

BANCA D'ITALIA

Bollettino Economico



Numero 17 Ottobre 1991

BANCA D'ITALIA

Bollettino Economico
del Servizio Studi

Numero 17 Ottobre 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>	21
<i>La finanza pubblica</i>	40
<i>I mercati monetari e finanziari</i>	48
<i>Le prospettive a breve termine</i>	65

Note

<i>Revisione degli aggregati monetari</i>	1*
<i>Il sistema pensionistico: ragioni per una riforma</i>	8*
<i>Il progetto di riforma bancaria negli Stati Uniti e lo stato del suo iter parlamentare</i>	12*
<i>Recente evoluzione della regolamentazione dei mercati creditizi e finanziari nei paesi della CEE</i>	17*
<i>Sistema dei pagamenti: la procedura "circuito veloce" per i bonifici bancari</i>	23*

Documenti

<i>Questioni poste dalla transizione nell'Europa centrale e orientale</i>	25*
<i>La Banca Centrale Europea nella "seconda fase"</i>	30*
<i>Disciplina del funzionamento della compensazione dei recapiti</i>	34*
<i>Disciplina della liquidazione dei valori mobiliari</i>	35*

Interventi

<i>La dimensione e lo sviluppo dei mercati finanziari, Antonio Fazio, marzo 1991</i>	37*
<i>Il processo di internazionalizzazione della finanza italiana, Lamberto Dini, giugno 1991</i>	50*
<i>Indagine conoscitiva sulla legge finanziaria per il 1992, Antonio Fazio, ottobre 1991</i>	61*
<i>Il processo di privatizzazione: sei esperienze a confronto, Tommaso Padoa-Schioppa, ottobre 1991</i>	68*
<i>Intervento del Governatore della Banca d'Italia al XXXIV Congresso nazionale del Forex Club Italiano, Carlo A. Ciampi, ottobre 1991</i> ..	80*

Appendice

<i>Serie statistiche</i>	1a
<i>Note metodologiche</i>	49a
<i>Principali provvedimenti di politica economica</i>	55a
<i>Elenco delle «Note» e dei «Documenti» apparsi nei precedenti numeri del Bollettino Economico</i>	64a
<i>Elenco delle pubblicazioni della Banca d'Italia</i>	66a

INDICE DEI RIQUADRI

La congiuntura e le politiche economiche

<i>Il ciclo industriale nelle principali economie</i>	6
<i>L'evoluzione degli aggregati monetari nei principali paesi industriali</i>	10
<i>La situazione economica dell'URSS nel 1991</i>	18
<i>La riforma della Cassa integrazione guadagni e di altri istituti in materia di mercato del lavoro .</i>	24
<i>Effetti sull'inflazione al consumo delle fluttuazioni nelle quotazioni del petrolio e del dollaro . . .</i>	28
<i>L'interscambio italo-tedesco dopo l'unificazione .</i>	31
<i>Gli interventi della Banca d'Italia sul mercato monetario</i>	50
<i>Effetti della modifica del regime di riserva obbligatoria del maggio 1991</i>	54
<i>I provvedimenti fiscali nel settore del credito</i>	56
<i>I contratti futures sui BTP nei mercati esteri</i>	60
<i>La riforma delle liquidazioni di borsa: recenti provvedimenti</i>	63
<i>La manovra di bilancio per il 1992</i>	70

La congiuntura e le politiche economiche

L'economia internazionale

La congiuntura nei paesi industriali

Il rallentamento dell'attività economica nei paesi industriali, in atto dal 1989, si è accentuato nella prima metà del 1991. Le ripercussioni negative della crisi del Golfo Persico sul clima di fiducia delle imprese e dei consumatori, pur attenuandosi, si sono sovrapposte al protrarsi degli effetti restrittivi delle politiche economiche dei principali paesi orientate principalmente a contenere l'inflazione e a risanare le finanze pubbliche. Dopo otto anni di ininterrotta espansione, nel primo semestre di questo anno il prodotto lordo è diminuito negli Stati Uniti, nel Regno Unito e in Canada; in Francia e in Italia il reddito è aumentato, ma con un ritmo dimezzato rispetto al primo semestre dello scorso anno. Anche in Giappone e in Germania, dove pure il ritmo di crescita è rimasto sostenuto nell'ultimo biennio, si sono manifestati nel secondo trimestre sintomi di rallentamento.

L'attuale fase recessiva appare, per la maggior parte dei paesi, di intensità e di durata minore che in passato (cfr. il riquadro: *Il ciclo industriale nelle principali economie*). Tuttavia, sebbene siano emersi nel corso dell'estate alcuni segnali di miglioramento della congiuntura, soprattutto nel Nord America, e nonostante che le politiche monetarie abbiano favorito nella prima metà del 1991 riduzioni dei tassi d'interesse a breve termine, vi è ancora incertezza sui tempi e sull'intensità di una ripresa che stenta a manifestarsi. Le organizzazioni internazionali hanno progressivamente rivisto al ribasso le previsioni di sviluppo del commercio mondiale per il 1991. Sino alla fine dello scorso anno, era ritenuta possibile una crescita dell'ordine del 5 per cento; la previsione del Fondo monetario internazionale è successivamente scesa, a maggio al 2,5 per cento e a settembre all'1 per cento;

nell'ultima valutazione dell'OCSE, risalente a giugno, la crescita del commercio mondiale prevista per quest'anno era del 3 per cento.

Tav. 1

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

PAESI	1990	1990	1991	1991
		II sem.	I sem.	(1)
Stati Uniti				
PNL	1,0	0,4	-1,9	-0,2
Domanda interna ...	0,5	-0,2	-3,1	-0,9
Canada				
PIL	0,5	-1,9	-2,4	-1,1
Domanda interna ...	-0,4	-2,2	-2,4	-0,5
Giappone				
PNL	5,7	4,3	6,6	4,2
Domanda interna ...	5,9	4,4	3,7	3,8
CEE				
PIL	2,3	1,6	1,5	1,4
Domanda interna ...	2,6	1,3	1,6	1,4
di cui:				
Germania (2)				
PNL	4,7	4,6	4,9	3,0
Domanda interna	5,2	4,1	4,8	3,3
Francia				
PIL	2,8	1,5	1,2	1,3
Domanda interna	3,2	2,3	0,8	1,3
Italia				
PIL	2,0	1,1	0,9	1,4
Domanda interna	1,9	-0,2	2,6	1,6
Regno Unito				
PIL	0,9	-3,0	-2,8	-1,7
Domanda interna	-0,1	-3,6	-4,8	-2,6

Fonti: FMI, OCSE, Istat e bollettini nazionali.

(1) Previsioni FMI, *World Economic Outlook* e, per l'Italia, Relazione previsionale e programmatica. - (2) I dati si riferiscono alla sola Germania occidentale.

