985	39.530	16.536	7.139	879	1.946	205	65.825	-616	65.209
1986	35.203	14.340	10.158	1.085	1.713	285	62.214	-803	61.411
1987	39.812	20.307	12.220	1.253	1.691	127	75.156	-859	74.297
1988	37.242	32.136	10.360	1.239	1.653	192	82.438	337	82.775
1989 - Dic.	(33.663)	(44.847)	(11.409)	(1.268)	(1.834)	(401)	(92.620)	(620)	(93.240)
1990 - Gen.	(33.663)	(46.524)	(11.099)	(1.261)	(1.786)	(230)	(94.103)	(527)	(94.630)
Feb.	(33.663)	(46.136)	(11.067)	(1.281)	(1.790)	(443)	(93.494)	(573)	(94.067)
Mar.	(33.606)	(50.109)	(11.029)	(1.264)	(1.755)	(428)	(97.335)	(582)	(97.917)
Apr.	(33.606)	(51.877)	(10.372)	(1.247)	(1.732)	(370)	(98.464)	(613)	(99.077)
Mag.	(33.606)	(59.098)	(10.463)	(1.300)	(1.780)	(352)	(105.895)	(771)	(106.666)
Giu.	(31.021)	(64.923)	(10.483)	(1.293)	(1.746)	(248)	(109.218)	(817)	(110.035)
Lug.	(31.021)	(66.079)	(10.084)	(1.269)	(1.691)	(323)	(109.821)	(768)	(110.589)
Ago.	(31.021)	(67.386)	(10.210)	(1.311)	(1.675)	(382)	(111.221)	(808)	(112.029)
Set.	(28.762)	(67.490)	(10.248)	(1.330)	(1.690)	(449)	(109.071)	(933)	(110.004)
Ott.	(28.762)	(64.752)	(10.479)	(1.329)	(1.665)	(437)	(106.550)	(1.246)	(107.796)
Nov.	(28.762)	(59.250)	(10.439)	(1.328)	(1.647)	(338)	(101.088)	(1.513)	(102.601)
Dic.	(30.580)	(57.578)	(10.433)	(1.172)	(1.937)	(362)	(101.338)	(2.077)	(103.415)
(milioni di dollari)									
1986	23.558	9.855	4.254	524	1.160	122	39.228	-367	38.861
1987	26.055	10.614	7.518	803	1.268	211	46.047	-594	45.453
1988	34.050	17.368	10.451	1.072	1.446	109	64.278	-735	63.543
1989 - Dic.	(26.496)	(35.299)	(8.980)	(998)	(1.444)	(316)	(72.901)	(488)	(73.389)
1990 - Gen.	(26.496)	(37.130)	(8.858)	(1.006)	(1.425)	(184)	(74.732)	(421)	(75.153)
Feb.	(26.496)	(36.903)	(8.852)	(1.025)	(1.432)	(354)	(74.353)	(458)	(74.811)
Mar.	(26.902)	(40.113)	(8.829)	(1.012)	(1.405)	(343)	(77.918)	(466)	(78.384)
Apr.	(26.902)	(42.128)	(8.423)	(1.013)	(1.407)	(300)	(79.572)	(498)	(80.070)
Mag.	(26.902)	(47.514)	(8.412)	(1.045)	(1.431)	(283)	(85.021)	(620)	(85.641)
Giu.	(25.296)	(52.942)	(8.548)	(1.054)	(1.424)	(202)	(89.063)	(666)	(89.729)
Lug.	(25.296)	(56.604)	(8.638)	(1.087)	(1.449)	(277)	(92.796)	(658)	(93.454)
Ago.	(25.296)	(58.121)	(8.806)	(1.131)	(1.445)	(329)	(94.470)	(697)	(95.167)
Set.	(24.570)	(57.654)	(8.754)	(1.136)	(1.444)	(384)	(93.175)	(797)	(93.972)
Ott.	(24.570)	(56.865)	(9.203)	(1.167)	(1.462)	(384)	(92.883)	(1.094)	(93.977)
Nov.	(24.570)	(52.434)	(9.238)	(1.175)	(1.458)	(299)	(88.575)	(1.339)	(89.914)
Dic.	(27.060)	(50.949)	(9.232)	(1.037)	(1.714)	(320)	(89.672)	(1.838)	(91.510)

Formazione del fabbisogno del settore statale
(miliardi di lire)

PERIODO	Incassi di bilancio			Pagamenti di bilancio			Disavanzo (-)	Altre operazioni	Fabbiso- gno (-)	Fabbisogno (-)	
	Entrate tributarie	Altre entrate	Totale	Spese correnti	Spese c/ capitale	Totale				al netto regolazioni in titoli	di cui: Regolazio- ni di debiti in contanti
1985	177.645	43.945	221.589	279.238	54.988	334.226	-112.637	-9.976	-122.613	-112.210	-2.187
1986	202.090	51.779	253.869	307.338	63.681	371.019	-117.150	6.991	-110.159	-110.159	-606
1987	224.676	56.867	281.542	333.987	67.252	401.239	-119.696	5.446	-114.250	-113.829	-132
1988	257.271	54.801	312.071	366.887	66.043	432.930	-120.859	-4.784	-125.643	-124.911	-64
1989	293.431	60.530	353.962	394.635	70.172	464.807	-110.845	-23.012	-133.857	-133.403	-1.064
1990	330.497	81.303	411.800	466.463	69.630	536.093	-124.293	-21.873	-146.166	-141.584	-249
1988 - IV trim .	90.384	20.301	110.685	105.309	32.917	138.226	-27.540	-3.680	-31.220	-30.549	-2
1989 - I trim .	59.745	9.866	69.611	63.320	10.171	73.491	-3.881	-26.849	-30.729	-30.275	-202
II " .	87.986	11.701	99.687	107.648	12.633	120.281	-20.595	7.371	-13.223	-13.223	-748
III " .	57.506	15.079	72.585	87.483	13.362	100.845	-28.259	-11.068	-39.328	-39.328	-26
IV " .	88.195	23.884	112.079	136.184	34.005	170.190	-58.110	7.534	-50.577	-50.577	-89
1990 - I trim .	71.303	10.548	81.852	70.943	6.197	77.139	4.712	-30.363	-25.651	-25.651	-145
II " .	90.331	21.147	111.478	143.108	18.075	161.184	-49.706	26.992	-22.714	-22.714	..
III " .	73.088	17.360	90.448	107.560	16.601	124.161	-33.713	-2.449	-36.162	-36.162	-69
IV " .	95.775	32.247	128.022	144.852	28.757	173.609	-45.586	-16.053	-61.640	-57.058	-35
1989 - Dic.	39.409	15.028	54.437	45.309	23.632	68.941	-14.503	-4.353	-18.856	-18.856	-15
1990 - Gen.	29.534	2.909	32.443	23.070	301	23.370	9.073	-4.431	4.641	4.641	0
Feb.	19.288	3.026	22.313	20.429	1.386	21.815	498	-12.624	-12.126	-12.126	-3
Mar.	22.482	4.614	27.096	27.444	4.510	31.954	-4.858	-13.308	-18.166	-18.166	-142
Apr.	20.869	4.079	24.947	49.261	8.018	57.278	-32.331	15.129	-17.202	-17.202	..
Mag.	27.666	7.424	35.091	68.823	7.967	76.790	-41.699	27.099	-14.600	-14.600	0
Giu.	41.796	9.645	51.440	25.025	2.091	27.116	24.325	-15.236	9.089	9.089	0
Lug.	30.371	5.398	35.769	37.661	4.195	41.856	-6.087	-126	-6.213	-6.213	-4
Ago.	26.135	10.344	36.480	44.033	10.071	54.104	-17.624	6.671	-10.953	-10.953	-18
Set.	16.582	1.618	18.199	25.866	2.335	28.201	-10.002	-8.993	-18.995	-18.995	-47
Ott.	21.915	5.822	27.736	51.234	3.232	54.466	-26.730	2.403	-24.327	-19.746	-12
Nov.	30.364	6.915	37.279	33.310	8.150	41.460	-4.180	-14.615	-18.796	-18.796	-2
Dic.	43.496	19.510	63.006	60.309	17.374	77.683	-14.676	-3.840	-18.517	-18.517	-21

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	
	Totale	di cui: CCT a tasso variabile		Totale	di cui: c/c Tesor. Provinc.					di cui: creazione di base monetaria
1985	93.207	78.567	13.181	3.689	6.340	9.067	2.937	532	122.613	27.519
1986	87.072	53.534	9.697	1.673	4.525	11.267	856	-407	110.159	10.994
1987	56.090	35.267	27.482	10.224	9.274	12.917	6.066	1.470	114.250	9.172
1988	60.972	-7.848	41.982	3.704	4.331	10.996	4.227	3.763	125.643	2.748
1989	59.191	20.916	43.143	1.835	1.842	15.364	8.397	5.926	133.857	6.348
1990	69.718	54.214	40.505	2.782	2.908	12.611	13.833	6.718	146.166	694
1988-IV trim ...	24.490	-5.133	484	-2.993	-3.406	6.904	698	1.638	31.220	-658
1989-I trim ...	4.369	9.675	21.266	-746	-1.018	2.027	2.895	918	30.729	-346
II " ...	17.090	1.466	747	-9.696	-8.826	1.348	874	2.861	13.223	-7.716
III " ...	16.314	2.932	8.133	6.980	6.538	1.772	3.875	2.254	39.328	-20
IV " ...	21.417	6.842	12.997	5.296	5.148	10.218	754	-106	50.577	14.430
1990-I trim ...	8.771	9.286	8.559	2.127	1.811	2.661	2.334	1.199	25.651	-347
II " ...	24.440	21.505	7.970	-16.576	-16.757	817	4.773	1.289	22.714	-20.222
III " ...	8.111	11.788	8.892	12.124	12.849	779	3.388	2.866	36.162	5.593
IV " ...	28.396	11.634	15.083	5.106	5.004	8.353	3.337	1.364	61.640	15.670
1989-Dic.	5.758	1.955	4.600	-631	-488	9.307	14	-192	18.856	2.793
1990-Gen.	3.021	2.932	2.362	-14.169	-14.025	2.872	1.008	265	-4.641	-3.010
Feb.	3.734	1.955	1.961	4.199	4.058	180	1.366	687	12.126	2.152
Mar.	2.016	4.399	4.237	12.097	11.779	-390	-40	247	18.166	512
Apr.	5.499	9.775	4.994	2.953	3.098	672	3.445	-361	17.202	-2.843
Mag.	15.046	11.730	702	-1.791	-1.471	-469	1.270	-158	14.600	-3.483
Giu.	3.895	0	2.274	-17.738	-18.383	614	59	1.808	-9.089	-13.897
Lug.	3.488	2.487	105	-2.031	-1.754	419	2.098	2.135	6.213	8.090
Ago.	3.786	4.174	2.538	3.304	3.778	-526	1.270	581	10.953	-3.324
Set.	837	5.127	6.250	10.851	10.825	886	21	150	18.995	828
Ott.	9.991	7.401	5.810	5.840	5.596	1.049	1.679	-42	24.327	6.849
Nov.	8.952	2.355	3.632	6.687	6.740	-2.004	1.064	465	18.796	11.993
Dic.	9.453	1.878	5.641	-7.421	-7.331	9.307	595	941	18.517	-3.172

Consistenza del debito pubblico interno
(valori nominali di fine periodo in miliardi di lire)

PERIODO	Titoli a medio e a lungo term. 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
1982	80.895	127.395	39.322	24.056	1.938	273.606	78.670	352.276	332.540
1983	149.876	137.772	44.261	29.800	2.147	363.857	79.630	443.486	421.237
1984	207.892	152.691	50.626	38.630	2.379	452.217	92.863	545.081	516.214
1985 - I trim ...	251.003	159.816	52.408	37.963	2.434	503.624	102.664	606.288	577.457
II " ...	273.513	165.217	52.399	36.546	2.457	530.132	106.014	636.146	609.644
III " ...	294.961	150.814	59.693	36.418	2.437	544.323	120.286	664.609	639.252
1986 - I trim ...	306.585	153.074	61.003	35.424	2.370	558.457	131.536	689.993	666.135
II " ...	335.811	154.261	61.274	36.205	2.386	589.937	120.596	710.533	686.190
III " ...	359.337	163.507	62.490	35.217	2.443	622.993	123.503	746.496	722.477
IV " ...	374.454	159.187	70.960	37.948	2.461	645.010	130.954	775.965	750.698
1987 - I trim ...	402.094	154.059	73.091	37.292	2.501	669.037	132.528	801.565	776.487
II " ...	419.910	156.222	74.102	38.144	2.553	690.930	135.267	826.198	799.401
III " ...	429.284	172.444	76.189	36.806	2.614	717.338	144.446	861.784	837.678
IV " ...	429.752	191.427	83.877	41.376	2.606	749.038	137.968	887.006	861.914
1988 - I trim ...	442.761	204.162	86.519	40.853	2.636	776.931	136.233	913.163	888.705
II " ...	456.102	216.429	86.782	41.258	2.706	803.278	135.601	938.878	913.128
III " ...	464.710	239.400	87.969	42.715	2.722	837.517	138.858	976.374	953.376
IV " ...	483.509	239.318	94.873	45.535	2.743	865.978	140.522	1.006.500	984.063
1989 - I trim ...	491.939	257.762	96.899	44.588	2.749	893.938	139.904	1.033.843	1.011.763
II " ...	501.708	262.129	98.247	47.660	2.807	912.551	133.209	1.045.760	1.024.391
III " ...	522.412	273.266	100.019	48.615	2.842	947.154	133.939	1.081.093	1.060.698
IV " ...	534.969	284.976	110.237	52.887	2.847	985.916	147.474	1.133.390	1.111.482
1990 - I trim ...	540.867	299.333	112.898	55.101	2.904	1.011.103	147.154	1.158.257	1.136.188
1990 - Giu.	574.462	302.313	113.716	56.631	2.998	1.050.120	126.564	1.176.684	1.154.780
Lug.	569.375	300.642	114.135	55.741	3.024	1.042.915	134.731	1.177.646	1.159.099
Ago.	579.788	303.793	113.609	56.259	3.068	1.056.517	131.360	1.187.877	1.169.448
Set.	588.423	313.184	114.495	54.786	3.091	1.073.978	131.858	1.205.837	1.189.009
Ott.	597.716	319.474	115.544	55.530	3.130	1.091.394	138.700	1.230.095	1.212.443
Nov.	604.640	320.119	113.540	55.062	3.187	1.096.548	150.797	1.247.345	1.230.570

Base monetaria
(consistenze in miliardi di lire)

	CREAZIONE						
	Estero	Tesoro				Rifinan- ziamento	Altri settori
		Totale	di cui: Titoli di Stato di BI-UIC	di cui: c/c di tesoreria	per memoria: margine disp. sul c/c di tesoreria		
1986	12.557	129.605	73.285	52.707	5.054	4.429	-8.433
1987	19.313	138.356	71.713	61.981	1.101	3.699	-9.265
1988	30.260	140.722	70.302	66.312	4.341	3.669	-9.591
1989	45.231	146.810	74.489	68.155	1.658	4.872	-11.348
1990 - Gen.	47.695	143.800	85.644	54.129	19.171	8.536	-10.928
Feb.	47.409	145.952	83.588	58.187	16.672	3.471	-11.648
Mar.	51.585	146.463	71.996	69.966	4.953	3.439	-13.052
Apr.	53.812	143.621	66.195	73.064	1.877	3.423	-14.668
Mag.	60.841	140.138	64.492	71.593	3.367	3.443	-15.448
Giu.	67.008	126.241	68.324	53.209	21.779	4.133	-12.315
Lug.	68.914	134.331	78.436	51.455	23.625	3.489	-13.966
Ago.	69.535	131.007	71.803	55.233	19.905	3.503	-14.930
Set.	69.031	131.834	61.773	66.058	9.100	3.501	-15.844
Ott.	66.695	138.683	62.773	71.654	4.914	3.468	-17.204
Nov.	(61.753)	(150.677)	(68.071)	(78.394)	(-1.360)	(3.481)	(-17.210)
Dic.	(60.671)	(147.504)	(72.313)	(71.063)	(6.266)	(6.142)	(-15.074)
1991 - Gen.	(59.788)	(150.491)	(74.554)	(71.840)	(9.396)	(3.529)	(-15.160)

PERIODO	UTILIZZO						Totale base monetaria
	Circolante		Riserve bancarie				
	Totale	di cui: Biglietti e monete	Depositi presso B.I.		Altre voci	Totale	
				di cui: riserva obbligatoria			
1986	48.349	48.175	85.509	84.714	4.300	89.809	138.157
1987	52.730	52.613	94.465	93.455	4.908	99.373	152.103
1988	57.180	56.955	103.235	102.898	4.644	107.880	165.060
1989	67.687	67.473	112.981	112.465	4.897	117.878	185.565
1990 - Gen.	60.226	60.117	124.437	124.103	4.440	128.877	189.103
Feb.	60.072	59.979	120.940	120.749	4.172	125.112	185.184
Mar.	61.318	61.137	121.244	118.850	5.874	127.118	188.436
Apr.	61.289	61.195	119.400	119.107	5.498	124.899	186.188
Mag.	60.618	60.541	121.850	120.307	6.506	128.356	188.974
Giu.	63.172	63.023	118.304	118.068	3.591	121.894	185.066
Lug.	65.023	64.939	121.527	121.248	6.219	127.745	192.769
Ago.	62.210	62.091	121.216	120.999	5.689	126.905	189.116
Set.	63.459	63.319	121.002	120.807	4.061	125.062	188.522
Ott.	61.990	61.895	123.358	(123.259)	6.295	129.653	191.643
Nov.	(63.334)	(63.274)	(129.902)	(125.507)	(5.465)	(135.367)	(198.701)
Dic.	(70.480)	(70.356)	(123.727)	(125.491)	(5.036)	(128.763)	(199.243)
1991 - Gen.	(66.199)	(66.062)	(128.527)	(128.338)	(3.923)	(132.450)	(198.648)