Il ciclo industriale nelle principali economie

Nel primo semestre del 1991 la produzione industriale nelle principali economie è caduta dell'1,6 per cento rispetto al semestre precedente. Questo andamento segue il forte rallentamento del 1990, allorché il tasso di incremento medio annuo della produzione industriale, pari all'1,6 per cento, si era dimezzato rispetto all'anno precedente.

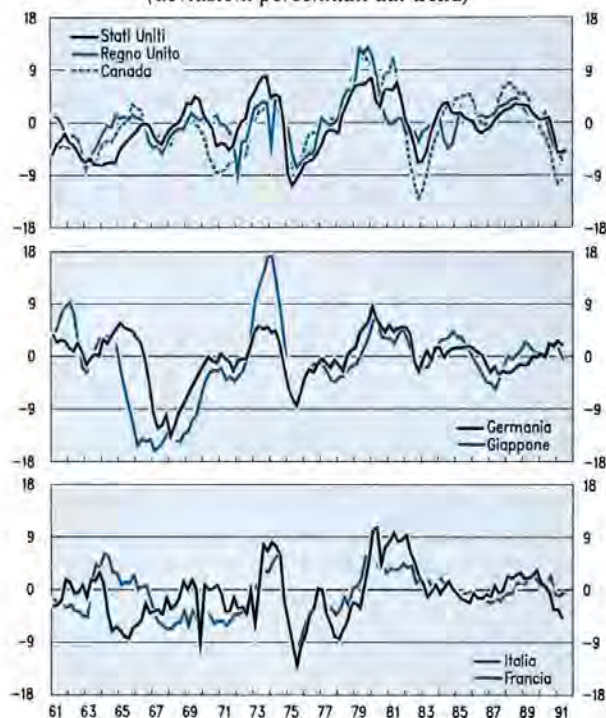
Lo sfasamento ciclico tra le diverse economie si è accentuato: in Giappone e in Germania la produzione industriale ha continuato a espandersi con ritmi apprezzabili; negli Stati Uniti, in Canada e nel Regno Unito si è, invece, fortemente ridotta; Italia e Francia si sono collocate in posizione intermedia, con un andamento dell'attività produttiva stagnante o in moderato calo.

Fino ad alcuni mesi fa prevaleva l'opinione che questa fase di indebolimento fosse principalmente da ricondursi alle incertezze suscitate dalla crisi del Golfo e che, pertanto, sarebbe stata, oltre che di intensità limitata, anche di breve durata. La ripresa ha tuttavia tardato a manifestarsi: a oltre sei mesi dalla fine del conflitto, permane una situazione di debolezza in alcune delle principali economie. Per porre l'attuale quadro congiunturale in una prospettiva storica sono stati presi in esame, per i principali paesi, i cicli di attività industriale nell'ultimo trentennio (cfr. figura). L'analisi è stata condotta sulle serie destagionalizzate depurate della componente di trend. Quest'ultima è stata stimata ipotizzando per tutti i paesi un processo di crescita esponenziale. Per tenere conto di cambiamenti strutturali nei parametri, sono state effettuate regressioni su un arco temporale fisso di dieci anni, facendo variare progressivamente il periodo iniziale di stima.

I punti di massimo e di minimo risultano prossimi a quelli riportati dall'OCSE e dagli istituti congiunturali nazionali. È opportuno sottolineare che gli ultimi punti di svolta vanno considerati con cautela; in particolare, per

il Giappone e la Germania non è chiaramente individuabile una inversione ciclica nel periodo recente.

Produzione industriale nelle principali economie
(deviazioni percentuali dal trend)



Fonte: Elaborazioni su dati Istat e OCSE.

Se si considerano tutti i cicli completi (compresi fra due punti di minimo consecutivi) dell'ultimo trentennio si può, innanzitutto, notare che la loro durata media è stata sensibilmente maggiore nel Regno Unito e in Germania (oltre quattro anni) che nei rimanenti paesi; in tutte le economie, le fasi espansive sono state più lunghe di quelle recessive, che, in media, hanno avuto una durata non superiore ai due anni (tav. 1).

Tav. 1

Cicli industriali nelle principali economie nell'ultimo trentennio (1)

PAESI	Numero cicli (2)	Durata media (mesi)	Durata media espansioni (mesi)	Durata media recessioni (mesi)	Durata ultima espansione (mesi)	Ultimo picco	Numero mesi dall'ultimo picco (3)
Stati Uniti	9	41	26	15	31	Aprile 1989	26
Giappone	9	38	23	15	40	Ottobre 1990	8
Germania	7	49	29	20	40	Gennaio 1991	5
Francia	8	43	24	19	30	Luglio 1990	11
Regno Unito	7	49	25	24	33	Settembre 1988	32
Italia	9	41	25	16	48	Dicembre 1989	18
Canada	9	40	24	16	20	Maggio 1988	37

Fonte: Elaborazioni su dati Istat e OCSE.

(1) Indicatore di riferimento: produzione industriale totale depurata della componente di trend. - (2) I cicli considerati sono quelli completi, fra due punti di minimo. Si assume che l'ultimo dato osservato nel 1991 rappresenti un punto di minimo - (3) L'ultimo mese di riferimento è giugno 1991.

La cronologia dei picchi più recenti mostra che l'ultima inversione ciclica è avvenuta dapprima in Canada e nel Regno Unito, nel 1988, e successivamente negli Stati Uniti, all'inizio del 1989; per queste economie, quindi, la fase di indebolimento produttivo si protrae, ormai, da un considerevole numero di mesi; l'inversione è avvenuta alla fine del 1989 in Italia e a metà dell'anno successivo in Francia.

Per misurare l'intensità delle varie fasi di espansione e recessione si è fatto ricorso, per un agevole confronto fra paesi, a una misura basata sugli scarti assoluti dalla media dell'indice di produzione industriale, depurato della componente di trend, nei rispettivi periodi di riferimento.

In tutti i paesi, con la sola eccezione del Canada e del Regno Unito, l'attuale fase di indebolimento è stata finora in media meno intensa di quelle degli anni settanta e ottanta (tav. 2); per la Francia e l'Italia essa risulta di intensità comparabile con quelle degli anni sessanta.