Base monetaria
(variazioni in miliardi di lire)

DATA	Estero	Tesoro	Rifinanzamento	Altri settori	Totale	Circolante	Riserve bancarie			
							Depositi presso B.I.		Altre voci	Totale
								di cui: riserva obbligat.		
1987	6.756	9.172	-729	-1.253	13.946	4.381	8.956	8.740	608	9.565
1988	10.947	2.748	-30	-707	12.957	4.450	8.770	9.444	-264	8.507
1989	14.971	6.346	1.203	-2.015	20.505	10.507	9.746	9.567	252	9.998
1990	(15.440)	(694)	(1.270)	(-3.727)	(13.679)	(2.793)	(10.746)	(13.026)	(140)	(10.885)
1990 - Gen. ..	2.464	-3.010	3.665	420	3.539	-7.461	11.456	11.638	-457	10.999
Feb. ..	-285	2.152	-5.066	-720	-3.919	-154	-3.498	-3.354	-268	-3.765
Mar. ..	4.176	512	-31	-1.404	3.252	1.245	305	-1.898	1.702	2.007
Apr. ...	2.226	-2.843	-16	-1.616	-2.248	-29	-1.844	256	-376	-2.219
Mag. ...	7.029	-3.483	20	-781	2.786	-671	2.450	1.200	1.007	3.457
Giu. ...	6.167	-13.897	689	3.133	-3.907	2.554	-3.547	-2.239	-2.915	-6.461
Lug. ...	1.906	8.090	-644	-1.650	7.702	1.851	3.223	3.180	2.628	5.851
Ago. ...	622	-3.324	14	-964	-3.653	-2.813	-311	-249	-530	-840
Set.	-505	828	-2	-914	-594	1.249	-215	-192	-1.628	-1.843
Ott.	-2.335	6.849	-33	-1.360	3.121	-1.470	2.356	2.452	2.234	4.591
Nov. ...	(-4.942)	(11.993)	(13)	(-6)	(7.058)	(1.345)	(6.544)	(2.248)	(-830)	(5.714)
Dic. ...	(-1.082)	(-3.172)	(2.661)	(2.136)	(542)	(7.146)	(-6.175)	(-16)	(-429)	(-6.604)
1991 - Gen. ..	(-883)	(2.987)	(-2.613)	(-86)	(-595)	(-4.282)	(4.800)	(2.847)	(-1.113)	(3.687)

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			Mercato aperto		Totale		
		BOT	CCT	Altri		di cui: op. tempor.			
1987	114.250	-19.353	-31.207	-20.160	-14.004	-4.140	-84.725	-20.354	9.172
1988	125.643	-29.045	9.596	-73.933	-10.601	-1.066	-103.983	-18.912	2.748
1989	133.857	-36.296	-18.757	-40.730	-2.106	3.941	-97.890	-29.621	6.346
1990	(146.166)	(-39.337)	(-59.322)	(-16.099)	(2.133)	2.769	(-112.625)	(-32.847)	(694)
1990 - Gen.	-4.641	-2.381	-2.933	-80	11.166	13.594	5.772	-4.141	-3.010
Feb.	12.126	-3.683	-1.940	-252	-1.875	-3.518	-7.750	-2.224	2.152
Mar.	18.166	-4.783	-4.374	3.305	-11.992	-12.251	-17.844	190	512
Apr.	17.202	-5.826	-9.745	3.817	-4.539	-3.386	-16.294	-3.751	-2.843
Mag.	14.600	-1.485	-11.713	-3.503	-764	404	-17.465	-618	-3.483
Giu.	-9.089	-329	0	-3.920	1.912	5.219	-2.337	-2.471	-13.897
Lug.	6.213	-1.165	-2.626	-1.509	11.819	9.776	6.519	-4.642	8.090
Ago.	10.953	-1.793	-4.377	400	-7.187	-9.574	-12.957	-1.321	-3.324
Set.	18.995	-6.265	-4.300	4.636	-11.188	-4.673	-17.118	-1.050	828
Ott.	24.328	-6.078	-7.427	-2.893	1.597	-823	-14.801	-2.678	6.849
Nov.	(18.796)	(-3.111)	(-6.148)	(-8.189)	(9.950)	7.489	(-7.499)	(696)	(11.993)
Dic.	(18.517)	(-2.438)	(-3.739)	(-7.910)	(3.235)	512	(-10.852)	(-10.837)	(-3.172)
1991 - Gen.	(5.500)	(-1.092)	(-212)	(-6.151)	(5.252)	5.041	(-2.203)	(-310)	(2.987)

Operazioni in titoli di Stato di BI-UIC

(miliardi di lire)

DATA	Mercato primario		Totale	Mercato aperto			Variazioni portafoglio BI-UIC
	Sottoscrizioni	Rimborsi		di cui: operazioni temporanee			
				Finan- ziamento sottoscrizioni	Altri acquisti	Vendite	
BOT							
1987	31.838	26.021	-10.332	-1.035	-501	0	-4.515
1988	24.012	16.783	-12.503	-614	-254	0	-5.274
1989	18.887	15.406	-6.464	1.342	0	0	-2.983
1990	(15.750)	(10.444)	(775)	-49	1.283	0	(6.080)
1990 - Gen.	0	20	-2.313	-1.826	783	0	-2.332
Feb.	1.400	1.606	-14	479	-403	0	-221
Mar.	2.200	2.318	-2.405	-723	-380	0	-2.523
Apr.	1.000	1.076	246	910	0	0	170
Mag.	0	30	-705	-910	0	0	-735
Giu.	2.300	355	2.409	1.170	25	0	4.354
Lug.	1.300	1.591	2.088	-20	730	0	1.797
Ago.	1.450	704	-1.271	-900	-465	0	-525
Set.	500	515	-3.104	653	-290	0	-3.119
Ott.	0	328	-100	-813	0	0	-428
Nov.	850	328	2.435	305	560	0	2.957
Dic.	(4.750)	(1.573)	(3.509)	1.626	723	0	(6.686)
1991 - Gen.	(900)	(2.204)	(-2.432)	-2.021	-350	0	(-3.736)
CCT							
1987	5.868	2.108	-2.590	0	-2.415	0	1.169
1988	2.594	733	3.251	0	237	37	5.112
1989	2.161	2	2.061	0	2.725	383	4.220
1990	(1.230)	(6.216)	(-7.086)	0	-513	-420	(-12.072)
1990 - Gen.	0	0	9.278	0	10.777	-420	9.278
Feb.	15	0	-2.652	0	-2.368	0	-2.636
Mar.	25	0	-8.457	0	-8.256	398	-8.433
Apr.	30	..	-4.970	0	-3.115	1.106	-4.940
Mag.	17	0	410	0	305	-1.034	426
Giu.	0	0	189	0	3.247	-370	189
Lug.	14	152	5.372	0	5.607	-100	5.234
Ago.	41	244	-5.685	0	-5.406	275	-5.888
Set.	956	128	-6.101	0	-3.703	145	-5.273
Ott.	38	64	225	0	-50	-40	199
Nov.	21	3.814	4.399	0	5.669	705	605
Dic.	(73)	(1.812)	(907)	0	-3.220	-1.085	(-832)
1991 - Gen.	(14)	(1.476)	(6.070)	0	5.438	0	(4.608)

Operazioni in titoli di Stato di BI – UIC

(miliardi di lire)

DATA	Mercato primario		Totale	Mercato aperto			Variazioni portafoglio BI-UIC
	Sottoscrizioni	Rimborsi		di cui: operazioni temporanee			
				Finan- ziamento sottoscrizioni	Altri acquisti	Vendite	
Altri titoli di Stato							
1987	5.704	2.429	-1.081	-	-189	0	2.193
1988	4.777	4.294	-1.349	-	-398	0	-867
1989	2.042	1.131	2.297	-	307	50	3.208
1990	(4.149)	(8.777)	(8.444)	-	1.578	-50	(3.816)
-							
1990 - Gen.	633	625	4.201	-	3.390	-50	4.210
Feb.	272	261	791	-	-1.226	0	802
Mar.	695	201	-1.129	-	-2.394	100	-636
Apr.	49	1.264	185	-	-50	25	-1.030
Mag.	577	1.502	-469	-	-50	-25	-1.395
Giu.	13	38	-686	-	307	-100	-712
Lug.	988	2.265	4.359	-	3.359	0	3.082
Ago.	229	218	-231	-	-2.328	200	-220
Set.	460	114	-1.983	-	-1.338	-150	-1.637
Ott.	125	368	1.472	-	50	50	1.229
Nov.	56	1.436	3.116	-	1.610	-50	1.735
Dic.	(53)	(484)	(-1.181)	-	248	-50	(-1.612)
1991 - Gen.	(18)	(263)	(1.614)	-	2.074	100	(1.369)
TOTALE							
1987	43.410	30.558	-14.004	-1.035	-3.105	0	-1.152
1988	31.383	21.811	-10.601	-614	-415	37	-1.029
1989	23.091	16.540	-2.106	1.342	3.032	433	4.445
1990	(21.129)	(25.437)	(2.133)	-49	2.348	-470	(-2.175)
1990 - Gen.	633	644	11.166	-1.826	14.950	-470	11.155
Feb.	1.687	1.867	-1.875	479	-3.997	0	-2.055
Mar.	2.919	2.519	-11.992	-723	-11.030	498	-11.592
Apr.	1.078	2.340	-4.539	910	-3.165	1.131	-5.801
Mag.	593	1.532	-764	-910	255	-1.059	-1.703
Giu.	2.313	393	1.912	1.170	3.579	-470	3.831
Lug.	2.302	4.008	11.819	-20	9.696	-100	10.112
Ago.	1.721	1.166	-7.187	-900	-8.199	475	-6.632
Set.	1.916	758	-11.188	653	-5.331	-5	-10.030
Ott.	163	760	1.597	-813	0	10	1.000
Nov.	927	5.578	9.950	305	7.839	655	5.298
Dic.	(4.876)	(3.869)	(3.235)	1.626	-2.249	-1.135	(4.242)
1991 - Gen.	(932)	(3.943)	(5.252)	-2.021	7.162	100	(2.241)

Acquisti pronti contro termine di titoli da parte della Banca d'Italia

DATA DELL'ASTA	Importo offerto	Importo accolto	Durata operazioni (in giorni)		Tassi di rendimento	
			Minima	Massima	Minimo	Medio ponderato
1989 – Dic. 4	4.000	3.813	3	9	10,75	11,18
1989 – Dic. 5	4.000	4.000	2	7	11,95	12,15
1989 – Dic. 11	1.000	1.000	7	7	13,05	13,05
1989 – Dic. 15	2.000	2.000	6	7	13,35	13,66
1989 – Dic. 27	3.500	3.500	2	6	13,45	13,80
1990 – Gen. 17	2.000	2.000	28	28	13,05	13,24
1990 – Gen. 23	2.000	2.000	22	23	13,10	13,25
1990 – Gen. 24	8.000	8.000	1	22	11,00	12,80
1990 – Gen. 25	6.000	6.000	13	19	11,90	12,28
1990 – Feb. 2	2.000	2.000	10	10	12,10	12,64
1990 – Feb. 7	2.500	2.500	20	22	12,70	12,92
1990 – Feb. 12	2.500	2.500	3	17	12,75	13,01
1990 – Feb. 13	1.250	1.250	6	16	12,80	13,06
1990 – Feb. 14	2.500	2.500	6	8	12,75	13,11
1990 – Feb. 23	4.500	4.500	6	21	12,75	12,97
1990 – Feb. 26	6.000	5.340	2	21	11,55	12,29
1990 – Mar. 19	2.000	2.000	2	14	12,95	13,15
1990 – Mar. 26	2.000	2.000	2	7	12,95	13,17
1990 – Mag. 18	1.250	1.250	3	14	13,25	13,39
1990 – Mag. 24	1.000	1.000	6	7	12,05	12,22
1990 – Mag. 25	1.750	1.750	5	6	12,00	12,17
1990 – Giu. 4	6.000	5.220	9	10	10,55	11,71
1990 – Giu. 5	7.000	5.680	2	8	9,00	10,78
1990 – Giu. 12	1.000	1.000	1	8	10,50	10,51
1990 – Giu. 14	4.000	4.000	5	7	9,85	10,27
1990 – Giu. 25	5.500	5.085	1	16	9,50	10,39
1990 – Lug. 3	2.000	2.000	3	10	10,50	10,62
1990 – Lug. 5	4.000	4.000	6	7	9,25	9,81
1990 – Lug. 24	8.000	8.000	13	16	9,30	9,55
1990 – Lug. 25	5.000	5.000	7	16	9,25	9,43
1990 – Ago. 6	2.000	2.000	11	11	9,25	9,39
1990 – Ago. 8	1.000	1.000	13	13	9,35	9,45
1990 – Ago. 9	3.500	3.500	12	25	9,25	9,38
1990 – Ago. 22	3.500	2.045	11	11	7,35	8,06
1990 – Ago. 27	6.000	5.827	2	7	8,05	8,56
1990 – Nov. 5	1.500	1.500	8	8	11,00	11,47
1990 – Nov. 23	2.500	1.894	24	24	13,00	13,27
1990 – Nov. 26	3.000	3.000	21	21	13,15	13,36
1990 – Nov. 27	2.500	2.500	20	20	12,85	13,05
1990 – Dic. 5	5.000	5.000	4	7	12,65	13,07
1990 – Dic. 27	5.000	5.000	6	6	13,30	13,42
1991 – Gen. 23	4.000	4.000	27	27	12,20	12,39
1991 – Gen. 24	3.000	3.000	22	22	11,65	11,91
1991 – Gen. 25	6.500	5.268	7	7	11,15	11,60
1991 – Feb. 15	2.000	2.000	14	14	12,05	12,23
1991 – Feb. 19	4.000	4.000	10	10	12,25	12,43

Finanziamento delle sottoscrizioni alle aste dei BOT da parte della Banca d'Italia

(importi in miliardi di lire)

DATA	Ammontare massimo	Ammontare effettivo	Durata massima dell'operazione (in giorni)
1988 – Nov. 15	1.422	23	3
1988 – Nov. 30	6.138	350	19
1988 – Dic. 15	1.159	148	5
1988 – Dic. 30	9.226	728	3
1989 – Gen. 16	3.004	238	4
1989 – Gen. 30	11.154	580	14
1989 – Feb. 14	3.614	782	3
1989 – Feb. 28	6.884	966	2
1989 – Mar. 15	1.438	65	6
1989 – Mag. 15	2.801	50	3
1989 – Mag. 30	6.938	80	2
1989 – Giu. 15	2.175	115	1
1989 – Giu. 30	8.367	1.146	3
1989 – Lug. 14	1.499	105	5
1989 – Lug. 31	8.498	1.048	4
1989 – Ago. 16	3.163	760	2
1989 – Ago. 31	7.891	605	5
1989 – Set. 15	2.781	90	3
1989 – Set. 29	9.608	1.021	4
1989 – Ott. 16	3.145	620	2
1989 – Ott. 31	9.011	710	2
1989 – Nov. 30	8.030	155	1
1989 – Dic. 15	2.880	558	7
1989 – Dic. 29	3.601	2.070	4
1990 – Gen. 15	3.747	885	8
1990 – Gen. 30	11.772	269	2
1990 – Feb. 14	4.396	628	7
1990 – Feb. 28	9.265	723	1
1990 – Apr. 30	10.252	910	2
1990 – Mag. 15	3.596	300	2
1990 – Giu. 15	2.658	584	4
1990 – Giu. 28	7.033	1.170	4
1990 – Lug. 16	2.946	542	2
1990 – Lug. 31	9.622	1.150	2
1990 – Ago. 16	3.268	55	5
1990 – Ago. 31	8.172	250	3
1990 – Set. 28	9.165	903	3
1990 – Ott. 15	4.175	87	2
1990 – Ott. 30	10.216	610	3
1990 – Nov. 15	3.385	685	6
1990 – Nov. 30	7.479	395	3
1990 – Dic. 14	2.187	782	7
1990 – Dic. 31	8.536	2.005	2
1991 – Gen. 15	3.887	207	2
1991 – Gen. 30	10.278	871	1
1991 – Feb. 14	3.916	477	4

Vendite pronti contro termine di titoli da parte della Banca d'Italia

DATA DELL'ASTA	Importo offerto	Importo accolto	Durata operazione (giorni)		Tassi di rendimento	
			Minima	Massima	Massimo	Medio ponderato
1989 - Ott. 6	2.000	2.000	19	25	13,00	12,74
1989 - Ott. 11	1.750	1.750	14	20	12,90	12,80
1989 - Ott. 12	1.500	1.500	13	19	12,60	12,46
1989 - Ott. 13	1.750	1.750	12	18	12,70	12,52
1989 - Ott. 18	1.000	1.000	7	7	12,45	12,26
1989 - Nov. 3	1.500	1.500	12	12	11,70	11,33
1989 - Nov. 7	1.500	1.500	8	8	12,70	12,48
1989 - Nov. 15	4.500	4.500	12	15	11,95	11,78
1989 - Nov. 17	1.500	1.500	7	18	12,40	11,95
1990 - Gen. 11	1.500	1.500	13	14	12,65	12,55
1990 - Mar. 7	2.000	2.000	16	19	13,00	12,84
1990 - Mar. 12	2.500	2.500	7	11	12,80	12,69
1990 - Apr. 2	5.000	5.000	15	15	10,70	10,47
1990 - Apr. 3	3.500	3.500	2	2	7,20	4,74
1990 - Apr. 4	3.000	3.000	22	26	11,55	11,35
1990 - Apr. 6	2.000	2.000	11	24	11,90	11,63
1990 - Apr. 13	3.000	3.000	13	17	10,65	10,52
1990 - Apr. 17	2.500	2.500	9	10	11,45	11,22
1990 - Apr. 18	3.000	3.000	8	9	10,90	10,41
1990 - Apr. 19	1.500	1.500	7	8	11,95	11,74
1990 - Apr. 20	1.000	1.000	6	7	10,50	10,46
1990 - Apr. 30	1.000	1.000	28	30	10,90	10,55
1990 - Mag. 2	2.500	2.500	26	29	10,75	10,56
1990 - Mag. 9	1.000	1.000	16	21	11,95	11,62
1990 - Mag. 11	3.000	3.000	13	19	12,30	12,02
1990 - Set. 5	3.000	3.000	9	9	7,10	6,69
1990 - Set. 7	2.500	2.500	7	7	6,00	5,80
1990 - Set. 11	2.000	2.000	17	17	8,80	8,24
1990 - Set. 13	4.000	4.000	12	15	8,20	7,78
1990 - Set. 14	3.000	3.000	11	14	7,20	6,97
1990 - Set. 18	3.000	3.000	7	7	5,60	5,19
1990 - Set. 19	1.250	1.250	6	9	5,10	4,98
1990 - Ott. 1	7.500	6.642	14	24	10,50	9,46
1990 - Ott. 5	1.000	1.000	17	26	10,60	10,33
1990 - Ott. 10	1.000	1.000	21	21	11,35	11,16
1990 - Ott. 11	750	750	20	20	11,40	11,11
1990 - Ott. 12	1.750	1.750	13	19	11,30	11,09
1990 - Ott. 15	2.000	2.000	10	10	10,90	10,78
1990 - Nov. 8	1.500	1.500	11	15	11,75	11,45
1990 - Nov. 13	750	450	10	10	13,35	13,20
1990 - Nov. 15	1.000	1.000	8	8	13,55	13,33
1990 - Nov. 29	2.250	1.035	5	5	14,10	13,91
1991 - Gen. 8	750	750	23	23	12,65	12,64
1991 - Gen. 10	3.000	3.000	13	14	12,45	12,37
1991 - Gen. 11	3.000	3.000	12	13	12,05	11,82
1991 - Feb. 1	2.000	2.000	4	4	15,00	14,15

Aste dei Buoni ordinari del Tesoro

DATA	BOT in scadenza			BOT offerti	Sca- denza in giorni	BOT doman- dati dagli opera- tori	BOT aggiudicati			Prezzo medio di aggliu- dazione	Rendimenti	
	Opera- tori	Banca d'Italia	Totale				Opera- tori	Banca d'Italia	Totale		Sem- plice	Com- posto
3 MESI												
1990 – metà Ago. . .	3.275	225	3.500	3.000	91	4.252	3.000	0	3.000	97,32	11,05	11,51
fine "	8.247	209	8.456	9.500	91	11.247	9.500	0	9.500	97,28	11,21	11,70
metà Set.	1.970	30	2.000	4.250	91	10.220	4.250	0	4.250	97,43	10,58	11,01
fine "	8.523	477	9.000	10.500	94	12.835	10.500	0	10.500	97,50	9,96	10,33
metà Ott.	2.980	20	3.000	4.000	92	5.520	4.000	0	4.000	97,36	10,76	11,20
fine "	11.276	224	11.500	12.500	92	12.609	12.500	0	12.500	97,25	11,22	11,70
metà Nov.	2.950	50	3.000	4.000	91	6.039	4.000	0	4.000	97,11	11,94	12,48
fine "	9.455	45	9.500	10.500	90	10.743	10.500	0	10.500	96,93	12,84	13,48
metà Dic.	4.030	220	4.250	5.250	90	5.855	4.950	300	5.250	96,82	13,32	14,00
fine "	10.201	299	10.500	12.500	88	15.311	12.500	0	12.500	96,88	13,36	14,05
1991 – metà Gen. . .	3.641	359	4.000	4.250	90	6.669	4.250	0	4.250	97,02	12,46	13,05
fine "	11.570	930	12.500	12.500	90	11.463	11.288	500	11.788	97,07	12,24	12,82
metà Feb.	3.895	105	4.000	4.250	90	5.181	4.250	0	4.250	96,95	12,76	13,39
6 MESI												
1990 – metà Ago. . .	4.741	9	4.750	5.250	182	4.932	4.800	450	5.250	94,60	11,45	11,78
fine "	13.279	221	13.500	13.500	181	13.623	13.494	0	13.494	94,46	11,83	12,18
metà Set.	4.250	0	4.250	4.500	181	7.091	4.500	0	4.500	94,49	11,76	12,11
fine "	13.000	0	13.000	14.000	182	19.091	13.999	0	13.999	94,53	11,60	11,94
metà Ott.	4.750	0	4.750	5.750	182	6.673	5.750	0	5.750	94,57	11,52	11,85
fine "	13.975	25	14.000	15.000	182	16.285	15.000	0	15.000	94,60	11,45	11,78
metà Nov.	4.000	0	4.000	4.500	181	4.763	4.500	0	4.500	94,54	11,65	11,99
fine "	10.967	33	11.000	11.500	181	10.873	10.650	850	11.500	94,38	12,01	12,37
metà Dic.	3.910	90	4.000	4.750	182	3.444	3.255	1.300	4.555	94,11	12,55	12,95
fine "	12.536	964	13.500	14.250	179	11.901	11.309	2.750	14.059	93,93	13,18	13,62
1991 – metà Gen. . .	4.635	865	5.500	5.250	181	7.167	5.250	0	5.250	93,81	13,31	13,75
fine "	12.500	0	12.500	12.750	181	15.812	12.750	0	12.750	94,15	12,53	12,93
metà Feb.	4.748	502	5.250	5.500	183	5.544	5.499	0	5.499	94,05	12,62	13,02
12 MESI												
1990 – metà Ago. . .	1.980	20	2.000	2.500	365	2.914	2.500	0	2.500	89,25	12,04	–
fine "	8.980	20	9.000	10.000	364	9.608	9.000	1.000	10.000	88,95	12,46	–
metà Set.	2.500	0	2.500	2.750	367	3.922	2.750	0	2.750	88,95	12,36	–
fine "	9.492	8	9.500	10.500	367	12.046	10.000	500	10.500	89,00	12,29	–
metà Ott.	2.995	5	3.000	3.750	365	4.556	3.750	0	3.750	89,00	12,36	–
fine "	10.497	3	10.500	11.500	365	12.648	11.500	0	11.500	89,00	12,36	–
metà Nov.	3.000	0	3.000	3.500	364	3.784	3.500	0	3.500	89,00	12,39	–
fine "	9.300	200	9.500	10.000	364	9.633	9.633	0	9.633	88,90	12,52	–
metà Dic.	1.750	0	1.750	2.500	367	2.669	2.300	200	2.500	88,55	12,86	–
fine "	10.500	0	10.500	11.250	365	11.699	11.050	200	11.250	88,45	13,06	–
1991 – metà Gen. . .	4.230	20	4.250	4.500	365	5.388	4.100	400	4.500	88,40	13,12	–
fine "	13.750	0	13.750	13.750	365	14.540	13.750	0	13.750	88,55	12,93	–
metà Feb.	4.695	55	4.750	5.250	365	4.868	4.750	500	5.250	88,40	13,12	–

Tassi d'interesse
(valori percentuali)

DATA	Tassi sui crediti da BI		Tassi di rendimento					
	Base	Effettivi su antic. scad. fissa	BOT 3 mesi	BOT 6 mesi	BOT 12 mesi	BOT media	BTP	Obbligazioni mobiliari
1986	12,00	13,03	10,81	10,25	10,01	10,25	10,05	9,05
1987	12,00	12,37	11,64	11,66	11,39	11,55	10,50	11,19
1988	12,50	14,05	12,08	11,44	11,51	11,68	10,70	11,05
1989	13,50	14,74	13,50	13,37	13,04	13,32	12,30	12,08
1990 - Gen.	13,50	14,21	12,97	12,99	12,90	12,95	12,28	11,83
Feb.	13,50	14,44	12,74	12,63	12,77	12,71	12,41	12,03
Mar.	13,50	13,50	13,28	13,02	13,12	13,13	12,43	12,15
Apr.	13,50	-	12,73	13,00	13,12	12,94	12,20	12,11
Mag.	12,50	14,21	12,02	11,91	12,29	12,05	11,97	12,18
Giu.	12,50	12,62	11,07	11,28	11,77	11,37	11,32	12,07
Lug.	12,50	12,86	11,54	11,58	11,90	11,66	11,26	11,69
Ago.	12,50	13,00	11,65	12,08	12,37	12,03	11,79	12,02
Set.	12,50	-	10,53	11,98	12,31	11,60	11,60	12,05
Ott.	12,50	12,50	11,58	11,80	12,36	11,89	11,58	11,92
Nov.	12,50	13,35	13,20	12,26	12,49	12,65	11,69	12,00
Dic.	12,50	14,16	14,04	13,47	13,03	13,56	11,96	12,29
1991 - Gen.	12,50	13,04	12,88	13,17	12,97	13,01	12,04	12,28
DATA	Tassi bancari							Tassi sui conti interbancari
	Prestiti in lire			Depositi		Certificati di deposito		
	Prime rate ABI	Minimo	Medio	Massimo	Medio	6 mesi	12 mesi	
1986	13,00	12,54	13,93	10,69	7,61	10,69	10,34	11,51
1987	13,00	12,34	13,79	9,81	6,94	10,18	10,29	10,76
1988	13,00	12,34	13,67	9,62	6,77	9,98	10,06	11,73
1989	14,00	12,99	14,18	9,92	7,01	10,75	10,54	12,76
1990 - Gen.	14,00	13,01	14,29	9,87	7,05	10,77	10,56	12,85
Feb.	14,00	13,12	14,46	9,88	6,99	10,79	10,58	12,92
Mar.	14,00	13,13	14,53	9,91	7,01	10,81	10,63	13,06
Apr.	14,00	13,13	14,54	10,00	7,07	10,83	10,66	12,64
Mag.	13,25	13,03	14,46	9,96	7,01	10,81	10,66	12,32
Giu.	13,00	12,65	14,18	9,54	6,54	10,52	10,46	11,98
Lug.	13,00	12,39	13,88	9,55	6,56	10,45	10,48	11,72
Ago.	13,00	12,35	13,80	9,55	6,58	10,44	10,41	11,60
Set.	13,00	12,31	13,81	9,58	6,63	10,50	10,48	10,90
Ott.	13,00	12,19	13,67	9,60	6,65	10,48	10,52	10,45
Nov.	13,00	12,20	13,61	9,60	6,66	10,49	10,58	10,94
Dic.	13,00	12,37	13,77	9,66	6,73	10,50	10,59	12,39
1991 - Gen.	13,13	12,47	13,99	9,76	6,83	10,52	10,52	13,19

Principali voci di situazione delle aziende di credito

(consistenze in miliardi di lire)

DATA	ATTIVO										
	Riserve bancarie	Impieghi		Titoli	di cui:		Azioni e parte- cipazioni	Soffe- renze	Rapporti inter- bancari	Rapporti con ICS	Capitali fruttiferi sull' estero
		In lire	In valuta		di cui:	di cui:					
					BOT	Altri titoli di Stato					
1986	88.557	245.735	28.523	214.764	27.802	113.354	11.640	21.105	97.121	8.861	77.871
1987	98.085	263.248	33.889	220.992	23.583	121.030	12.979	24.205	92.842	9.386	73.682
1988	106.721	307.815	43.602	208.701	20.939	118.542	14.641	24.944	88.645	9.485	80.268
1989	116.823	374.248	52.935	200.395	22.171	112.658	19.599	26.166	104.171	10.420	100.608
1990 - Gen.	127.674	379.638	53.506	161.139	11.247	86.162	19.426	26.703	75.191	9.136	83.258
Feb.	124.150	376.012	55.461	155.924	11.270	81.971	19.381	26.851	66.833	8.507	82.269
Mar.	125.914	368.308	57.146	163.040	15.146	86.161	19.339	26.545	72.872	7.871	87.386
Apr.	123.960	373.764	58.086	171.675	20.147	90.403	19.737	26.963	66.115	7.993	85.980
Mag.	127.266	378.594	60.675	168.853	14.479	92.965	19.736	27.174	71.920	7.964	89.921
Giu.	121.156	383.619	61.409	166.642	16.342	89.556	20.204	27.231	70.077	8.720	96.859
Lug.	126.478	396.986	61.126	152.215	14.455	79.473	20.064	27.579	63.391	8.081	86.769
Ago.	125.661	387.540	60.291	160.215	16.455	....	....	....	....	....	....
Set.	123.865	383.214	61.503	174.215	19.955	....	....	....	....	....	....
Ott.	128.418	397.716	60.207	173.315	23.855	....	....	....	....	....	....
Nov.	134.085	410.240	58.721	164.715	22.355	....	....	....	....	....	....
Dic.	127.566	438.240	58.321	186.915	23.255	....	....	....	....	....	....
1991 - Gen.	131.196	434.640	57.571	147.915	7.255	....	....	....	....	....	....
DATA	PASSIVO										
	Depositi	di cui:		Depositi in valuta di residenti	Fondi di terzi in amm.ne	Crediti da BI-UI-C	Rapporti inter- bancari	Rapporti con ICS	Patri- monio	Provvista sull'este- ro	Saldo altre voci
		In conto corrente	certificati deposito								
1986	496.101	277.188	21.465	1.328	3.521	4.412	108.168	5.109	61.799	99.322	14.416
1987	531.819	299.903	31.968	1.012	2.220	5.718	103.966	5.777	72.433	103.828	2.536
1988	571.564	324.769	55.929	2.203	1.834	5.730	98.018	5.787	77.740	122.999	-1.054
1989	625.348	358.420	86.093	2.908	1.534	6.298	119.609	6.337	87.468	152.955	2.908
1990 - Gen.	603.878	335.521	92.832	2.927	1.557	9.956	81.609	6.656	96.709	138.215	-5.835
Feb.	594.871	327.211	96.784	3.302	1.547	4.890	75.646	6.337	95.990	139.324	-6.519
Mar.	598.021	329.631	99.786	3.066	1.528	4.866	82.302	6.816	95.015	143.962	-7.156
Apr.	606.019	337.237	100.944	3.212	1.571	4.844	74.969	6.240	93.988	139.637	3.792
Mag.	595.529	326.897	103.561	3.099	1.567	4.868	78.622	5.474	93.957	147.248	21.739
Giu.	606.867	336.386	105.961	3.372	1.534	5.560	78.447	6.386	94.221	149.931	9.597
Lug.	607.704	335.414	107.965	3.434	1.573	4.907	70.618	5.408	94.492	143.564	10.989
Ago.	606.088	331.171	109.240	....	....	4.921	....	....	....	....	....
Set.	620.288	342.152	111.326	....	....	4.921	....	....	....	....	....
Ott.	628.133	345.003	116.923	....	....	4.910	....	....	....	....	....
Nov.	624.695	339.302	119.016	....	....	4.926	....	....	....	....	....
Dic.	684.195	388.102	119.916	....	....	7.584	....	....	....	....	....
1991 - Gen.	652.995	357.702	124.716	....	....	4.980	....	....	....	....	....

Principali voci di situazione degli istituti di credito speciale
(consistenze in miliardi di lire)

DATA	ATTIVO										
	Cassa e disponibilità		Impieghi			Impieghi p/c Tesoro	Titoli			Attività sull'estero	
	di cui: c/o aziende di credito e ICS		Totale	di cui: mobiliari	di cui: fondiari		Totale	di cui: BOT	di cui: altri di Stato		di cui: crediti finanziari
1985	4.087	4.601	137.435	73.771	36.096	7.145	19.099	906	15.535	4.322	3.543
1986	4.470	4.574	154.781	84.858	40.823	6.089	16.555	678	13.833	3.858	2.961
1987	5.045	5.159	175.788	95.796	48.913	5.036	15.499	797	9.614	5.848	4.064
1988	5.340	5.461	202.951	110.913	58.095	3.879	17.188	887	11.447	6.295	4.123
1989 - Dic.	4.947	5.099	238.558	136.277	68.353	2.791	14.146	590	9.120	9.681	4.344
1990 - Gen.	5.813	5.875	240.069	137.060	68.923	2.238	14.713	410	9.011	9.681	4.249
Feb.	5.687	5.736	244.380	139.834	70.107	2.238	15.158	436	8.976	9.681	4.262
Mar.	5.851	6.227	248.072	142.221	71.285	2.238	13.650	410	7.831	9.524	4.679
Apr.	5.918	5.973	250.399	143.471	72.304	2.238	13.477	478	7.599	9.524	4.698
Mag.	5.375	5.825	253.596	145.459	73.524	2.238	13.970	332	8.056	9.524	4.750
Giu.	5.404	5.768	253.626	145.877	73.701	1.757	15.619	361	9.467	9.282	4.993
Lug.	5.156	5.335	258.260	148.808	75.164	1.757	17.242	836	10.089	9.282	4.905
Ago.	5.597	5.748	261.490	150.196	75.917	1.757	16.897	523	10.299	9.282	4.995
Set.	5.709	5.831	262.835	150.103	76.839	1.757	17.523	893	11.024	10.259	5.199
Ott.	6.055	6.179	266.787	152.005	78.377	1.757	16.632	747	10.226	10.259	5.222
Nov.	4.650	4.773	270.202	153.641	79.794	1.757	17.647	1.025	10.951	10.259	5.248
Dic. ....	....	....	(278.040)	(159.100)	(80.920)	....	....	....	....	....	....