Tav. 2

Intensità dei cicli e delle recessioni nelle principali economie nell'ultimo trentennio (1)

PAESI	Anni '60		Anni '70 e '80		Ultimo ciclo	
	Cicli	Rec.	Cicli	Rec.	Ciclo	Rec.
Stati Uniti	2,73	1,07	4,11	3,00	2,03	2,57
Giappone	6,00	3,21	4,21	2,57	1,41	1,45
Germania	4,64	5,06	2,88	2,06	1,75	0,94
Francia	3,79	1,73	3,04	2,18	1,36	1,51
Regno Unito	2,14	2,29	3,63	2,57	2,20	2,92
Italia	2,83	1,99	4,91	3,41	2,04	2,31
Canada	2,30	2,05	5,12	3,21	4,27	5,04

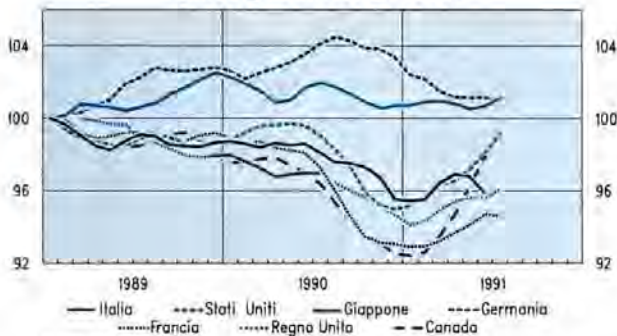
Fonte: Elaborazioni su dati Istat e OCSE.

(1) L'intensità dei cicli e delle recessioni, nei rispettivi periodi di riferimento, è stata calcolata come media delle deviazioni assolute dell'indice di produzione industriale, depurato della componente di trend, dalla sua media.

La prevista riduzione, nella seconda parte dell'anno, del contributo del Giappone e della Germania alla crescita del commercio internazionale e il persistere di livelli elevati dei tassi d'interesse reali a lungo termine, che riflette la permanenza di squilibri nella finanza pubblica e una insufficienza di risparmio a livello mondiale, non favoriscono la ripresa della domanda.

Fig. 1

Indicatori della tendenza ciclica (1)
(dati mensili destagionalizzati;
indici: gennaio 1989=100)



Fonte: OCSE.

(1) Indici anticipatori compositi elaborati dall'OCSE. Gli indici anticipatori compositi 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 inevasi, all'andamento dei prezzi delle materie prime e dei corsi azionari, all'offerta di moneta (M2) e alle aspettative dei consumatori.

Negli Stati Uniti il calo del prodotto nel primo semestre (1,9 per cento, in ragione d'anno; tav. 1) è derivato dalla forte caduta degli investimenti fissi (11 per cento) e dalla flessione dei consumi privati (1 per cento). L'indicatore anticipatore del ciclo, in aumento dall'inizio dell'anno, segnala che la fase recessiva dell'economia statunitense dovrebbe essere in via di esaurimento (fig. 1). Il tasso di disoccupazione è sceso in settembre al 6,7 per cento, dalla punta del 7 raggiunta in giugno; la produzione industriale è cresciuta in agosto per il quinto mese consecutivo. I sintomi di ripresa sono però concentrati in alcuni comparti dell'industria e non sembrano diffondersi all'intera economia. L'elevato livello di indebitamento medio delle imprese e la minore propensione delle banche a erogare credito ostacolano la crescita degli investimenti e dei consumi privati. Il contributo dei consumi pubblici alla ripresa dell'attività rimarrà verosimilmente modesto a causa degli squilibri pregressi del bilancio federale e del previsto contenimento delle spese militari.

Nella Comunità europea la crescita del prodotto è stata di circa l'1,5 per cento (1,6 nel semestre precedente), con una accentuata divergenza delle condizioni cicliche dei paesi membri.

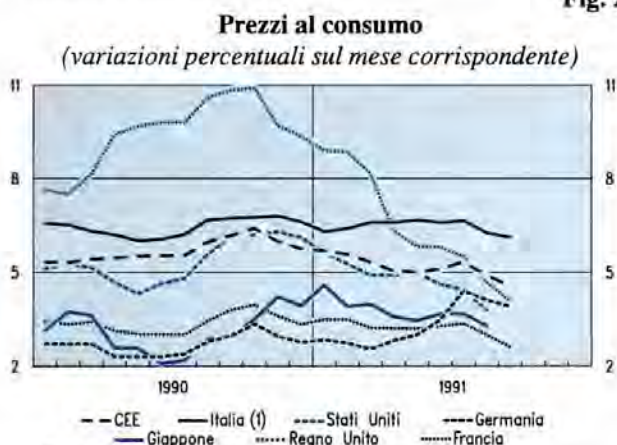
Nel Regno Unito il prodotto interno lordo è sceso per il secondo semestre consecutivo (2,8 per cento), soprattutto per la riduzione degli investimenti fissi (14 per cento). La disoccupazione ha raggiunto l'8,5 per cento in agosto (5,8 nell'agosto 1990). I segni di ripresa sono ancora modesti: in luglio la produzione industriale è aumentata per il secondo mese consecutivo, ma rimane inferiore di circa il 2 per cento rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente.

In Francia e in Italia la crescita del prodotto è ulteriormente decelerata (all'1,2 e 0,9 per cento, rispettivamente, contro l'1,5 e l'1,1 del secondo semestre del 1990). Nella prima parte dell'anno la produzione industriale ha ristagnato sui livelli della fine del 1990 in entrambi i paesi. In Francia il tasso di disoccupazione è salito al 9,5 per cento in agosto (8,9 nel dicembre 1990).

Nelle regioni occidentali della Germania la forte dinamica degli investimenti (19 per cento, in ragione d'anno) ha continuato a sostenere la crescita del reddito (4,9 per cento, nel primo semestre). Nei primi otto mesi dell'anno in corso il tasso di disoccupazione si è mantenuto intorno al 5,6 per cento, il livello più basso dal 1981. Nelle regioni orientali il prodotto è invece sceso ulteriormente, collocandosi in luglio su un livello inferiore di circa il 30 per cento a quello che si registrava al momento dell'unificazione monetaria; su questo risultato ha influito il crollo, del 60 per cento, delle esportazioni verso i paesi dell'area dell'ex Comecon. La competitività dell'industria è fortemente peggiorata, anche per il rapido incremento del costo del lavoro: le retribuzioni, prima dell'unificazione in media pari a circa il 30 per cento di quelle prevalenti nelle regioni occidentali, sono passate in un anno al 60 per cento circa. La disoccupazione è salita, nella prima metà dell'anno, al 12 per cento della popolazione attiva di quell'area. Nonostante il forte aumento dei salari e i trasferimenti finanziari, i consumi privati dovrebbero essere diminuiti, anche se meno del prodotto, per effetto della riduzione dell'occupazione e dell'aumento dei prezzi al consumo (in particolare prezzi amministrati e affitti). In base ad alcuni segnali, quali la ripresa degli ordinativi dell'industria nel corso dell'estate e la lieve flessione in agosto del tasso

di disoccupazione, potrebbe prospettarsi un arresto della fase di contrazione produttiva nelle regioni orientali. Nelle regioni occidentali, invece, dove il grado di utilizzo della capacità produttiva ha raggiunto livelli molto elevati, la crescita dovrebbe rallentare, anche per effetto degli alti tassi d'interesse reali e degli inasprimenti fiscali introdotti a luglio. Nei dodici mesi terminanti a luglio, il tasso di aumento della produzione industriale si è abbassato al 3,7 per cento (dal 6,2 in gennaio). L'indicatore anticipatore del ciclo è sceso per il settimo mese consecutivo, tornando sui livelli dell'inizio del 1989.