DATA	PASSIVO										
	Certificati di deposito		Obbligazioni			Obbliga- zioni p/c Tesoro	C/c con aziende di credito e ICS	Fondi pubblici e Medio- credito centrale	Passività sull' estero	Patri- monio	Altre voci a saldo
	di cui: fino a 24 mesi		Totale	di cui: mobiliari	di cui: fondiari						
1985	18.046	25.549	95.022	37.736	36.192	7.145	6.010	7.886	21.978	18.105	-9.093
1986	20.837	28.258	102.193	41.234	39.693	6.089	5.779	9.245	24.210	21.225	-11.144
1987	24.375	30.878	113.681	46.137	45.944	5.036	6.104	10.575	29.959	23.609	-12.511
1988	33.376	43.837	121.239	47.574	51.720	3.949	6.656	11.451	36.528	25.957	-13.842
1989 - Dic.	38.164	52.804	129.378	51.209	56.957	2.863	8.016	13.043	52.681	28.365	-16.875
1990 - Gen.	38.350	53.190	128.521	50.080	57.217	2.319	6.995	12.929	53.120	28.365	-12.863
Feb.	39.478	54.758	129.814	50.077	58.024	2.305	6.681	12.851	53.850	28.365	-11.431
Mar.	40.365	56.345	129.981	50.067	58.167	2.282	6.427	12.790	56.511	29.117	-13.722
Apr.	41.148	57.350	130.750	50.024	58.905	2.258	5.933	12.785	56.470	29.117	-13.053
Mag.	42.115	58.660	131.346	50.016	59.490	2.258	6.118	12.760	58.024	29.117	-13.129
Giu.	43.062	60.097	131.739	50.420	59.442	1.878	7.058	12.835	61.047	30.087	-18.689
Lug.	43.635	60.894	131.250	49.759	59.641	1.878	6.623	12.790	62.446	30.087	-14.092
Ago.	43.926	61.456	131.988	49.968	59.930	1.859	6.467	12.892	64.645	30.087	-14.220
Set.	44.200	62.198	132.785	50.015	60.282	1.761	5.777	12.805	66.101	30.342	-13.564
Ott.	44.700	62.972	133.536	49.903	60.759	1.761	6.767	13.110	67.605	30.342	-14.479
Nov.	45.080	63.642	134.561	50.847	60.756	1.761	7.352	13.078	70.301	30.342	-16.399

Impieghi per branche di attività economica*(consistenze in miliardi di lire e variazioni percentuali)***Dicembre 1990**

BRANCHE DI ATTIVITA' ECONOMICA	AZIENDE DI CREDITO				ISTITUTI DI CREDITO SPECIALE			
	Imprese		Famiglie produttrici		Imprese		Famiglie produttrici	
	Consi- stenze	Variazioni percentuali 12 mesi	Consi- stenze	Variazioni percentuali 12 mesi	Consi- stenze	Variazioni percentuali 12 mesi	Consi- stenze	Variazioni percentuali 12 mesi
Prodotti dell'agricoltura, della silvicoltura e della pesca	9.778	16,3	5.434	14,2	7.622	2,7	4.815	10,7
Prodotti energetici	6.917	-21,6	49	36,1	6.934	29,7	10	42,9
Minerali e metalli ferrosi e non ferrosi	7.704	-0,3	285	10,5	3.256	5,5	23	15,0
Minerali e prodotti a base di minerali non metallici	7.774	20,8	1.541	12,1	3.595	15,6	192	12,3
Prodotti chimici	8.916	-2,6	368	7,3	4.366	-4,0	38	15,2
Prodotti in metallo esclusi le macchine e i mezzi di trasporto	12.081	16,5	3.982	17,1	4.106	18,6	299	18,7
Macchine agricole e industriali	13.756	10,1	1.742	15,1	8.219	7,2	335	7,0
Macchine per ufficio, elaborazione dati, strumenti di precisione, ottica e simili	4.253	34,0	279	18,2	2.365	-4,4	25	78,6
Materiale e forniture elettriche	10.145	13,0	897	20,1	4.761	13,4	74	15,6
Mezzi di trasporto	5.319	22,4	500	20,2	5.511	18,2	65	16,1
Prodotti alimentari, bevande e prodotti a base di tabacco	15.573	7,3	2.360	12,9	7.686	8,5	484	17,2
Prodotti tessili, cuoio e calzature, abbigliamento	23.877	13,1	5.147	13,5	4.644	9,6	401	21,5
Carta e prodotti della stampa e editoria	6.966	8,4	1.196	17,6	3.098	23,6	93	22,4
Prodotti in gomma e in plastica	5.041	13,6	1.097	15,0	1.444	8,8	79	29,5
Altri prodotti industriali	8.347	16,4	3.624	14,1	2.167	8,7	347	18,4
Edilizia e opere pubbliche	31.666	23,5	10.313	16,3	21.409	5,6	2.791	8,9
Servizi del commercio	51.541	16,1	22.196	14,8	9.686	21,8	3.926	22,4
Alberghi e pubblici esercizi	3.672	40,7	2.863	25,8	3.117	18,0	1.644	23,8
Servizi dei trasporti interni	5.232	11,0	2.383	15,1	12.643	27,2	135	23,9
Servizi dei trasporti marittimi e aerei	1.290	23,9	50	19,0	1.903	4,8	16	-11,1
Servizi connessi ai trasporti	2.133	26,1	263	12,4	2.124	17,9	39	25,8
Servizi delle comunicazioni	549	-3,2	15	50,0	9.383	17,4	1	....
Altri servizi destinabili alla vendita ..	28.822	35,4	5.429	20,9	14.269	33,9	1.315	30,8
TOTALE GENERALE	271.352	15,2	72.013	15,8	144.308	14,4	17.147	16,5
CREDITO ACCORDATO	506.978	6,9	97.661	14,4	192.740	17,6	18.678	15,1

**FONDI COMUNI MOBILIARI
PORTAFOGLIO TITOLI**

(valori di bilancio di fine

Periodo	TITOLI IN LIRE						
	Titoli di Stato				Obbligazioni	Azioni	TOTALE
		di cui: BOT	di cui: BTP	di cui: CCT			
1986	35.841	1.075	7.373	26.419	5.142	17.885	58.868
1987	31.569	1.989	3.558	24.150	5.254	13.561	50.384
1988	22.292	1.528	3.962	15.533	4.672	13.958	40.922
1989 - Dic.	18.630	1.429	2.887	12.429	4.394	14.879	37.903
1990 - Gen.	17.820	1.090	2.805	12.071	4.374	14.339	36.533
Feb.	17.179	924	2.407	12.289	4.295	13.516	34.990
Mar.	16.919	827	2.005	12.617	4.417	13.898	35.234
Apr.	19.293	1.052	2.100	14.462	4.320	14.472	38.085
Mag.	20.070	725	2.760	14.709	4.379	15.621	40.070
Giu.	21.043	601	2.679	15.758	4.355	15.709	41.107
Lug.	22.083	745	2.342	16.849	4.313	15.090	41.486
Ago.	20.826	764	1.796	16.306	4.138	13.226	38.190
Set.	21.142	1.420	1.368	16.555	4.125	11.716	36.983
Ott.	22.401	1.680	1.351	17.372	4.030	11.639	38.070
Nov.	22.484	1.927	1.276	17.226	3.862	10.401	36.747
Dic.	23.259	2.168	1.487	17.354	3.844	10.815	37.918

**DI DIRITTO ITALIANO:
E PATRIMONIO NETTO**
periodo; miliardi di lire)

Titoli in valuta (1)		Altre attività finanziarie (2)	Portafoglio totale	PATRIMONIO NETTO (3)	Per memoria		Periodo
	di cui: azioni				Raccolta lorda	Raccolta netta	
3.734	2.305	145	62.747	65.077	46.327	37.543	..... 1986
5.497	2.608	624	56.505	59.454	17.525	-61	..... 1987
7.922	3.485	638	49.482	51.565	6.279	-12.960	..... 1988
6.872	4.958	1.053	45.828	49.165	579	-436	..... 1989 - Dic.
6.570	5.011	1.121	44.224	48.228	891	-684	..... 1990 - Gen.
5.898	4.556	1.180	42.068	46.554	1.144	-385	..... Feb.
5.541	4.328	1.296	42.071	47.271	1.386	-250	..... Mar.
5.006	4.065	1.267	44.358	47.656	1.144	-123	..... Apr.
5.536	4.592	1.171	46.777	49.522	1.265	-127	..... Mag.
5.566	4.473	1.155	47.828	50.353	1.383	189	..... Giu.
5.655	4.536	1.160	48.301	50.561	1.678	652	..... Lug.
5.096	4.017	1.124	44.410	48.120	1.315	407	..... Ago.
4.810	3.420	1.145	42.938	46.727	960	171	..... Set.
5.117	3.667	1.173	44.360	47.725	1.591	578	..... Ott.
5.180	3.625	1.179	43.106	46.528	1.281	265	..... Nov.
5.403	3.892	1.138	44.459	47.379	1.108	138	..... Dic.

Emissioni nette di valori mobiliari*(miliardi di lire)*

PERIODO	Emittenti			Totale titoli di Stato e obblig.	Investitori					Azioni
	Settore pubblico	ICS	Enti pubblici e imprese		BI-UIC	Cassa DD.PP.	Aziende di credito	Fondi comuni di investim.	Altri	
1985	94.309	5.178	2.195	101.682	8.910	504	28.937	(11.656)	51.676	12.220
1986	88.043	6.805	6.071	100.919	7.911	830	7.427	27.723	57.029	18.872
1987	58.146	11.012	4.038	73.195	1.420	485	10.459	-3.845	64.677	10.432
1988	61.837	7.966	709	70.512	4.229	252	-8.122	-8.961	83.115	9.697
1989	65.547	8.205	35	73.786	7.957	-6	-9.660	-3.853	79.348	18.370
1990	76.048	(6.265)	-2.931	(79.383)	....	....	....	3.303	....	(16.036)
1988-IV trim ..	24.735	1.573	-70	26.239	3.462	-116	8.907	-361	14.346	3.940
1989-I trim ..	5.970	237	-1.028	5.178	-1.826	-120	-12.800	-3.078	23.002	1.852
II " ..	18.189	3.353	675	22.217	6.396	203	-5.880	-435	21.933	2.441
III " ..	19.645	2.071	-21	21.695	-3.412	-182	20	480	24.789	5.139
IV " ..	21.743	2.544	408	24.696	6.798	93	9.000	-820	9.624	8.937
1990-I trim ..	10.693	1.766	-628	11.831	2.587	-180	-30.310	-1.218	40.952	(4.042)
II " ..	25.872	1.644	262	27.778	-7.459	-48	2.460	3.948	28.878	(3.782)
III " ..	10.615	(1.329)	-1.606	(10.337)	-4.661	-221	(3.930)	-664	(11.953)	(5.140)
IV " ..	28.869	(1.526)	-958	(29.437)	....	....	....	(1.237)	....	(3.072)
1989-Dic.	5.837	455	603	6.895	1.713	-125	12.840	-186	-7.347	4.455
1990-Gen.	3.232	-857	-689	1.686	13.485	-19	-28.320	-519	17.059	(1.753)
Feb.	5.137	2.458	93	7.689	-1.839	-132	-5.150	-545	15.354	(1.491)
Mar.	2.324	165	-32	2.456	-9.059	-30	3.160	-154	8.539	(797)
Apr.	5.476	637	-170	5.944	-5.990	-5	3.630	1.973	6.335	(1.902)
Mag.	16.473	615	504	17.592	-969	-12	2.960	1.117	14.496	(567)
Giu.	3.923	392	-72	4.243	-500	-31	-4.130	858	8.046	(1.313)
Lug.	4.741	-555	-1.480	2.706	8.365	-173	-12.570	836	6.248	(4.061)
Ago.	4.849	595	-103	5.341	-6.114	-10	(6.000)	-1.096	(6.561)	(401)
Set.	1.025	(1.289)	-24	(2.290)	-6.912	-38	(10.500)	-404	(-856)	(678)
Ott.	10.042	(557)	-113	(10.486)	1.397	-39	(-4.800)	893	(13.035)	(1.485)
Nov.	9.122	(-886)	-228	(8.008)	2.314	-17	(-7.100)	(-102)	(12.914)	(1.043)
Dic.	9.705	(1.855)	-618	(10.942)	....	....	....	(446)	....	(545)

Condizioni di emissione di CCT, BTP e CTE

Codice ABI	Titolo	Data di emissione	Prezzo di emissione	Rendimento all'emissione		Importo collocato (mld di lire)	Spread	Prima cedola		
				Lordo	Netto			Lorda	Netta	
13084	CCT	1.7.95	3.7.90	100,00	12,90	11,19	11.500	0,50	6,30	5,5125
13085	CCT	1.9.95	3.9.90	97,30	14,29	12,47	9.038	0,50	6,30	5,5125
13089	CCT	1.10.95	2.10.90	99,00	13,57	11,79	9.000	0,50	6,30	5,5125
13090	CCT	1.11.95	2.11.90	99,20	13,60	11,82	8.500	0,50	6,30	5,5125
13092	CCT	1.12.95	3.12.90	98,10	14,14	12,31	6.000	0,50	6,30	5,5125
13093	CCT	1.1.96	7.1.91	98,40	14,55	12,67	5.500	0,50	6,30	5,5125
13095	CCT	1.2.96	1.2.91	98,25	14,35	12,50	7.000	0,50	6,30	5,5125

Codice ABI	Titolo	Data di emissione	Prezzo di emissione	Rendimento all'emissione		Importo collocato (mld di lire)	Cedola		
				Lordo	Netto		Lorda	Netta	
12666	BTP	1.5.94	2.5.90	96,60	14,08	12,27	5.500	6,25	5,4685
12667	BTP	1.6.94	1.6.90	98,80	13,29	11,55	2.500	6,25	5,4685
12668	BTP	1.6.97	1.6.90	97,50	13,46	11,70	1.500	6,25	5,4685
12669	BTP	16.6.97	18.6.90	98,50	13,50	11,74	7.500	6,25	5,4685
12670	BTP	1.7.94	2.7.90	99,50	13,06	11,34	10.500	6,25	5,4685
12671	BTP	1.9.94	4.9.90	96,30	14,23	12,42	10.419	6,25	5,4685
12672	BTP	1.11.94	2.11.90	98,05	13,56	11,78	6.000	6,25	5,4685
12673	BTP	1.11.97	5.11.90	94,75	14,17	12,36	6.500	6,25	5,4685
12674	BTP	1.1.96	4.1.91	96,30	14,02	12,21	5.000	6,25	5,4685
12675	BTP	1.1.98	8.1.91	94,15	14,35	12,53	7.500	6,25	5,4685

Codice ABI	Titolo	Data di emissione	Prezzo di emissione	Rendimento all'emissione		Importo collocato (mil di ecu)	Tasso di cambio lira-ecu all'emis.	Cedola		
				Lordo	Netto			Lorda	Netta	
13062	CTE	26.10.94	26.10.89	100,00	10,14	8,88	1.000	1.505,22	10,15	8,8810
13066	CTE	22.11.94	23.11.89	100,00	10,70	9,36	1.000	1.501,85	10,70	9,3625
13071	CTE	24.1.95	25.1.90	100,00	11,15	9,76	1.000	1.515,83	11,15	9,7560
13075	CTE	27.3.95	27.3.90	100,00	11,99	10,49	1.000	1.502,52	12,00	10,5000
13081	CTE	29.5.95	29.5.90	100,00	11,54	10,10	750	1.510,05	11,55	10,1060
13087	CTE	26.9.95	26.9.90	101,15	11,57	10,10	2.500	1.543,10	11,90	10,4125