Fig. 2



Fonti: OCSE e Istat.
(1) I dati dell'Italia dopo luglio 1991 sono stimati sulla base dell'andamento congiunturale di un indicatore costruito a partire dalle componenti elementari del costo della vita.

In Giappone le esportazioni nette hanno contribuito per quasi la metà all'aumento del 6,6 per cento del prodotto lordo. Nel secondo trimestre sono emersi segni di rallentamento: dal 7,5 per cento dell'inizio dell'anno, il ritmo di crescita della produzione industriale è sceso al 2,8 per cento nei dodici mesi terminanti a luglio.

Il ritorno delle quotazioni del petrolio sul livello precedente alla crisi del Golfo e il continuo calo dei prezzi delle materie prime non petrolifere (scesi del 6,7 per cento in settembre, rispetto allo stesso mese del 1990) hanno favorito la riduzione dell'inflazione (fig. 2). In agosto il tasso di incremento dei prezzi al consumo è sceso al 3,8 per cento negli Stati Uniti e al 3,3 in Giappone (dal 6,1 e 3,9 alla fine del 1990); ciò è risultato soprattutto dal rallentamento dei prezzi all'importazione (cresciuti in giugno del 2,7 per cento negli Stati Uniti e calati del 6 in Giappone).

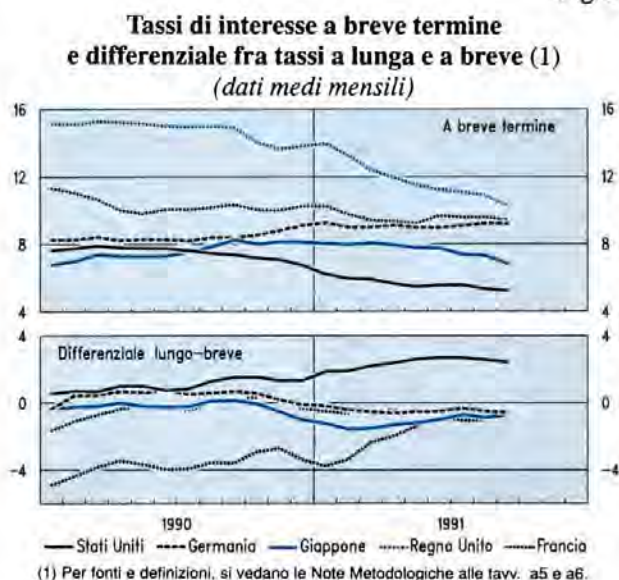
Nella Comunità europea sono diminuiti sia il livello medio dell'inflazione (4,6 per cento in settem-

bre, contro il 6 della fine del 1990) sia la dispersione tra i paesi membri, soprattutto per effetto della riduzione, di oltre 5 punti percentuali in nove mesi, registrata nel Regno Unito (4,1 per cento in settembre); questo risultato è scaturito in larga parte dalla rimozione della *poll tax* e dalla riduzione dei tassi d'interesse sui mutui ipotecari che vengono inclusi nel calcolo dell'indice inglese dei prezzi al consumo. In Spagna l'inflazione è scesa al 5,7 per cento (6,6 nel dicembre 1990). Il ritmo di crescita dei prezzi tedeschi, dopo aver registrato un'impennata in luglio (4,4 per cento, rispetto al mese corrispondente del 1990), in seguito all'aumento dell'imposizione indiretta e alla dinamica sostenuta dei salari, è lievemente rallentato in settembre (3,9 per cento). Il tasso di inflazione tedesco risulta attualmente superiore a quello francese di oltre un punto percentuale. Rimangono al di sopra della media comunitaria, oltre alla Spagna e all'Italia (6,2 per cento), il Portogallo (10,2) e la Grecia (17,9).

Le politiche economiche

Nella prima parte del 1991 l'azione di stabilizzazione del ciclo è stata svolta principalmente dalle politiche monetarie, con una riduzione dei tassi d'interesse nei paesi dove l'attività economica è rallentata (fig. 3). Le politiche fiscali sono state quasi ovunque orientate al risanamento dei conti pubblici.

Fig. 3



L'evoluzione degli aggregati monetari nei principali paesi industriali

In molti dei principali paesi industriali, i fenomeni di innovazione finanziaria e di sostituibilità tra strumenti hanno indotto le autorità a modificare la composizione degli aggregati per il 1991 o a rivedere nel corso dell'anno gli obiettivi di espansione.

Nella maggioranza dei paesi, all'accelerazione della moneta registrata nel primo trimestre dell'anno in corso, è seguita una fase di marcato rallentamento (cfr. tavola).

Negli Stati Uniti, la crescita di M2 e di M3 si collocava in settembre al margine inferiore delle fasce-obiettivo, riflettendo la flessione del livello di attività e il proseguire della ricomposizione dei portafogli in favore di strumenti alternativi ai depositi bancari. Nella riunione di luglio del Federal Open Market Committee sono stati tuttavia confermati i sentieri di espansione degli aggregati per la rimanente parte dell'anno, in conside-

razione dei timori sull'andamento del ciclo e sul rallentamento del credito derivante dalla riduzione attesa delle attività delle Casse di risparmio, associata alle procedure di liquidazione previste dal Resolution Trust Corporation. Nel mese di settembre, poi, il tasso di sconto è stato ridotto dal 5,5 al 5 per cento, il livello più basso dal 1973.

In Giappone, il forte rallentamento della crescita della moneta (per la quale non si annuncia formalmente un obiettivo ma vengono formulate previsioni) è stato uno dei fattori all'origine della decisione di ridurre, in luglio, il tasso di sconto dal 6 al 5,5 per cento; alla decelerazione dell'aggregato di riferimento (che in aprile registrava un tasso di espansione del 2,1 per cento, il più contenuto dal 1968) ha contribuito anche la liberalizzazione dei tassi di interesse sui depositi vincolati, non inclusi nell'aggregato.

Aggregati monetari: obiettivi e tassi di crescita
(valori percentuali)

PAESI	Aggregati monetari di riferimento	Obiettivo per l'anno (1)			Tassi di crescita		
		1989	1990	1991	1989 (2)	1990 (2)	1991 (ultimo dato disponibile) (2)
Stati Uniti	M2	3-7	3-7	2,5-6,5	4,5	3,9	2,7 (Settembre)
	M3	3,5-7,5	2,5-6,5	1-5	3,2	1,8	0,9 (Settembre)
Giappone	M2+CD (3)	9-10	ca. 11	ca. 4	10,0	10,0	2,8 (Agosto)
Germania	M3 (4)	ca. 5	4-6	4-6 (5)	4,8	5,6	(*) 4,2 (Agosto)
Francia	M2 (6)	4-6	3,5-5,5	—	4,4	-0,7	
	M3 (6)	—	—	5-7	—	—	4,4 (Agosto)
Regno Unito	M0	1-5	1-5	0-4	6,7 (7)	2,6 (8)	1,8 (Agosto)
	M4	—	—	—	18,0 (7)	9,9 (8)	7,1 (Agosto)
Italia	M2	6-9	6-9	5-8	9,5	9,9	7,1 (Settembre)
AEC (9)					11,5	9,4	7,0 (Luglio)

Fonti: BRI e statistiche nazionali.

(1) Periodi di obiettivo: da quarto trimestre a quarto trimestre per Stati Uniti, Giappone (per il 1991 da secondo trimestre a secondo trimestre), Germania e Francia; per il Regno Unito, periodo di dodici mesi terminante a marzo; per l'Italia da dicembre a dicembre. — (2) Variazioni nel periodo di riferimento, calcolate sulla stessa base dell'obiettivo. Per il 1991: variazioni sul periodo corrispondente dell'anno precedente per Giappone e Regno Unito e variazioni percentuali (in ragione d'anno) rispetto alla base di riferimento dell'obiettivo per i rimanenti paesi. — (3) CD = certificati di deposito. — (4) Per il 1989 e il 1990 Germania occidentale; per il 1991 Germania unificata. — (5) Nel mese di luglio 1991 la Deutsche Bundesbank ha rivisto l'obiettivo per l'anno, portandolo a 3-5 per cento. — (6) Nuova definizione a partire dal 1991. — (7) Periodo di dodici mesi terminante a marzo 1990. — (8) Periodo di dodici mesi terminante a marzo 1991. — (9) Indicatore di offerta complessiva di moneta per i paesi aderenti agli AEC, costruito sommando i seguenti aggregati nazionali (convertiti sulla base delle parità dei poteri d'acquisto): M3 per Germania, Francia (nuova definizione) e Irlanda; M2 per Italia, Belgio, Paesi Bassi e Danimarca; M4 per Regno Unito, ALP; per Spagna; variazioni sul periodo corrispondente calcolate sulle consistenze di fine periodo. — (*) Dato provvisorio.

Negli Stati Uniti la Riserva federale ha favorito il calo dei tassi di mercato, riducendo il saggio di sconto a febbraio, aprile e a metà settembre, fino a portarlo al 5 per cento e determinando una discesa del tasso sui *federal funds* al 5,25 per cento nel corso dell'estate (rispetto al 7 per cento del dicembre 1990). Nei primi sette mesi dell'anno i tassi a lungo termine sono rimasti sostanzialmente invariati sui livelli della fine dello

scorso anno; essi sono poi scesi di circa mezzo punto in agosto. La crescita di M2 è rimasta contenuta (2,5 per cento ad agosto, rispetto allo stesso mese del 1990), riflettendo in parte la debolezza dell'attività economica e collocandosi sul margine inferiore della fascia obiettivo (2,5-6,5; cfr. il riquadro: *L'evoluzione degli aggregati monetari nei principali paesi industriali*).

In conformità con il Trattato istitutivo dell'Unione delle due Germanie, dal 1° luglio 1990 la Bundesbank è divenuta l'unica autorità monetaria del paese e come tale ha formulato nel mese di dicembre un obiettivo di espansione di M3 per il 1991 che comprende anche le regioni orientali. Nel confermare i valori della fascia-obiettivo dell'anno precedente (4-6 per cento) e dichiarando di volere contenere la crescita della moneta in prossimità del limite inferiore, le autorità avevano manifestato l'intento di mantenere un indirizzo restrittivo per contrastare il rischio di pressioni inflazionistiche. Nel mese di luglio dell'anno in corso la Bundesbank ha ridotto la fascia-obiettivo di un punto percentuale (al 3-5 per cento). Tale revisione è stata motivata principalmente con l'aggiustamento dei portafogli nelle regioni orientali che, nella prima metà del 1991, è risultato più ampio di quanto stimato al momento della formulazione dell'obiettivo; dopo la scadenza del periodo transitorio (alla fine di dicembre) per la conversione dei depositi in marchi dell'est detenuti presso le Casse di risparmio, la riallocazione dei portafogli in favore di attività a lungo termine si era tradotta in una contrazione dei depositi e in un rallentamento di M3 al di sotto dell'obiettivo prefissato. Le peggiorate prospettive di sviluppo nelle regioni orientali hanno indotto altresì a rivedere al ribasso (al 2,25 per cento) la previsione di crescita del prodotto potenziale della Germania; sono rimasti invece invariati il tasso di inflazione programmato (2 per cento) e le stime della velocità di circolazione della moneta.

In Francia, sono state modificate le definizioni degli aggregati monetari e la fascia-obiettivo per il 1991 (5-7 per cento) è stata stabilita con riferimento alla nuova M3. Le nuove definizioni includono l'ammontare complessivo delle passività a breve termine emesse dai fondi di investimento. L'inclusione, fino allo scorso anno, delle attività monetarie detenute da tali intermediari, considerate, secondo il principio della "trasparenza", come detenute dal pubblico, aveva infatti creato distorsioni nell'interpretazione degli andamenti monetari. Negli ultimi anni, i fondi di investimento avevano spostato le loro attività verso strumenti alternativi a quelli inclusi negli aggregati, determinando una progressiva decelerazione degli aggregati, particolarmente rilevante per M3 nella vecchia definizione (dal 9,1 per cento del 1987 al 7,3 nel 1989; utilizzando la nuova definizione la crescita si era invece mantenuta attorno al 9 per cento). Questa tendenza si è accentuata nel corso del 1990, anche in seguito al trasferimento all'estero di una parte degli attivi degli stessi fondi, dopo l'abolizione, a gennaio, dei controlli valutari. Per ovviare alla ridotta competitività degli intermediari francesi

che questo fenomeno segnalava, le autorità monetarie, a ottobre, hanno ridotto (dal 3 allo 0,5 per cento) i coefficienti di riserva obbligatoria sulle passività bancarie incluse in M3. In seguito a questo provvedimento, nell'ultimo trimestre del 1990 si è registrata una sostenuta accelerazione di M3 (nella vecchia definizione) la cui crescita, sui dodici mesi, è passata dall'1,5 per cento di ottobre al 7,5 in dicembre (quella della nuova M3, nello stesso periodo, è passata dal 7,8 all'8,8 per cento). Dal secondo trimestre dell'anno in corso si è registrata una decelerazione della nuova M3, principalmente in conseguenza del rallentamento del ciclo.