CCT, CTE, CTS, CTR, BTP e Fondi comuni

DATA	Rendimenti attesi netti					Indici di capitalizzazione					
	CCT	CTE	CTS	CTR	BTP	CCT	CTE	CTS	CTR	BTP	Fondi comuni
1985	14,68	9,88	—	4,61	13,78	226,18	162,52	—	101,12	126,89	117,10
1986	12,41	8,52	—	4,49	11,47	259,08	187,57	—	117,76	146,91	161,60
1987	10,66	8,44	—	4,57	10,52	289,14	207,29	—	132,34	163,43	169,68
1988	11,25	8,11	11,67	5,39	10,47	316,26	233,11	101,02	141,33	180,86	167,63
1989	12,71	9,32	12,96	6,65	11,58	348,83	238,78	108,48	148,24	198,46	189,77
1990	12,31	9,99	12,41	6,87	11,85	397,58	255,49	124,16	164,87	221,95	201,58
1988 – IV trim	11,66	8,30	11,74	5,88	10,65	328,23	238,85	103,57	142,61	187,39	176,90
1989 – I trim	12,04	8,77	12,21	6,10	10,99	334,76	238,63	105,09	145,03	191,48	180,19
II "	12,61	9,51	13,08	6,27	11,54	343,31	236,10	106,08	148,02	195,63	184,85
III "	12,83	9,30	12,88	6,71	11,67	353,28	238,59	110,43	149,83	200,98	197,59
IV "	13,36	9,70	13,65	7,52	12,10	363,99	241,78	112,33	150,10	205,74	196,43
1990 – I trim	12,99	9,94	13,39	7,82	12,22	376,31	245,54	116,21	153,24	211,50	199,79
II "	12,37	10,13	12,36	7,10	11,76	391,55	248,80	122,55	161,23	219,04	208,07
III "	11,79	9,97	11,77	6,45	11,60	405,41	259,30	127,40	168,88	225,71	204,42
IV "	12,08	9,93	12,14	6,12	11,81	417,03	268,31	130,49	176,13	231,57	194,06
1990 – Gen.	13,14	9,94	13,12	7,75	12,12	371,79	245,03	115,90	152,06	209,74	200,83
Feb.	12,93	9,85	13,47	7,95	12,26	375,87	246,22	115,81	152,63	211,40	198,72
Mar.	12,90	10,04	13,58	7,76	12,29	381,28	245,38	116,93	155,03	213,36	199,81
Apr.	12,86	10,12	13,02	7,27	12,11	386,88	246,11	119,96	158,87	215,97	203,22
Mag.	12,55	10,21	12,53	7,30	11,91	391,07	247,79	122,23	160,36	218,67	207,55
Giu.	11,69	10,07	11,53	6,74	11,27	396,70	252,50	125,46	164,46	222,48	213,43
Lug.	11,52	9,87	11,35	6,29	11,26	402,60	256,75	127,23	168,02	224,56	213,45
Ago.	11,87	9,83	11,94	6,64	11,81	404,39	259,50	126,89	168,08	224,97	202,29
Set.	11,98	10,21	12,04	6,43	11,74	409,24	261,66	128,09	170,53	227,59	197,53
Ott.	11,88	10,14	11,97	5,99	11,67	413,73	265,18	129,46	174,04	229,84	195,88
Nov.	11,96	9,91	11,93	6,05	11,75	417,54	268,66	130,97	176,10	231,85	192,45
Dic.	12,40	9,75	12,52	6,31	12,00	419,82	271,08	131,03	178,24	233,03	193,84
1991 – Gen.	12,61	9,73	12,60	6,25	12,13	424,10	273,01	132,46	180,37	235,05	191,97

Attività liquide del settore non statale*(consistenze in miliardi di lire, variazioni percentuali sul periodocorrispondente)*

DATA	Consistenze di fine periodo				Variazioni percentuali			
	M1	M2A	M2	M3	M1	M2A	M2	M3
1982	212.029	398.642	398.642	472.249	17,1	18,3	18,3	18,4
1983	239.210	444.264	447.521	536.580	12,8	11,4	12,3	13,6
1984	269.575	495.010	502.557	613.241	12,7	11,4	12,3	14,3
1985	297.951	545.205	558.514	684.579	10,5	10,1	11,1	11,6
1986	331.039	590.655	612.120	742.069	11,1	8,3	9,6	8,4
1987	357.151	632.795	664.762	828.394	7,9	7,1	8,6	11,6
1988 - Nov.	348.928	619.366	674.134	881.766	6,5	5,0	8,6	12,1
Dic.	386.038	667.746	723.675	931.290	8,1	5,5	8,9	12,4
1989 - Gen.	363.562	644.618	708.120	930.386	6,7	5,1	8,9	13,3
Feb.	358.671	636.425	704.253	935.316	7,4	5,9	9,8	14,1
Mar.	362.212	639.096	711.120	942.551	8,0	6,5	10,6	14,2
Apr.	370.739	647.159	721.839	958.715	9,0	7,0	11,3	15,5
Mag.	361.227	636.031	713.137	954.112	7,2	5,9	10,3	14,9
Giu.	374.733	647.631	726.802	964.181	9,1	6,5	10,9	14,7
Lug.	378.693	654.409	734.872	972.162	7,9	5,7	10,2	13,5
Ago.	372.242	648.685	730.371	973.380	7,7	5,4	9,9	13,1
Set.	378.158	653.611	735.853	983.619	7,2	5,0	9,2	12,4
Ott.	380.685	656.589	741.618	990.159	6,8	4,7	9,0	11,7
Nov.	377.008	653.299	739.501	993.521	8,0	5,5	9,7	12,7
Dic.	433.057	718.738	804.831	1.053.688	8,8	5,7	9,4	11,7
1990 - Gen.	404.743	692.462	785.294	1.050.784	11,3	7,4	10,9	12,9
Feb.	395.668	679.847	776.632	1.045.773	10,3	6,8	10,3	11,8
Mar.	397.412	679.807	779.592	1.051.907	9,7	6,4	9,6	11,6
Apr.	406.082	688.528	789.472	1.061.586	9,5	6,4	9,4	10,7
Mag.	393.258	673.472	777.033	1.057.496	8,9	5,9	9,0	10,8
Giu.	405.495	684.489	790.451	1.066.747	8,2	5,7	8,8	10,6
Lug.	408.370	689.214	797.179	1.074.096	7,8	5,3	8,5	10,5
Ago.	400.429	683.499	792.739	1.071.036	7,6	5,4	8,5	10,0
Set.	411.240	694.155	805.481	1.088.527	8,7	6,2	9,5	10,7
Ott.	414.557	698.241	815.164	1.100.380	8,9	6,3	9,9	11,1
Nov.	408.602	692.317	811.334	1.098.476	8,4	6,0	9,7	10,6
Dic.	465.755	761.013	880.930	1.166.901	10,9	7,8	11,3	12,1

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	Estero	Parite non classificabili
		Aziende di credito	Istituti di credito speciale	Obbligazioni	Settore statale	Azioni	Altre passività sull'interno	Estero			
1985	145.929	33.059	11.409	1.700	11.837	9.877	4.339	3.108	97.325	-7.761	-18.963
1986	168.069	23.951	16.896	5.120	9.216	20.534	5.217	-1.797	97.480	-1.311	-7.237
1987	168.153	22.318	20.161	3.640	8.489	7.422	4.839	3.331	102.277	-3.144	-1.180
1988	192.788	53.750	24.196	233	10.705	-1.921	1.839	12.735	111.002	-12.285	-7.467
1989	220.610	77.572	30.366	-454	12.475	3.661	2.054	21.625	118.350	(-25.709)	-19.330
1990 .....	....	74.343	36.219	-3.506	....	....	....	....	129.788	....	....
1988 - Nov.	6.907	11.474	2.058	546	1.041	-1.101	-137	1.215	14.725	-1.834	-21.080
Dic.	54.231	11.304	3.869	-277	-680	-321	-760	791	6.052	-1.916	36.169
1989 - Gen.	4.853	9.354	-97	-405	1.832	117	-413	-41	807	(-2.489)	-3.812
Feb.	13.506	2.509	3.012	30	2.364	-373	502	1.244	9.320	(-4.420)	-682
Mar.	15.884	-1.853	3.266	-560	1.530	-22	192	3.440	12.652	(-3.634)	874
Apr.	21.239	7.202	1.273	656	883	-768	434	5.403	12.149	(-3.173)	-2.822
Mag.	1.728	9.098	2.962	49	814	-1.189	-154	2.031	11.703	(-2.370)	-21.217
Giu.	17.522	5.940	-323	-200	567	-658	712	2.520	-13.452	(-2.145)	24.561
Lug.	19.451	12.905	3.441	-763	506	1.573	219	-436	12.009	(-611)	-9.391
Ago.	9.093	-6.458	2.351	1.012	605	-609	510	452	8.168	(1.165)	1.896
Set.	15.077	-1.159	2.669	-249	942	1.860	573	1.866	17.233	(-2.242)	-6.417
Ott.	17.776	7.649	3.596	-286	921	1.432	389	1.144	11.298	(-2.061)	-6.305
Nov.	17.956	14.952	3.005	-337	1.221	115	-185	2.810	17.931	(-2.493)	-19.063
Dic.	66.526	17.435	5.212	599	290	2.182	-726	1.190	18.531	(-1.236)	23.049
1990 - Gen.	11.933	7.016	1.499	-764	1.351	-1.188	850	4.893	-5.678	(220)	3.733
Feb.	13.401	-2.688	3.569	-178	2.699	1.789	1.521	1.612	12.038	(-3.472)	-3.490
Mar.	19.412	-5.413	3.760	4	1.643	-112	-202	8.662	14.362	(-2.264)	-1.028
Apr.	18.699	8.392	2.348	22	246	20	738	6.137	16.036	(-3.598)	-11.642
Mag.	6.744	7.735	2.923	458	-345	567	-844	1.605	13.322	(-1.496)	-17.182
Giu. ....	....	6.305	-1.573	-43	1.054	1.313	769	4.568	-10.231	(-2.375)	....
Lug. ....	....	15.497	4.030	-1.587	-1.137	4.061	-18	3.235	5.849	(-1.151)	....
Ago. ....	....	-10.903	3.229	-165	1.171	401	-252	3.323	9.887	(332)	....
Set. ....	....	-3.685	1.353	-343	863	678	708	6.878	18.404	(-1.614)	....
Ott. ....	....	13.544	3.935	-113	1.294	1.484	-480	....	23.491	....	....
Nov. ....	....	11.052	3.305	-178	1.660	....	153	....	15.792	....	....
Dic. ....	....	27.490	7.841	-618	....	....	....	....	16.516	....	....

Credito totale interno*(variazioni in miliardi di lire; variazioni percentuali)*

PERIODO	Credito totale interno	Finan- ziamenti al settore non statale	Fabbisogno del settore statale	Credito totale interno		Finanziamenti al settore non statale	
				3 mesi	12 mesi	3 mesi	12 mesi
1985	153.435	46.168	107.268	—	17,8	—	12,6
1986	152.676	45.967	106.710	—	15,1	—	11,3
1987	151.991	46.119	105.872	—	13,0	—	10,2
1988	197.171	78.181	118.990	—	15,0	—	15,7
1989	230.184	107.485	122.699	—	15,2	—	18,6
1990	233.989	107.056	126.933	—	13,4	—	15,6
1988 — Nov.	28.959	14.078	14.881	4,5	15,2	4,1	15,9
Dic.	21.133	14.896	6.237	3,3	15,0	3,4	15,7
1989 — Gen.	10.220	8.851	1.368	3,0	15,4	3,9	16,6
Feb.	18.538	5.550	12.988	2,9	16,1	3,9	18,1
Mar.	13.834	852	12.982	3,5	15,5	4,5	17,6
Apr.	21.274	9.132	12.143	4,2	15,0	4,4	16,5
Mag.	23.772	12.110	11.662	4,1	15,2	4,6	17,2
Giu.	-7.068	5.417	-12.485	2,5	14,5	4,7	17,7
Lug.	26.346	15.583	10.763	2,3	14,3	4,4	17,6
Ago.	4.372	-3.095	7.467	2,0	14,1	4,2	17,9
Set.	18.077	1.261	16.816	3,8	13,7	4,1	17,6
Ott.	20.271	10.959	9.312	3,6	13,6	3,9	17,4
Nov.	38.615	17.619	20.996	4,4	14,0	4,0	17,6
Dic.	41.933	23.246	18.687	4,6	15,2	4,2	18,6
1990 — Gen.	2.014	7.751	-5.737	3,6	14,5	4,2	18,1
Feb.	11.491	702	10.788	2,6	13,9	3,2	17,1
Mar.	16.452	-1.649	18.100	2,3	14,0	2,5	16,7
Apr.	23.600	10.762	12.838	3,6	13,9	3,1	16,7
Mag.	22.984	11.116	11.868	3,9	13,7	3,7	16,2
Giu.	-4.838	4.688	-9.526	2,4	13,9	4,1	16,0
Lug.	20.168	17.941	2.227	1,7	13,3	3,8	16,0
Ago.	1.738	-7.840	9.577	1,5	13,1	3,4	15,3
Set.	16.246	-2.675	18.921	2,9	12,8	3,0	14,6
Ott.	39.802	17.366	22.437	4,2	13,8	3,5	15,4
Nov.	31.698	14.179	17.519	4,5	13,1	3,3	14,5
Dic.	52.635	34.713	17.922	5,1	13,4	5,1	15,6

Note Metodologiche

Tav. a1

Fonti: Bollettini nazionali, FMI e OCSE.

Per prodotto lordo reale si intende il PNL per gli Stati Uniti, il Giappone, la Germania, il PIL per la Francia, il Regno Unito, l'Italia e il Canada.

I dati del saldo corrente della Germania, da luglio 1990, includono anche le transazioni della ex Repubblica democratica tedesca.

Tav. a2

Fonti: Bollettini nazionali, BRI e OCSE.

Tav. a3

Fonti: Bollettini nazionali e OCSE.

Tav. a4

Fonti: Bollettini nazionali e OCSE.

Per prezzi all'ingrosso si intendono i prezzi alla produzione totali per gli Stati Uniti e l'Italia, i prezzi alla produzione dei beni intermedi per la Francia, i prezzi alla produzione di manufatti per il Regno Unito e il Canada.

Tav. a5

Fonti: Bollettini nazionali, BRI, FMI e OCSE.

Tassi ufficiali di riferimento. Per la Francia: tasso di intervento; per il Regno Unito: base rate; per tutti gli altri paesi: tasso di sconto.

Tassi di mercato monetario. Per gli Stati Uniti: tasso sui Buoni del Tesoro a 3 mesi; per il Giappone: titoli privati a 2 mesi; per la Germania, la Francia e il Regno Unito: tasso interbancario a 3 mesi; per l'Italia: tasso di rendimento annuo lordo posticipato sui Buoni del Tesoro a 6 mesi, ponderato per le quantità assegnate agli operatori; per il Canada: tasso sui Buoni del Tesoro a 3 mesi (fine periodo).

Tav. a6

Fonti: Bollettini nazionali, BRI, FMI e OCSE.

Tassi sulle obbligazioni: rendimenti lordi. Per gli Stati Uniti: titoli e obbligazioni del Tesoro a 10 anni (mercato secondario); per il Giappone: obbligazioni dello Stato a 10 anni (mercato secondario); per la Germania: obbligazioni del

settore pubblico con scadenza oltre i 4 anni (mercato secondario); per la Francia: obbligazioni dello Stato a lungo termine; per il Regno Unito: obbligazioni dello Stato a lungo termine (20 anni); per l'Italia: rendimento medio lordo sui BTP quotati alla Borsa valori di Milano con vita residua superiore ai 12 mesi (media ponderata per il debito residuo); fino al 1987 esenti da ogni imposizione, successivamente, al lordo della ritenuta fiscale del 12,5 per cento; per il Canada: titoli pubblici con scadenza superiore a 10 anni (fine periodo).

Indici azionari. Per gli Stati Uniti: indice composito Standard and Poor; per il Giappone: indice Topix della Borsa valori di Tokio; per la Germania: indice Faz Aktien; per la Francia: indice CAC Général; per il Regno Unito: F.T. All Shares; per l'Italia: indice MIB; per il Canada: indice composito della Borsa valori di Toronto (quotazione alla chiusura).

Tav. a7

Fonte: BRI.

Il premio e lo sconto a termine del dollaro USA sono calcolati come differenziale tra i tassi di interesse riportati nella tavola.

Tav. a8

Fonti: Banca d'Italia e FMI.

Per le quotazioni dell'oro sono riportati dati di fine periodo.

Tav. a9

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e FMI.

I tassi di cambio effettivi nominali sono calcolati sulla base delle quote del commercio internazionale dei 15 principali paesi industriali. Per il metodo di calcolo si veda la nota al Bollettino Economico n. 12, febbraio 1989: "Nuovi indici dei cambi effettivi nominali e reali".

Tav. a10

Fonte: elaborazioni su dati FMI, Istat, OCSE.

I tassi di cambio effettivi reali sono calcolati sulla base dei prezzi all'ingrosso dei manufatti dei 15 principali paesi industriali. Per il metodo di calcolo si veda la nota al Bollettino Economico n. 12, febbraio 1989: "Nuovi indici dei cambi effettivi nominali e reali".

Tav. a11

Fonte: elaborazioni su dati della Banca d'Italia, Istat, OCSE e FMI.

I paesi che compongono l'aggregato CEE sono: Belgio, Francia, Germania federale, Regno Unito, Olanda, Italia, Irlanda, Danimarca e Spagna. Per il metodo di calcolo si veda la nota al Bollettino Economico n. 12, febbraio 1989: "Nuovi indici dei cambi effettivi nominali e reali".

Tav. a12

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 compresi i rapporti intrattenuti da unità all'estero nella valuta del paese di insediamento con operatori locali.

L'aggregazione per aree geografiche segue i criteri utilizzati dalla BRI.

Tav. a13

Fonte: Istat.

Dati destagionalizzati. Nella voce "Altri impieghi interni" sono compresi i consumi collettivi e le variazioni delle scorte.

Tav. a14

Fonte: elaborazioni della Banca d'Italia su dati Istat e Isco.

Gli indici della produzione industriale sono anche rettificati per tener conto delle variazioni nel numero di giornate lavorative. La destagionalizzazione delle serie di produzione industriale per destinazione e dell'indice generale viene effettuata separatamente. Questo implica che il dato aggregato destagionalizzato può differire dalla media ponderata delle componenti destagionalizzate. Per le scorte di prodotti finiti sono riportati dati grezzi.

Tav. a15

Fonte: Istat ed elaborazioni interne.

Legenda: C.I.G. = Cassa integrazione guadagni. I dati annuali (salvo che per il tasso di disoccupazione corretto CIG) sono la media dei valori trimestrali grezzi e non coin-

cidono necessariamente con le medie annue dei valori destagionalizzati.

Tav. a16

Fonte: Istat.

Tav. a17

Per la voce "Merci": importazioni: CIF; esportazioni: FOB. Dal 1989 la voce "movimenti di capitali bancari" si riferisce anche agli Istituti di Credito Speciale. La voce "variazione delle riserve ufficiali" è al netto degli aggiustamenti di cambio e degli adeguamenti nella valutazione delle componenti auree; il segno (–) indica aumento delle attività nette.

Tav. a18

Per la posizione a breve termine, la voce "saldo" è ottenuta come differenza tra attività a breve e passività. Il saldo in dollari può non coincidere con la somma delle singole componenti a causa di arrotondamenti di cambio.

Tav. a19

Nelle tavole a19 e a20 vengono esposte le operazioni di cassa del settore statale (bilancio e tesoreria dello Stato, Cassa DD.PP., aziende autonome statali ed enti assimilati, Agenzia per il Mezzogiorno). Nella prima tavola si perviene alla individuazione del fabbisogno come somma del disavanzo della gestione di bilancio e del saldo delle operazioni della tesoreria e degli altri enti appartenenti al settore. Dai dati concernenti la gestione di bilancio sono escluse le partite contabili che trovano compenso in movimenti della gestione di tesoreria, le accensioni e i rimborsi dei prestiti e le regolazioni debitorie che si riferiscono a enti interni al settore statale o si traducono in meri giri contabili tra bilancio e tesoreria statale. La voce "altre operazioni" comprende il saldo delle operazioni di tesoreria, le spese delle aziende autonome e dell'Ente Ferrovie dello Stato non finanziate con entrate proprie o con apporti del Tesoro e della Cassa DD.PP., il disavanzo dell'Agenzia per il Mezzogiorno e gli impieghi della Cassa DD.PP. (esclusi quelli in favore del Tesoro e delle aziende autonome). Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali. I dati dell'ultimo anno sono provvisori.

Tav. a20

In questa tavola vengono analizzate le forme di copertura del fabbisogno del settore statale. I dati riguardanti l'indebitamento con la banca centrale e i titoli degli istituti di

credito corrispondono a quelli riportati nei rispettivi bilanci. I debiti esteri qui considerati includono solo i debiti diretti del Governo italiano e degli altri enti del settore denominati in valuta estera: essi escludono quelli contratti indirettamente per il tramite degli istituti di credito, posti tra gli "altri debiti", e i BOT e gli altri titoli pubblici in lire acquistati da non residenti, già considerati nelle rispettive categorie di debito interno; nei debiti esteri sono inclusi i CTE, con apposita stampigliatura per la circolazione all'estero. Il finanziamento con creazione di base monetaria tiene conto delle 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 27/9/1974. Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali. I dati dell'ultimo anno sono provvisori.

Tav. a21

In questa tavola si riportano la consistenza complessiva e la composizione del debito interno del settore pubblico; nell'ultima colonna viene riportato l'ammontare del debito del settore statale. La consistenza del debito (dati di fine periodo) è valutata ai valori nominali (o di rimborso). Per i debiti espressi in valuta si utilizzano i tassi di cambio di fine periodo. La variazione del debito del settore statale non coincide quindi con i flussi riportati nella tavola a20. I CTE privi dell'apposita stampigliatura per la circolazione all'estero e i BTE sono compresi nei debiti interni. I titoli a medio e a lungo termine includono le obbligazioni emesse dal Crediop per conto del Tesoro, delle aziende autonome e dell'Ente Ferrovie; l'ammontare di tali obbligazioni viene sottratto dagli impieghi degli istituti di credito in favore degli stessi enti. La raccolta postale comprende i conti correnti, al netto di quelli di "servizio" e dei versamenti della tesoreria ai comuni e alle province che rimangono in giacenza presso le Poste. La consistenza degli impieghi in favore del settore pubblico da parte delle istituzioni creditizie è tratta dalla Centrale dei rischi e dalla Matrice dei conti. Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali. I dati dell'ultimo anno sono provvisori.

Tav. a22

L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta all'arrotondamento. La voce "Titoli di Stato di BI-UIIC" include i titoli che sono stati ceduti a fronte delle anticipazioni ex D.M. 27/9/1974. I dati di fine anno includono la svalutazione dei titoli. I depositi presso la Banca d'Italia, fino al settembre del 1990, includono le riserve obbligatorie, i depositi liberi e i depositi debordo massimale e cauzione assegni circolari. Dall'ottobre del 1990, includono il conto di riserva, la riserva obbligatoria sulla raccolta netta

in valuta, i depositi liberi delle aziende di credito non soggette a riserva obbligatoria e i depositi debordo massimale e cauzione assegni circolari. La riserva obbligatoria, dall'ottobre del 1990, include l'obbligo medio di riserva nel periodo di mantenimento, che comprende l'ultimo giorno del mese indicato e la riserva obbligatoria sulla raccolta netta in valuta. Le altre voci comprendono la cassa contante e il margine disponibile sulle anticipazioni ordinarie; includono fino al dicembre del 1988, i depositi presso il tesoro e gli ammassi obbligatori non riscontati presso la Banca d'Italia.

Tav. a22 bis

L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta all'arrotondamento. I depositi presso la Banca d'Italia, fino al settembre del 1990, includono le riserve obbligatorie, i depositi liberi e i depositi debordo massimale e cauzione assegni circolari. Dall'ottobre del 1990 includono il conto di riserva, la riserva obbligatoria sulla raccolta netta in valuta, i depositi liberi delle aziende di credito non soggette a riserva obbligatoria e i depositi debordo massimale e cauzione assegni circolari. La riserva obbligatoria, dall'ottobre del 1990, include l'obbligo medio di riserva nel periodo di mantenimento, che comprende l'ultimo giorno del mese indicato e la riserva obbligatoria sulla raccolta netta in valuta. Le altre voci comprendono la cassa contante e il margine disponibile sulle anticipazioni ordinarie; includono fino al dicembre del 1988, i depositi presso il tesoro e gli ammassi obbligatori non riscontati presso la Banca d'Italia. Le operazioni sul mercato aperto escludono quelle effettuate a fronte delle anticipazioni ed D.M. 27/9/1974.

Tav. a23

L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta all'arrotondamento. I dati definitivi sono al valore di bilancio. Le variazioni di portafoglio differiscono da quelle che risultano dalla situazione contabile della Banca d'Italia e dell'Ufficio Italiano dei Cambi poichè non tengono conto delle operazioni in titoli sul mercato aperto effettuate a fronte delle anticipazioni ex D.M. 27/9/1974.

Tav. a24

Metodo dell'asta competitiva; i rendimenti sono espressi in valori percentuali, le quantità in miliardi di lire.

Tav. a25

Il tasso applicato è quello dell'asta corrispondente alla data dell'operazione. La voce "ammontare massimo" indica i BOT sottoscritti all'asta dal gruppo degli intermediari che la Banca d'Italia si dichiara disposta a finanziare.

Tav. a26

Metodo dell'asta competitiva; i rendimenti sono espressi in valori percentuali, le quantità in miliardi di lire.

Tav. a27

I prezzi e i rendimenti sono espressi in valori percentuali, le quantità in miliardi di lire. I rendimenti corrispondono ai tassi medi di aggiudicazione al lordo della ritenuta fiscale, metodo competitivo. 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.

Tav. a28

I rendimenti annuali sono relativi al mese di dicembre.

Il tasso effettivo sulle anticipazioni a scadenza fissa riporta il tasso medio ponderato sulle operazioni effettuate.

I rendimenti sui BOT sono al lordo d'imposta; dalla fine di settembre 1986 è applicata una ritenuta fiscale del 6,25 per cento, portata al 12,50 per cento da settembre 1987. La voce "BOT media" corrisponde alla media ponderata dei tassi di aggiudicazione. I tassi sui BTP (relativi ai titoli con vita residua superiore all'anno) e sulle obbligazioni mobiliari, calcolati sulla base delle quotazioni della Borsa Valori di Milano, sono al netto della ritenuta fiscale. Con l'esclusione del prime rate ABI, i tassi bancari pubblicati nella tavola sono ottenuti dalle segnalazioni decadali e calcolati come media mensile centrata. Per la definizione dei tassi d'interesse bancari si vedano le note metodologiche alla Tav. aD 27 nell'appendice statistica della relazione annuale della Banca d'Italia. Il *prime rate* ABI è ottenuto sulla base dei 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.

Tav. a29

I dati annuali sono relativi al mese di dicembre.

I dati relativi ai crediti da BI-UIC sono tratti dalla contabilità della Banca d'Italia; dalla stessa fonte provengono, in parte, i dati relativi alla voce "riserve bancarie", che 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.

Si precisa inoltre che la voce "titoli" è al valore contabile; la voce "sofferenze" comprende gli effetti propri insoluti e al protesto; la voce "patrimonio" si riferisce alle compo-

nenti positive del patrimonio utile ai fini di vigilanza; i conti correnti di corrispondenza, facenti parte dei rapporti con altre istituzioni creditizie, sono a saldi liquidi. I dati relativi all'operatività sull'estero si riferiscono ad aggregati solo parzialmente coincidenti con quelli contenuti nelle statistiche valutarie. Si rimanda al Glossario in appendice alla relazione annuale della Banca d'Italia per la definizione delle voci "capitali fruttiferi sull'estero" e "provvista sull'estero".

Tav. a30

I dati annuali sono relativi al mese di dicembre.

Per gli impieghi degli istituti di credito mobiliare, si precisa che, dal dicembre 1989, il CREDIOP ha incorporato la sezione OO.PP. dell'Istituto Bancario S. Paolo di Torino.

Tav. a31

Fonte : Centrale dei rischi.

Gli impieghi non comprendono le posizioni debitorie inferiori a 80 milioni. Dal gennaio 1989 è entrata in vigore la nuova settorizzazione della clientela bancaria; al riguardo si veda la nota pubblicata nel Supplemento al Bollettino Statistico n. 14 del 30 luglio 1990.

Tav. a33

Nelle emissioni nette del settore pubblico sono esclusi BOT e BTE. È esclusa, inoltre, l'emissione di CCT a tasso fisso con godimento 1 gennaio 1990 per il ripianamento dei disavanzi delle USL e delle aziende di trasporto.

Tav. a34

Il rendimento all'emissione dei CCT, netto e lordo, corrisponde al rendimento atteso nei mesi di godimento della prima cedola nell'ipotesi di invarianza dei tassi nel periodo. Per i BTP e i CCT la data, il prezzo di emissione e il rendimento all'emissione si riferiscono al collocamento della prima *tranche*. Per i CTE emessi successivamente al settembre 1990, la data, il prezzo, il rendimento e il tasso di cambio relativi all'emissione si riferiscono al collocamento della prima *tranche*.

Tav. a35

Per i CCT e i CTS viene indicato il rendimento atteso nell'ipotesi di invarianza dei tassi. Il rendimento del 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, calco-

lato 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.

Per gli indici di capitalizzazione la base è posta uguale a 100 rispettivamente al:

- 31 dicembre 1980 per i CCT
- 26 gennaio 1983 per i CTE
- 14 aprile 1988 per i CTS
- 2 maggio 1984 per i CTR
- 30 dicembre 1983 per i BTP
- 31 dicembre 1984 per i fondi comuni.

Tav. a36

Per la definizione degli aggregati monetari si veda la nota "La revisione degli aggregati monetari", nel Bollettino Economico n. 5 dell'ottobre 1985.

Le variazioni percentuali sono calcolate al netto degli effetti degli scioperi bancari del dicembre 1989.

Tav. a37

Il settore estero è rappresentato dal saldo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti valutaria. I finanziamenti da aziende di credito sono corretti per tenere conto dei consolidamenti di debiti pregressi, mentre gli impieghi in valuta sono depurati per l'effetto della variazione del tasso di cambio. I dati sul fabbisogno del settore statale sono al netto delle partite finanziarie della Cassa Depositi e Prestiti e del Bilancio e dei consolidamenti di debiti agli enti

mutualistici e agli istituti di previdenza. I finanziamenti dal settore statale comprendono 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. Fino al 1983, sono inclusi i titoli di Stato detenuti dall'estero. Le altre passività sull'interno comprendono i crediti da BI-UIC, le accettazioni bancarie in mano al settore non statale, una stima dei titoli atipici, le sofferenze delle istituzioni creditizie.

Tav. a38

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. I dati sono calcolati al netto dei finanziamenti alle istituzioni creditizie, dei consolidamenti di debiti pregressi e del debito estero. I finanziamenti al settore non statale includono i consolidamenti di debiti pregressi; dal settembre 1984 includono anche i titoli acquistati dalle aziende di credito con operazioni "pronti contro termine" con la clientela. Per il calcolo dei tassi di crescita a tre mesi dei finanziamenti al settore non statale e del credito totale interno, i finanziamenti ricevuti da aziende di credito e da istituti di credito speciale sono stati depurati della componente stagionale.

Principali provvedimenti di politica economica

31 ottobre – Provvedimenti fiscali: *Disposizioni urgenti in materia di finanza locale.*

Gli enti locali sono autorizzati a contrarre mutui decennali per la copertura dei disavanzi di esercizio delle aziende di trasporto pubbliche e dei servizi di trasporto in gestione diretta relativi agli esercizi 1987–1990. I mutui non possono essere concessi dalla Cassa depositi e prestiti, né dalla Direzione generale degli istituti di previdenza del Ministero del tesoro. L'onere dell'ammortamento è a carico dei bilanci degli enti locali.

Gli enti locali sono autorizzati ad alienare il patrimonio disponibile per la realizzazione di opere pubbliche o per il finanziamento delle perdite di gestione delle aziende pubbliche di trasporto. Nelle more del perfezionamento delle operazioni di alienazione, gli enti locali possono ricorrere a finanziamenti presso istituti di credito.

Le disposizioni del presente decreto sostituiscono integralmente quelle del D.L. 1.10.90, n. 269 (decaduto per mancata conversione).

(D.L. 31.10.90, n. 310; G.U. 2.11.90, n. 256)

19 novembre – Provvedimenti fiscali: *Misure urgenti per il finanziamento del saldo della maggior spesa sanitaria relativa agli anni 1987–1988 e disposizioni per il finanziamento della maggior spesa sanitaria relativa all'anno 1990.*

È convertito in legge con alcune modificazioni il D.L. 15.9.90, n. 262. In particolare, le eccedenze della spesa sanitaria rispetto alle entrate delle USL e degli enti che erogano l'assistenza sanitaria per l'esercizio 1989 sono coperte in via prioritaria con i proventi derivanti dall'alienazione di beni patrimoniali, non soggetti a vincoli. I disavanzi in eccesso alla copertura con le cennate alienazioni sono ripianati dalle regioni mediante operazioni di mutuo da stipulare nel secondo semestre del 1992 con aziende e istituti di

credito. Gli oneri di ammortamento dei suddetti mutui (valutati ufficialmente in 1.500 miliardi a decorrere dal 1993) sono a carico delle regioni, le quali vi faranno fronte, a partire dal 1993, impiegando le specifiche quote del Fondo sanitario all'uopo destinate e vincolate.

Per l'anno 1990, le spese sostenute in eccedenza agli stanziamenti di parte corrente (autorizzati con il bilancio di previsione) sono poste a carico dei bilanci regionali e sono finanziate mediante operazioni di mutuo con ammortamento a carico dello Stato, fino alla concorrenza di 90.000 lire a cittadino residente per ciascuna regione. Alla differenza residua faranno fronte le regioni per il 25 per cento (anche avvalendosi delle entrate previste dalla L. 14.6.90, n. 158, e dei proventi dell'alienazione di beni disponibili); quanto al restante 75 per cento, sarà coperto con l'accensione di mutui il cui onere è a carico dello Stato (a condizione che gli stessi non siano accesi con aziende e istituti di credito). L'onere per l'ammortamento dei mutui di pertinenza statale è valutato, a decorrere da 1992, in 2.185 miliardi.

(L. 19.11.90, n. 334; G.U. 19.11.90, n. 270)

27 novembre – Provvedimenti fiscali: *Disposizioni relative all'assoggettamento di talune plusvalenze ad imposta sostitutiva delle imposte sui redditi.*

Ripropone le disposizioni del D.L. 28.9.90, n. 267 (decaduto).

(D.L. 27.11.90, n. 350 ; G.U. 28.11.90, n. 278)

21 dicembre – Provvedimenti fiscali: *Adeguamento delle aliquote d'importo fisso di alcuni tributi.*

In base alle disposizioni contenute nel D.L. 27.4.90, n. 90, si dispone l'adeguamento rispetto all'inflazione delle aliquote in misura fissa per alcune concessioni governative, tasse di ammissione agli esami, diritti di licenza, nonché per l'imposta di consumo sul caffè, sul cacao, sullo zucchero e sulla birra.