Nel Regno Unito, nonostante le ripetute riduzioni del base rate (dal 15 per cento del settembre 1990 al 10,5 dello stesso mese dell'anno in corso), l'espansione di M0 è rimasta contenuta, riflettendo la sfavorevole fase ciclica, mentre è proseguita la decelerazione dell'aggregato più ampio (M4) che risente con lunghi ritardi degli orientamenti della politica monetaria.

Per l'insieme dei paesi partecipanti agli Accordi europei di cambio, l'indicatore di offerta di moneta complessiva, costruito sommando gli aggregati monetari nazionali ampi convertiti sulla base delle parità dei poteri di acquisto, è rallentato a luglio al 7 per cento, dal 9 per cento del primo trimestre. Al fine di pervenire alla definizione di un'offerta di moneta aggregata per l'area più soddisfacente di quella che risulta dalla semplice somma degli aggregati nazionali, nell'ambito del Comitato dei governatori della Comunità sono state elaborate proposte di modifica delle definizioni ampie degli aggregati, con l'obiettivo di procedere verso una loro graduale armonizzazione. Le proposte avanzate contemperano la necessità di armonizzare gli aggregati con quella di tenere conto delle caratteristiche specifiche dei mercati e di garantire la stabilità della relazione tra gli aggregati e gli obiettivi finali della politica monetaria (per un'analisi della revisione degli aggregati monetari in Italia cfr. la Nota nell'apposita sezione). In seguito a tali proposte, le banche centrali dei paesi europei hanno elaborato definizioni di moneta "armonizzate" (temporaneamente denominate M3H) che verranno utilizzate, tra gli altri indicatori, nell'ambito del secondo esercizio di coordinamento ex-ante delle politiche monetarie che verrà attuato per il 1992. Esso sarà effettuato nella riunione del Comitato dei governatori del novembre prossimo, nel corso della quale sarà esaminata la compatibilità degli orientamenti delle banche centrali per il 1992 con l'obiettivo della stabilità dei prezzi e dei tassi di cambio all'interno dello SME.

In Giappone la discesa dei tassi d'interesse a breve termine (al 6,8 per cento in settembre, oltre un punto percentuale in meno rispetto ad aprile) è stata favorita dalla riduzione del tasso di sconto di mezzo punto decisa in luglio (al 5,5 per cento) e sollecitata dalla flessione dell'inflazione, dal rallentamento dell'attività produttiva nel secondo trimestre e dalle preoccupazioni destinate dal calo delle quotazioni azionarie. I

tassi a lungo termine rimangono inferiori a quelli a breve di quasi un punto percentuale.

Nell'area degli Accordi di cambio dello SME il livello medio dei tassi d'interesse a breve termine è sceso al 10,2 per cento in settembre, oltre un punto in meno rispetto al dicembre dello scorso anno. Si sono notevolmente ridotti i differenziali tra i paesi membri,

soprattutto per la forte diminuzione dei tassi inglesi e spagnoli, in presenza di aspettative di cambio stabili, e per l'aumento dei tassi tedeschi nel corso dell'estate.

L'indirizzo restrittivo della politica monetaria tedesca è stato accentuato nel corso dell'estate con l'aumento, a metà agosto, di un punto percentuale del tasso di sconto e di un quarto di punto del tasso *Lombard*. I tassi a lungo termine, lievemente calati nei primi mesi dell'anno, sono nuovamente aumentati in luglio. L'inclinazione della curva dei rendimenti è rimasta negativa. Rispetto all'ultimo trimestre del 1990, in giugno l'aggregato M3 è cresciuto con un ritmo del 3,4 per cento in ragione d'anno, prossimo al limite inferiore della nuova fascia obiettivo. In luglio e in agosto la moneta ha ripreso ad aumentare con un ritmo più elevato (4,1 per cento).

In Francia il rallentamento dell'attività e il permanere dell'inflazione su livelli contenuti hanno favorito, tra gennaio e maggio, la discesa dei tassi a breve di circa un punto percentuale. Dopo un breve rialzo in giugno per contrastare pressioni sul franco, i rendimenti sono nuovamente calati nel corso dell'estate; in settembre il differenziale positivo nei confronti dei tassi tedeschi era inferiore a 0,5 punti percentuali. Nel Regno Unito i tassi sono scesi nei primi nove mesi dell'anno di 3 punti percentuali nel comparto a breve termine, in seguito alla riduzione di pari ammontare del tasso base. In settembre il differenziale con i tassi tedeschi era pari a circa un punto e mezzo nel comparto a breve (un punto in quello a lunga). Anche in Spagna la pressione al rialzo sulla peseta ha consentito di ridurre i rendimenti a breve, scesi al 12,5 per cento nel corso dell'estate.

Le politiche fiscali, nel 1991, hanno generalmente seguito un indirizzo restrittivo. Nella maggior parte dei paesi il consuntivo dovrebbe tuttavia presentare disavanzi superiori al previsto, anche per effetto dell'andamento sfavorevole dell'attività economica.

Negli Stati Uniti stime recenti indicano che il disavanzo per il 1991 dovrebbe essere fortemente aumentato (280 miliardi di dollari, pari al 5 per cento del prodotto lordo, contro 220 nel 1990), nonostante i contributi esteri alle spese sostenute dagli Stati Uniti per la guerra del Golfo (42 miliardi di dollari). Il risa-

namento delle Casse di Risparmio ha inciso per 83 miliardi. Al netto degli effetti dell'andamento ciclico sul bilancio federale, il contributo alla crescita del prodotto americano dovrebbe essere, secondo le stime del FMI, negativo per circa l'uno per cento. Si prevede che il peggioramento del disavanzo federale prosegua nel 1992, raggiungendo i 350 miliardi di dollari (il 6 per cento del prodotto lordo, contro i 280 preventivati), per effetto, in particolare, del rifinanziamento del fondo di assicurazione dei depositi.

In Giappone la favorevole situazione ciclica e il perseguimento della politica di contenimento della spesa, in atto dal 1985, hanno contribuito all'aumento dell'avanzo del settore pubblico (che dovrebbe superare, nell'anno, il 3 per cento del prodotto).