L'impatto sull'indice dei prezzi è ufficialmente valutato in 0,85 punti percentuali.

(D.P.C.M. 21.12.90; G.U. 31.12.90, n. 303)

21 dicembre – Provvedimenti fiscali: *Determinazione dei coefficienti di congruità nonché dei coefficienti presuntivi.*

Per l'anno di imposta 1990, sono determinati i coefficienti presuntivi nonché quelli di congruità, relativi al reddito o a corrispettivi di operazioni imponibili. Tali coefficienti si applicano ai contribuenti minori (fino a 360 milioni di ricavi), purché non abbiano optato per la contabilità ordinaria.

(D.P.C.M. 21.12.90; G.U. 31.12.90, n. 303)

21 dicembre – Provvedimenti fiscali: *Istituzione e disciplina di addizionali e di imposte regionali.*

In attuazione della delega legislativa prevista dalla L. 14.6.90, n. 158, per il potenziamento dell'autonomia impositiva delle regioni, vengono istituite le imposte addizionali all'imposta erariale di trascrizione sui pubblici registri automobilistici e all'imposta erariale di consumo sul metano per impieghi domestici. Viene inoltre concessa la facoltà di istituire un'imposta regionale sui consumi di benzina per autotrazione (nei limiti di 30 lire al litro).

(D. Legisl. 21.12.90, n. 398; G.U. 28.12.90, n. 301)

22 dicembre – Provvedimenti fiscali: *Disposizioni urgenti in materia di finanza locale.*

È convertito in legge, con alcune modificazioni, il D.L. 31.10.90, n. 310. In particolare, l'ammontare dei mutui a favore degli enti locali concedibili dalla Cassa depositi e prestiti per l'anno 1991 non potrà essere inferiore a 8.000 miliardi. Tale limite include, oltre ai mutui ordinari, le concessioni che derivano da leggi speciali. Gli enti locali possono procedere alla alienazione, oltre che del loro patrimonio disponibile, anche del patrimonio di edilizia residenziale, al fine di realizzare opere pubbliche o di finanziare le perdite di gestione delle aziende pubbliche di trasporto.

(L. 22.12.90, n. 403; G.U. 29.12.90, n. 302)

22 dicembre – Provvedimenti fiscali: *Disposizioni urgenti in tema di perequazione dei trattamenti di pensione nei settori privato e pubblico.*

Con effetto dal 1° 1.90 i trattamenti pensionistici superiori al minimo a carico del Fondo pensioni lavoratori dipendenti con decorrenza anteriore al 31.12.88 sono riliquidati secondo coefficienti che variano in relazione all'anno di decorrenza. Dal 1° 7.90 sono riliquidate anche le pensioni corrisposte dallo Stato; le misure percentuali degli aumenti variano in relazione alle categorie di lavoratori interessati e all'anno di decorrenza del trattamento pensionistico. Le pensioni erogate dalla Cassa per le pensioni ai dipendenti degli enti locali (CPDEL) sono rivalutate sulla base di coefficienti percentuali di incremento differenziati per scaglioni di importo e data di pensionamento; lo stesso criterio è applicato dalla Cassa per le pensioni ai sanitari.

(D.L. 22.12.90, n. 409; G.U. 31.12.90, n. 303)

29 dicembre – Provvedimenti fiscali: *Disposizioni tributarie in materia di rivalutazione di beni delle imprese e di smobilizzo di riserve e fondi in sospensione d'imposta. Deleghe al Governo per la revisione del trattamento tributario della famiglia e delle rendite finanziarie e per la revisione delle agevolazioni tributarie.*

Per il 1991 è concessa alle imprese la facoltà di rivalutare i beni (materiali e immateriali) e le partecipazioni in società controllate o collegate, purché acquisiti entro il 1989. Il limite massimo della rivalutazione è rappresentato dal valore di mercato dei beni. L'ammontare della rivalutazione è soggetto a un'imposta sostitutiva dell'Irpef, dell'Irpeg e dell'Ilor, con aliquote pari al 20 o al 16 per cento, rispettivamente per i beni ammortizzabili diversi dai fabbricati e per quelli non ammortizzabili e per i fabbricati. A decorrere dal periodo d'imposta 1993 gli ammortamenti potranno essere commisurati ai maggiori valori iscritti in bilancio.

È data inoltre facoltà alle imprese di utilizzare le riserve e i fondi che non hanno scontato l'imposta, ovvero l'hanno scontata in misura ridotta. Tale facoltà è subordinata al pagamento di un'imposta sostitutiva dei tributi previsti dall'ordinamento vigente, la cui aliquota varia tra il 20 e il 6 per cento, in relazione alla provenienza e all'utilizzo dei fondi stessi.

Ai fini dell'Ilor, non sono più imponibili i redditi d'impresa derivanti dall'esercizio di attività commerciali organizzate prevalentemente con il lavoro del titolare; inoltre, a partire dal 1° 1.92, vengono innalzati i limiti per fruire delle deduzioni dal reddito imponibile.

Vengono posti alcuni limiti alle operazioni di fusione, concentrazione, trasformazione, scorporo e riduzione di capitale sociale. È invece differita al 31.12.91 l'entrata in vigore della norma antielusiva che prevede il riferimento al tasso di sconto come tasso minimo per i prestiti concessi dalle imprese a soggetti diversi dalla clientela e dai dipendenti.

Sono infine concesse tre deleghe al Governo per il riordino di alcuni trattamenti tributari. La prima, da attuarsi entro il 31.12.91, concerne la revisione dei regimi di esenzione e di agevolazione tributaria, le restanti, da attuarsi entro il 31.12.92, riguardano rispettivamente la razionalizzazione dell'imposizione sui redditi da capitale e la revisione del trattamento tributario dei redditi familiari.

Si stabilisce che entro il 31 dicembre di ciascuno degli anni 1990, 1991 e 1992 dovranno essere emanate norme concernenti: l'adeguamento delle aliquote d'importo fisso di taluni tributi, nei limiti delle variazioni percentuali dell'indice dei prezzi al consumo per le famiglie di operai e impiegati; l'adeguamento e la correzione dei coefficienti presuntivi di reddito o di corrispettivi di operazioni imponibili; i programmi e i criteri selettivi per i controlli in materia di imposte sui redditi e sul valore aggiunto; le variazioni delle tariffe dei prezzi di vendita dei generi soggetti a monopolio fiscale. Tali provvedimenti dovranno assicurare maggiori entrate un misura non inferiore a 4.150 miliardi nel 1991, 6.490 nel 1992 e 9.990 nel 1993.

(L. 29.12.90, n. 408; G.U. 31.12.90, n. 303)

29 dicembre – Provvedimenti fiscali: Disposizioni per la formazione del bilancio annuale e pluriennale dello Stato (legge finanziaria 1991)

Per l'anno 1991, il limite massimo del saldo netto da finanziare resta determinato in termini di competenza in 118.400 miliardi di lire. Per gli anni 1992 e 1993 il limite massimo del saldo netto da finanziare del bilancio pluriennale a legislazione vigente, è determinato, rispettivamente in 138.156 e in 129.900

miliardi di lire. Per il bilancio programmatico degli anni 1992 e 1993, il limite massimo del saldo netto da finanziare è determinato rispettivamente in 94.700 e in 63.400 miliardi di lire.

Sono confermate per il 1991 le misure dei versamenti di acconto per Irpef e Ilor delle persone fisiche (95 per cento) e Irpeg e Ilor delle persone giuridiche (98 per cento). L'aliquota del 30 per cento dell'imposta sostitutiva sui depositi bancari di conto corrente è prorogata sino al riordinamento del regime fiscale dei redditi da capitale (e comunque non oltre il 31.12.92). La misura del 50 per cento dei due versamenti di acconto dell'imposta sostitutiva sui depositi bancari effettuati da aziende e istituti di credito è confermata anche per il 1991 e il 1992.

A partire dall'anno di imposta 1991, la deducibilità dell'Ilor dal reddito imponibile (ai fini dell'Irpef e dell'Irpeg) è ridotta al 75 per cento dell'imposta versata.

Per la determinazione dei redditi da fabbricati del 1990 e del 1991, in attesa dell'entrata in vigore dei nuovi estimi catastali prevista per il 1° 1.92, si applicano le rendite catastali del 1989 aumentate del 25 per cento. È esclusa la deducibilità dal reddito imponibile ai fini dell'Irpef degli interessi passivi sui mutui ipotecari, contratti a partire dal 1° 1.91, per l'acquisto di immobili diversi dalla prima casa.

A decorrere dal 1991 e fino alla definizione del trattamento tributario del reddito della famiglia (per la quale è stata concessa un'apposita delega al Governo con la L. 29.12.90, n. 405), è aumentata di 24.000 lire la detrazione ai fini dell'Irpef spettante per ciascun figlio a carico.

Fino al 31.12.91 i comuni devono continuare ad applicare le aliquote dell'Invim nella misura massima.

Sono prorogati al 31.12.92 i termini per le agevolazioni fiscali sulle vendite delle "prime case", riconosciute ai fini dell'IIVA e delle imposte di registro e ipotecarie. Una proroga fino al 31.12.93 è inoltre stabilita per le disposizioni concernenti l'indetraibilità dell'IIVA assolta sugli acquisti e sulle importazioni di motocicli e autovetture (nonché sulle spese di manutenzione e riparazione degli stessi) da parte di professionisti e lavoratori autonomi.

A partire dal 1991 viene introdotto un acconto, da versare entro il 20 dicembre di ciascun anno, sul ver-

samento dell'IVA del successivo mese di gennaio (per i contribuenti soggetti a versamenti trimestrali l'acconto riguarda il pagamento di marzo, in sede di dichiarazione annuale). L'anticipo è commisurato al 65 per cento del versamento effettuato nell'anno in corso o, se inferiore, a quello atteso per l'anno successivo.

A decorrere dal 1° 1.91 sono stabiliti inasprimenti: per le imposte di bollo e per le concessioni governative; per le aliquote delle imposte di fabbricazione e delle corrispondenti sovrimposte di confine su benzina e gasolio; per l'imposta di consumo sul gas metano usato come combustibile per impieghi diversi da quelli industriali (l'aumento è di 10 lire al m³); per le aliquote d'imposta sugli spettacoli.

Il limite complessivo dei versamenti dello Stato all'INPS, a titolo di pagamenti di bilancio e di anticipazioni di tesoreria è fissato per il 1991 in 58.500 miliardi (contro miliardi 47.000 per il 1990, miliardi 37.500 per il 1989 e miliardi 36.000 per il 1988). Viene modificata la norma (introdotta dalla L. 155/89) che prevede che nel primo semestre di ciascun anno i trasferimenti dello Stato all'INPS non possano superare i 6/13 dei trasferimenti annuali; in particolare si stabilisce che il complesso dei trasferimenti effettuati dallo Stato nel primo semestre 1991 sia maggiorato dei 6/12 del saldo dei contributi sanitari dell'anno precedente e degli acconti dei contributi sanitari previsti per l'anno 1991 (sempre che tali versamenti non siano già intervenuti al 30 giugno dello stesso anno).

L'onere relativo alle minori entrate dovute alla fiscalizzazione degli oneri sociali è valutato in 1.820 miliardi per l'anno 1991, in 3.952 miliardi per il 1992 e in 4.209 miliardi per il 1993.

(L. 29.12.90, n. 405; Supp.Ord.G.U. 31.12.90, n. 303)

29 dicembre – Provvedimenti fiscali: *Disposizioni diverse per l'attuazione della manovra di finanza pubblica 1991-93.*

Pubblico impiego – Trovano applicazione anche per il 1991 le norme sulla mobilità del personale all'interno delle amministrazioni pubbliche (L. 554/88); gli enti locali continuano ad avere la possibilità di coprire i posti vacanti, per i quali non siano state avanzate domande di trasferimento, trami-

te l'assunzione di nuovo personale (L. 144/89). Le norme contenute nella L. 554/88 che prevedevano la possibilità da parte delle amministrazioni statali, degli enti pubblici non economici, delle USL (per il personale non sanitario) di procedere all'assunzione di personale nei limiti del 25 per cento dei posti resisi vacanti per cessazioni dal servizio verificatesi dal 1° 1.88 e non coperti sono prorogate anche per il 1991. Sono prorogate alla stessa data le norme che prevedono per gli enti locali la possibilità di procedere alla copertura del 50 per cento dei posti resisi vacanti a seguito di cessazioni dal servizio verificatesi dopo il 1° 1.90. Gli enti locali possono, entro i limiti delle attuali piante organiche, procedere all'assunzione di personale destinato all'assistenza all'infanzia, agli anziani e ai portatori di menomazioni.

Nel 1991, per effettive, indilazionabili e documentate esigenze funzionali possono essere banditi concorsi per assunzioni nelle amministrazioni statali.

Prestazioni pensionistiche in favore dei minorati civili – Le prestazioni pensionistiche erogate dal Ministro degli interni non sono compatibili con prestazioni a carattere diretto, concesse a seguito di invalidità contratte per cause di guerra, di lavoro o di servizio, nonché con le pensioni dirette di invalidità a qualsiasi titolo erogate dall'assicurazione generale obbligatoria per l'invalidità, la vecchiaia e i superstiti dei lavoratori dipendenti, dalle gestioni pensionistiche per i lavoratori autonomi e da ogni altra gestione pensionistica per i lavoratori dipendenti avente carattere obbligatorio. Entro 30 giorni dalla data di entrata in vigore della presente legge il Ministro dell'interno provvederà a emanare le disposizioni ai fini dell'accertamento delle condizioni reddituali nonché dell'eventuale revoca delle prestazioni; entro lo stesso termine il Ministro della sanità provvederà alla compilazione di nuove tabelle per stabilire i gradi di invalidità civile. Gli effetti decorrono dal 1° 1.91.

Norme relative al settore sanitario – La spesa per acquisto di beni e servizi nell'anno 1991 non può superare dell'11 per cento la spesa effettiva di competenza dell'anno 1989. A decorrere dal 1° 1.91 è abrogata la norma in base alla quale sono esentati dalla partecipazione alla spesa sanitaria i cittadini riconosciuti in stato di indigenza dal comune di residenza.

Il limite massimo di partecipazione da parte dell'assistito per ogni ricetta è elevato a L. 40.000. La quota fissa per ricetta è di L. 1.500 per ogni farmaco

(fanno eccezione i farmaci per la cura di alcune forme morbose). Per i farmaci in confezione monodose il *ticket* è di L. 1.000. Sono esentati dalla partecipazione alla spesa i pensionati che non superano determinati livelli di reddito.

Dal 1°1.91, il contributo sociale di solidarietà, che si applica sui redditi eccedenti i 40 milioni, è aumentato dal 4 al 4,2 per cento; il contributo a favore del servizio sanitario nazionale a carico del lavoratore passa dallo 0,20 allo 0,40 per cento. Sui trattamenti pensionistici di importo annuo lordo superiore ai 18 milioni si applica, a carico dei pensionati, un contributo per le prestazioni sanitarie pari a quello dovuto dai lavoratori dipendenti (0,90 per cento).

Età pensionabile e prosecuzione del rapporto di lavoro – Gli iscritti all'assicurazione generale obbligatoria per l'invalidità, la vecchiaia e i superstiti dei lavoratori dipendenti ed alle gestioni sostitutive, esonerative o esclusive della stessa, possono continuare a prestare la loro opera fino al compimento del sessantaduesimo anno di età, anche se hanno raggiunto l'anzianità contributiva massima, sempre che non sia stata richiesta la liquidazione di una pensione di vecchiaia a carico dell'INPS o di altri istituti. Coloro che optano per il prolungamento dell'attività lavorativa hanno diritto, a domanda, a una maggiorazione del trattamento pensionistico; tale maggiorazione si somma alla pensione e diventa parte integrante di essa.

Norme in materia di contratti di formazione e lavoro – Fino alla riforma dei contratti di formazione e lavoro, la riduzione sui contributi previdenziali e assistenziali concessa ai datori di lavoro dei territori non ricompresi nel Mezzogiorno è pari al 25 per cento. Per le imprese artigiane che operano in territori in cui il rapporto fra iscritti alla prima classe delle liste di collocamento e popolazione residente in età lavorativa è superiore alla media nazionale, i contributi sono dovuti nella misura prevista per gli apprendisti. Per le imprese commerciali con meno di 15 dipendenti, non operanti nelle zone del Mezzogiorno, la riduzione è del 40 per cento. La contribuzione a carico del lavoratore è quella prevista per la totalità dei lavoratori.

A decorrere dal 1°1.91, i datori di lavoro del centro-nord che assumano a tempo indeterminato personale disoccupato da più di 24 mesi o che usufruisca da un eguale periodo del trattamento di integrazione salariale straordinario hanno diritto ad una ridu-

zione dei contributi pari al 50 per cento per un periodo di 36 mesi.

Aliquote contributive – A decorrere dal 1°1.91 per le finalità dell'art.2 della L. 1115/68 (C.I.G. straordinaria) è stabilita la corresponsione da parte delle imprese industriali (comprese quelle edili), con esclusione di quelle operanti nel Mezzogiorno, di un contributo pari a 0,9 punti percentuali (0,6 sono a carico dei datori di lavoro e 0,3 dei lavoratori).

Disposizioni diverse – Per il 1991 la quota dell'imposta di fabbricazione sugli oli minerali da devolvere alle regioni a statuto ordinario è ridotta dal 15 al 12,42 per cento. Contestualmente, l'ammontare complessivo del Fondo comune regionale è integrato dell'importo occorrente per assicurare una consistenza di 6.300 miliardi al suddetto Fondo.

A decorrere dal 1991 gli importi del diritto annuale dovuto dalle imprese alle camere di commercio è aumentato del 35 per cento.

Viene inoltre aumentata la tassa di concessione per abbonamento alle diffusioni televisive.

(L. 29.12.90, n. 407; G.U. 31.12.90, n. 303)

2 gennaio – Provvedimenti monetari, creditizi e finanziari: *Disciplina dell'attività di intermediazione mobiliare e disposizioni sull'organizzazione dei mercati mobiliari.*

La legge 1/1991 del 2 gennaio 1991 introduce nel nostro ordinamento le Società di Intermediazione Mobiliare (SIM), enti abilitati a svolgere professionalmente la negoziazione e il collocamento di valori mobiliari, la gestione di patrimoni mobiliari, l'attività di intermediazione in titoli, la consulenza finanziaria e la sollecitazione del pubblico risparmio.

La vigilanza sulle SIM è esercitata dalla CONSOB, per quanto riguarda gli obblighi di informazione e correttezza e la regolarità delle negoziazioni di valori mobiliari, e dalla Banca d'Italia per quanto riguarda i controlli di stabilità patrimoniale.

La legge prevede inoltre l'autorizzazione alla negoziazione dei contratti a termine, quali *futures* e opzioni, collegati a valori mobiliari, tassi d'interesse e valute.

(L. 2.1.91, n. 1; G.U. 3.1.91, n. 3)

9 gennaio – Provvedimenti fiscali: *Norme per l'attuazione del nuovo Piano energetico nazionale.*

A decorrere dal mese di febbraio, e fino a tutto il 1996, la dilazione massima consentita per il versamento dell'imposta di fabbricazione sui prodotti petroliferi è portata da 15 a 30 giorni.

(L. 9.1.91, n. 9; Supp. Ord. G.U. 16.1.91, n. 13)

12 gennaio – Provvedimenti fiscali: *Disposizioni urgenti in favore degli enti locali per il 1991.*

Vengono determinati gli ammontari dei trasferimenti agli enti locali e alle comunità montane per l'anno 1991. I trasferimenti sono aumentati del 5 per cento rispetto al 1990.

Il fondo per lo sviluppo degli investimenti degli enti locali e delle comunità montane, pari ai contributi concessi dallo Stato per l'ammortamento dei mutui in essere a tutto il 31.12.90, è determinato in 11.327 miliardi.

La Cassa depositi e prestiti è stata autorizzata, per l'anno 1991, a concedere mutui ventennali ai comuni, fino a un importo complessivo di 600 miliardi di lire, per la costruzione di acquedotti e fognature.

(D.L. 12.1.91, n. 6; G.U. 14.1.91, n. 11)

19 gennaio – Provvedimenti fiscali: *Disposizioni in materia di fiscalizzazione degli oneri sociali e di sgravi contributivi nel Mezzogiorno.*

A decorrere dal 1° 1.91 le imprese industriali ed artigiane sono esonerate dal versamento del contributo dello 0,20 per cento in favore dell'assicurazione obbligatoria contro la malattia; il contributo in favore del servizio sanitario nazionale è ridotto di un punto percentuale (dall'8,6 al 7,6 per cento). Per le imprese che operano nel Mezzogiorno è previsto un ulteriore sgravio del contributo in favore del servizio sanitario nazionale nella misura del 2,7 per cento. A decorrere dal 1° 12.90 anche per le imprese alberghiere, termali e commerciali gli sgravi in cifra fissa sono sostituiti con riduzioni percentuali; le stesse imprese sono esonerate dal pagamento del contributo per l'assicura-

zione obbligatoria contro la tubercolosi (pari a 1,66 punti percentuali) e del contributo del soppresso Ente nazionale per l'assicurazione agli orfani dei lavoratori italiani (pari a 0,16 punti percentuali). Per le stesse aziende che operano nel Mezzogiorno è previsto anche uno sgravio sul contributo in favore del servizio sanitario nazionale di un punto percentuale.

Dal 1° 12.90 per gli operatori delle imprese agricole non operanti nel Mezzogiorno sono previsti: una riduzione del contributo per l'assicurazione obbligatoria contro la tubercolosi pari a 0,11 punti percentuali, uno sgravio di 0,01 punti sul contributo per il finanziamento del soppresso Ente nazionale per l'assicurazione agli orfani dei lavoratori italiani, una riduzione di 5,5 punti percentuali sul contributo in favore del servizio sanitario nazionale.

Lo sgravio di L. 56.000 mensili per le donne assunte dopo il 30.11.88 (DL 30.12.88, n. 548) con un contratto di lavoro a tempo indeterminato, in aggiunta al numero dei lavoratori occupati alla stessa data, è concesso sino al 30.11.91. E' prorogato alla stessa data anche lo sgravio di pari importo previsto per i lavoratori di età inferiore ai 29 anni assunti in aggiunta al numero degli occupati.

Gli sgravi contributivi in favore delle aziende industriali che operano nel Mezzogiorno sono prorogati al 30.5.91.

(D.L. 19.1.91, n. 18; G.U. 19.11.91, n. 16)

23 gennaio – Provvedimenti fiscali: *Conversione in legge, con modificazioni, del decreto legge 24.11.90, n. 344, recante corresponsione ai pubblici dipendenti di acconti sui miglioramenti economici relativi al periodo contrattuale 1988-90, nonché disposizioni urgenti in materia di pubblico impiego.*

Per gli appartenenti al Comparto del personale del Servizio sanitario nazionale e al Comparto del personale delle istituzioni e degli enti di ricerca sperimentale è autorizzata la corresponsione a decorrere dal 1° 3.90 di un acconto pari all'80 per cento dei miglioramenti stipendiali annui lordi previsti a regime dai rispettivi accordi di comparto per il triennio 1988-90. Per lo stesso personale è autorizzata la corresponsione, sempre a titolo di acconto sui benefici contrattuali,

di un importo pari al 100 per cento dei miglioramenti stipendiali previsti dagli accordi di comparto e maturati al 28.2.90.

(L. 23.1.91, n. 21; G.U. 23.1.91, n. 19)

28 gennaio – Provvedimenti fiscali: *Disposizioni urgenti in materia previdenziale.*

Ripropono in parte norme contenute nel D.L. 22.11.90, n. 338 (decaduto).

Dal 1^o.1.90 le aliquote dei contributi versati al Fondo pensioni lavoratori dipendenti per tutti i lavoratori sono elevate dello 0,41 per cento (di cui lo 0,27 a carico del datore di lavoro e lo 0,14 a carico del lavoratore); tale aumento assorbe quello di eguale misura stabilito, a decorrere dal 1^o.1.89 col decreto del Ministro del lavoro e della previdenza sociale del 22.6.89 (l'aumento aveva lo scopo di coprire i maggiori oneri derivanti dal nuovo sistema di indicizzazione delle pensioni).

I soggetti che provvedono al pagamento dei contributi alle gestioni previdenziali e assistenziali, relativi ai periodi sino all'agosto 1990, sono ammessi a regolarizzare la loro posizione debitoria con il versamento di una somma aggiuntiva pari all'8 per cento del totale dei contributi in pendenza, entro il limite massimo del 40 per cento dei contributi dovuti, purchè il versamento della somma aggiuntiva venga effettuato in due rate di cui la prima con scadenza il 15.2.91 e la seconda il 15.4.91.

(D.L. 28.1.91, n. 28; G.U. 28.1.91, n. 23)

28 gennaio – Provvedimenti fiscali: *Disposizioni relative all'assoggettamento di talune plusvalenze ad imposta sostitutiva delle imposte sui redditi.*

Viene riproposto con alcune modifiche il D.L. 27.11.90, n. 350 (decaduto), che ha sottoposto a tassazione le plusvalenze realizzate con la vendita di titoli azionari dalle persone fisiche. È abolito l'abbattimento forfettario delle plusvalenze (3 per cento annuo) e la riduzione dell'aliquota di imposta in relazione alla durata della detenzione dei titoli. Inoltre, è previsto che l'attuale normativa rimanga in vigore non oltre il 31.12.92, data entro la quale devono essere emanati i decreti legislativi di riordino della tassazione delle attività finanziarie (in virtù della delega al governo concessa con la L. 29.12.90, n. 408).

Sono previsti due regimi di tassazione: il regime ordinario e il regime forfettario. Il regime ordinario prevede la tassazione separata delle plusvalenze realizzate, al netto delle eventuali minusvalenze subite, con aliquota del 25 per cento, nella dichiarazione annuale dei redditi. Il regime forfettario prevede la determinazione presuntiva della base imponibile e un'aliquota di imposta del 20 per cento. La base imponibile risulta dalla moltiplicazione del prezzo di vendita di ciascun titolo per un apposito coefficiente. Quest'ultimo è determinato distintamente per i titoli quotati e non quotati. Per quelli quotati si fa riferimento all'andamento dei corsi azionari; per quelli non quotati al prodotto interno lordo (ai prezzi di mercato).

(D.L. 28.1.91, n. 27; G.U. 28.1.91, n. 23)

ELENCO DELLE «NOTE» E DEI «DOCUMENTI»
APPARSI NEI PRECEDENTI NUMERI DEL BOLLETTINO ECONOMICO

TITOLO	NUMERO
NOTE:	
Le nuove procedure di decisione per la finanza pubblica	7 – ottobre 1986
Gli effetti della modifica dell'Irpef	» » »
La ricchezza delle famiglie in Italia (1975-1985)	» » »
Ciclo di Borsa e contratti di riporto	8 – febbraio 1987
Indicatori di cambio reale: alcune modifiche	» » »
Sviluppo di tecniche finanziarie nell'ambito del problema del debito dei PVS	9 – ottobre 1987
La riforma del bilancio comunitario	10 – febbraio 1988
Compensazione straordinaria dei buoni cassa	» » »
La riforma del mercato secondario dei titoli pubblici	» » »
Il processo di revisione dell'ordinamento valutario	11 – ottobre 1988
La riforma dei fondi strutturali della CEE	12 – febbraio 1989
Nuovi indici dei cambi effettivi nominali e reali	» » »
Progetti riguardanti il sistema dei pagamenti: «Scambio in stanza degli assegni bancari fuori piazza» e «Adesione dell'Amministrazione postale alla compensazione giornaliera dei recapiti»	» » »
Le funzioni della CEE, dell'OCSE, del Comitato per le regolamentazioni bancarie e le pratiche di vigilanza della BRI	» » »
Le riforme strutturali nei mercati borsistici dei più importanti paesi europei	13 – ottobre 1989
La ristrutturazione del sistema finanziario negli Stati Uniti	» » »
Liberalizzazione dei movimenti di capitali e regolamentazione finanziaria	» » »
Progetti riguardanti il sistema dei pagamenti: nuove realizzazioni	» » »
La riforma delle rilevazioni statistiche bancarie	» » »
Il <i>turnover</i> del mercato dei cambi	14 – febbraio 1990
Preparazione all'avvio della prima fase dell'Unione economica e monetaria	» » »
I paesi europei a economia pianificata nelle istituzioni finanziarie internazionali e nel GATT: presenza e prospettive	» » »
Struttura e autonomia del Sistema della riserva federale degli Stati Uniti	» » »
L'armonizzazione del trattamento fiscale dei redditi da attività finanziarie	» » »
Indagine sul sistema di credito agrario in alcuni paesi	15 – ottobre 1990
Piano strategico di sviluppo dell'automazione in Banca d'Italia	» » »
Recenti sviluppi nell'Uruguay Round	» » »
Mercato del petrolio e dipendenza energetica	» » »
Recenti innovazioni nella gestione accentrata dei titoli di Stato	» » »
L'esposizione intragiornaliera dei partecipanti sui sistemi di pagamento e il problema del suo controllo negli Stati Uniti	» » »

TITOLO	NUMERO
DOCUMENTI:	
Relazione introduttiva al disegno di legge sulla revisione della legislazione valutaria . . .	2 – febbraio 1984
L'integrazione finanziaria nei paesi CEE	» » »
Gestione delle crisi bancarie: il caso Ambrosiano	3 – ottobre 1984
Il funzionamento del sistema monetario internazionale (<i>Rapporto dei Supplenti del Gruppo dei Dieci ai Ministri e ai Governatori</i>)	5 – ottobre 1985
Audizione del Governatore della Banca d'Italia innanzi alle Commissioni riunite del Senato e della Camera	» » »
La gestione delle esposizioni bancarie «Off-Balance-Sheet»: una prospettiva di vigilanza (<i>rapporto Cooke</i>)	7 – ottobre 1986
Recenti innovazioni nell'attività bancaria internazionale (<i>rapporto Cross</i>)	» » »
Efficienza, stabilità ed equità: una strategia per l'evoluzione del Sistema economico della Comunità europea	9 – ottobre 1987
Comitato per lo studio dei problemi concernenti l'oggetto sociale, le attività connesse e la partecipazione in altre imprese delle compagnie di assicurazione: Documento conclusivo	» » »
Proposte per la convergenza internazionale della misurazione dei fondi propri e dei coefficienti patrimoniali minimi	10 – febbraio 1988
Ordinamento degli enti pubblici creditizi: l'adozione del modello della società per azioni	» » »
Sistema telematico di negoziazione dei titoli pubblici (<i>Decreto istitutivo e convenzione tra gli operatori aderenti al sistema</i>)	11 – ottobre 1988
Accordo internazionale sulla valutazione del patrimonio e sui coefficienti patrimoniali minimi	» » »
Dichiarazione di principi del Comitato per le regolamentazioni bancarie e le pratiche di vigilanza di Basilea sulla prevenzione dell'utilizzo del sistema bancario ai fini del riciclaggio di fondi derivanti da attività illegali	12 – febbraio 1989
Modifiche alla disciplina della riserva obbligatoria	» » »
Rapporto sull'unione economica e monetaria nella Comunità Europea, <i>del Comitato per lo studio dell'unione economica e monetaria</i>	13 – ottobre 1989
Rapporto sugli schemi di netting, <i>a cura del Gruppo di esperti sui sistemi di pagamento delle banche centrali dei paesi del Gruppo dei Dieci</i>	» » »
Unione economica e monetaria, <i>a cura della Commissione delle Comunità europee</i> . . .	15 – ottobre 1990
L'unione economica e monetaria oltre la prima fase, <i>a cura del Comitato monetario</i> . . .	» » »

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. 133 *Progressing towards European Monetary Unification: Selected Issues and Proposals*, di L. BINI SMAGHI (aprile 1990).
- n. 134 *Il valore informativo delle variabili finanziarie: un'analisi con il modello econometrico trimestrale della Banca d'Italia*, di I. ANGELONI - A. CIVIDINI (aprile 1990).
- n. 135 *A Model for Contingent Claims Pricing on EMS Exchange Rates*, di A. ROMA (maggio 1990).
- n. 136 *Le attività finanziarie delle famiglie*, di L. CANNARI - G. D'ALESSIO - G. RAIMONDI - A. I. RINALDI (luglio 1990).
- n. 137 *Sistema pensionistico e distribuzione dei redditi*, di L. CANNARI - D. FRANCO (luglio 1990).
- n. 138 *Time Consistency and Subgame Perfection: the Difference between Promises and Threats*, di L. GUISO - D. TERLIZZESE (luglio 1990).
- n. 139 *Test di integrazione e analisi di cointegrazione: una rassegna della letteratura e un'applicazione*, di G. BODO - G. PARIGI - G. URGÀ (luglio 1990).
- n. 140 *The Experience with Economic Policy Coordination: the Tripolar and the European Dimensions*, di G. GOMEL - F. SACCOMANNI - S. VONA (luglio 1990).
- n. 141 *The Short-Term Behavior of Interest Rates: Did the Founding of the Fed Really Matter?*, di P. ANGELINI (settembre 1990).
- n. 142 *Evoluzione e performance dei fondi comuni mobiliari italiani*, di F. PANETTA - E. ZAUTZIK (ottobre 1990).
- n. 143 *L'imputazione dei dati mancanti nelle indagini campionarie: un'applicazione delle tecniche di regressione*, di F. TRIMARCHI (novembre 1990).
- n. 144 *On the Measurement of Intra-Industry Trade: Some Further Thoughts*, di S. VONA (dicembre 1990).
- n. 145 *Exchange Rate Variability and Trade: Why is it so Difficult to Find Any Empirical Relationship?*, di L. BINI SMAGHI (dicembre 1990).
- n. 146 *La scelta del meccanismo di collocamento dei titoli di Stato: analisi teorica e valutazione dell'esperienza italiana*, di L. BUTTIGLIONE - A. PRATI (gennaio 1991).
- n. 147 *Diversification and Performance*, di M. BIANCO (gennaio 1991).
- n. 148 *Exchange Rate and Pricing Strategies in a Model of International Duopoly*, di P. CASELLI (gennaio 1991).

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).
- n. 19 *Il controllo della Banca d'Italia sulle emissioni di titoli atipici*, di F. CARBONETTI (ottobre 1988).
- n. 20 *Le polizze di credito commerciale*, di F. CAPRIGLIONE (dicembre 1988).
- n. 21 *La responsabilità penale del banchiere: evoluzione giurisprudenziale e prospettive di riforma*, di F. CAPRIGLIONE (dicembre 1989).

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