Nella Comunità europea il disavanzo complessivo del settore pubblico dovrebbe salire al 4,1 per cento del prodotto (3,9 nel 1990). Il peggioramento è da attribuire prevalentemente alla Germania, il cui bilancio consolidato dovrebbe registrare un passivo di circa 160 miliardi di marchi, pari al 5,6 per cento del prodotto lordo, contro il 3,7 del 1990. Per impedire una crescita ancora più forte del disavanzo, il governo tedesco ha deciso in gennaio e in febbraio una serie di inasprimenti fiscali, per un totale di circa 32 miliardi di marchi, e misure di riduzione delle spese, in particolare nel comparto militare. Nel disavanzo del bilancio federale non viene tuttavia considerato il passivo del *Treuhandanstalt*, l'ente incaricato di ristrutturare e privatizzare le imprese statali nelle regioni orientali, che dovrebbe ammontare a circa 20 miliardi di marchi.

In Francia il disavanzo pubblico per l'anno in corso dovrebbe essere pari all'1,4 per cento del prodotto lordo. Gli effetti del rallentamento ciclico sarebbero solo in parte compensati dalle misure fiscali aggiuntive approvate nel corso dell'anno. Nel Regno Unito le autorità hanno consentito al bilancio del settore pubblico di assorbire larga parte dell'effetto della recessione: da un sostanziale equilibrio nel 1990, si dovrebbe passare a un disavanzo pari a circa il 2 per cento del prodotto nel 1991. Al netto degli effetti determinati dal ciclo sul bilancio pubblico, il contributo alla crescita del prodotto dovrebbe essere negativo (dello 0,5 per cento secondo stime del FMI).

I tassi di cambio e le bilance dei pagamenti

Nella prima metà dell'anno il dollaro ha recuperato gran parte del calo subito nel corso del 1990, apprezzandosi del 6 per cento in termini effettivi nominali (fig. 4). Gli interventi concertati delle banche centrali alla metà di febbraio hanno inciso sulle aspettative degli operatori circa l'adeguatezza del livello del cambio raggiunto dalla valuta americana (1,45 marchi e 128 yen), del 14,5 per cento inferiore in termini effettivi reali rispetto alla media del 1980. Le aspettative di ripresa dell'economia statunitense dopo la fine del conflitto del Golfo e il miglioramento della bilancia corrente hanno incoraggiato gli operatori ad accrescere la domanda di dollari, sebbene si fosse ulteriormente ampliato il differenziale negativo fra i tassi d'interesse a breve termine americani, da un lato, e quelli tedeschi e giapponesi, dall'altro (circa 4 e 2 punti percentuali, rispettivamente, in settembre). La crisi politica in Unione Sovietica ha costituito, nel mese di agosto, un ulteriore fattore di temporaneo apprezzamento del dollaro.

Fig. 4

Tassi di cambio bilaterali del dollaro (1)
e nominali effettivi delle principali valute (2)
(indici: gennaio 1990=100)



(1) I tassi di cambio bilaterali sono espressi in unità di valuta per dollaro. - (2) Ciascuno nei confronti delle altre 14 principali valute.

Nei primi sette mesi il marco si è deprezzato nei confronti sia della valuta americana sia dello yen. Le aspettative di aumento del disavanzo pubblico e dell'inflazione, per effetto dell'unificazione, e l'incer-

tezza sugli sviluppi politici nell'Est europeo hanno contribuito a indebolire la valuta tedesca. Solo dopo il rialzo del tasso di sconto in Germania, in agosto, e la successiva riduzione negli Stati Uniti, il marco ha recuperato terreno e il cambio del dollaro è sceso sotto il livello di 1,70, prevalente all'inizio del 1990.

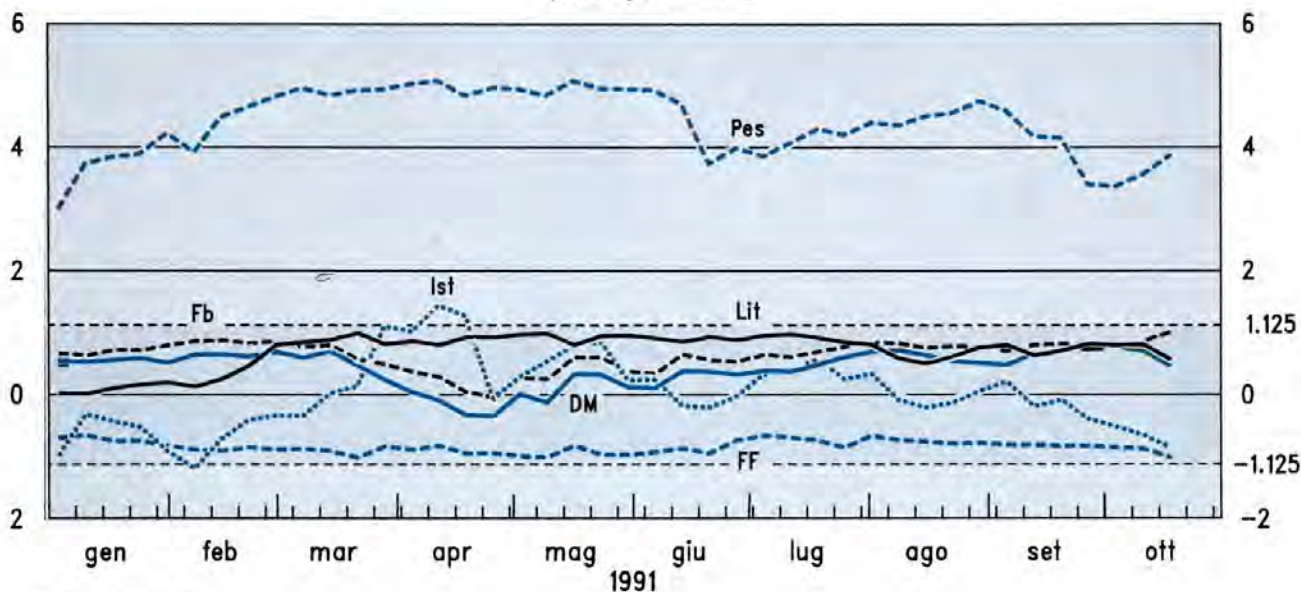
All'interno degli Accordi di cambio dello SME si sono rafforzate le valute dei paesi in cui, a causa dell'inflazione, sono più elevati i tassi d'interesse nominali; nei primi nove mesi dell'anno, la sterlina, la lira e la peseta si sono apprezzate dell'1,9, 0,5 e 1,8 per cento, rispettivamente, nei confronti delle valute degli Accordi. La sterlina, che dopo l'adesione agli Accordi nell'ottobre scorso era scesa al di sotto del margine inferiore della banda ristretta, è risalita nei primi mesi dell'anno, oscillando intorno al centro della banda (fig. 5). La lira è salita, a marzo, dal centro della fascia di fluttuazione, ove si trovava alla fine dello scorso anno, al limite superiore, in opposizione al franco francese. La peseta ha raggiunto, a marzo, il limite superiore della sua fascia di oscillazione con il franco francese: il tasso di cambio tra le due valute è stato mantenuto entro i margini consentiti grazie agli interventi delle rispettive banche centrali e, in parte, alla riduzione dei differenziali dei tassi d'interesse. Il marco è rimasto nella parte superiore della fascia di oscillazione.

L'evoluzione dei tassi di cambio nominali e dei prezzi relativi all'interno dello SME ha contribuito all'apprezzamento in termini reali delle valute dei paesi impegnati a far convergere il proprio tasso d'inflazione verso i livelli più bassi dell'area. Rispetto al gennaio 1990, il tasso di cambio effettivo reale della sterlina nei confronti degli altri paesi membri, calcolato sulla base dei prezzi all'ingrosso dei manufatti, si è apprezzato in luglio dell'11,9 per cento (5 in termini nominali), quelli della lira e della peseta dell'1 e dello 0,7 per cento, rispettivamente (contro un deprezzamento dello 0,8 e un apprezzamento del 2,6 per cento in termini nominali). Si sono invece lievemente deprezzati, in termini sia nominali sia reali, il franco francese, il marco e il fiorino (fig. 6).

Le divergenti condizioni cicliche e l'effetto ritardato dell'evoluzione della competitività nel corso del 1990 hanno contribuito a ridurre gli squilibri tra le bilance dei pagamenti correnti dei maggiori paesi industriali (tav. a1).

Fig. 5

Posizione nella banda di fluttuazione delle valute partecipanti agli Accordi di cambio dello SME (1)
(valori percentuali)



(1) Dati di fine periodo.

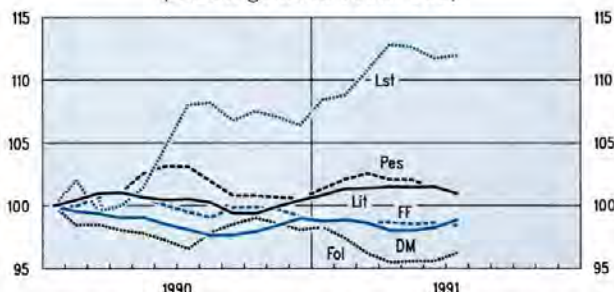
Nella prima metà dell'anno in corso gli Stati Uniti hanno registrato un avanzo corrente, valutato al netto degli effetti stagionali, di 13 miliardi di dollari (contro un passivo di 47 miliardi nel secondo semestre del 1990), con un miglioramento di 60 miliardi dovuto per oltre la metà (34 miliardi) ai contributi forniti dagli alleati per il finanziamento del conflitto del Golfo, contabilizzati come trasferimenti unilaterali. Il disavanzo commerciale è sceso a 34 miliardi (56 nella seconda metà del 1990), riflettendo il calo delle importazioni in volume (5 per cento rispetto al primo semestre del 1990) e l'aumento delle esportazioni (8 per cento). Le ragioni di scambio sono migliorate di circa 3 punti percentuali.

La bilancia delle partite correnti della Germania unita ha registrato un disavanzo di 12 miliardi di dollari (contro un attivo di 18 miliardi nel secondo semestre del 1990). L'avanzo commerciale è sceso da 26 a 3 miliardi di dollari. I dati relativi ai volumi di commercio, disponibili solo per le regioni occidentali, segnalano un incremento delle importazioni del 20 per cento e un calo delle esportazioni dell'1 per cento. Il saldo tedesco dei capitali a lungo termine ha continuato a registrare nel primo semestre un deflusso net-

to (24 miliardi), mentre vi è stato un afflusso netto di capitali a breve termine per circa 25 miliardi di dollari. Le riserve ufficiali si sono ridotte di circa 4 miliardi.

Fig. 6

Tassi di cambio effettivi reali tra le valute aderenti agli Accordi di cambio dello SME (1)
(indici: gennaio 1990=100)



(1) Dati medi mensili. I tassi di cambio effettivi reali sono calcolati sulla base dei prezzi alla produzione dei manufatti considerando le valute dei seguenti paesi: Belgio, Francia, Germania, Paesi bassi, Regno Unito, Italia, Danimarca, Irlanda e Spagna.

I paesi europei sono stati i maggiori beneficiari dell'aumento delle importazioni tedesche: nei primi sei mesi dell'anno l'attivo commerciale della Germania con gli altri paesi della CEE è sceso a circa 9 mi-

liardi di marchi contro 38 nel secondo semestre del 1990. Il saldo corrente complessivo della Comunità dovrebbe registrare nel primo semestre un passivo di circa 33 miliardi di dollari (contro uno di 3 nel secondo semestre del 1990). È lievemente aumentato il disavanzo della Spagna (circa 8,5 miliardi contro 6,5, nella seconda metà del 1990), mentre quelli della Francia, dell'Italia e del Regno Unito sono rimasti sostanzialmente immutati (4,4, 7,3 e 6,5 miliardi di dollari, rispettivamente).

In Giappone il saldo attivo della bilancia corrente ha ripreso ad aumentare, dopo quattro anni di riduzione, raggiungendo nel primo semestre 36 miliardi di dollari (13 nella seconda metà del 1990). L'avanzo commerciale è salito a 46 miliardi (contro 33), soprattutto in seguito al miglioramento delle ragioni di scambio (4,8 per cento) e al calo delle importazioni in volume (2 per cento). Nei primi sei mesi il saldo dei movimenti dei capitali a lungo termine è stato attivo, soprattutto per effetto dei disinvestimenti effettuati da società finanziarie giapponesi all'estero nel corso del primo semestre, mentre il saldo dei capitali a breve è stato in passivo per quasi 40 miliardi, dopo essere stato sempre in attivo negli anni ottanta. Il deflusso netto complessivo dei capitali ha portato il Giappone a diventare il primo creditore netto del mondo, superando la Germania.

I mercati finanziari internazionali

Nella prima parte dell'anno i valori azionari dei principali paesi, con l'eccezione del Giappone, hanno mostrato una netta ripresa rispetto ai minimi registrati nella seconda metà del 1990, interrotta solo temporaneamente in agosto per l'effetto sulle aspettative del colpo di stato in Unione Sovietica (fig. 7). Hanno contribuito alla crescita la fine del conflitto nel Golfo, la diminuzione dei tassi di interesse, le attese di miglioramento dell'economia statunitense. L'aumento delle quotazioni azionarie, particolarmente forte negli Stati Uniti e nel Regno Unito (19 e 25 per cento, rispettivamente, tra gennaio e settembre) non è stato ancora accompagnato da una crescita degli utili, determinando un ampliamento del differenziale, positivo, tra rendimento delle obbligazioni e quello delle azioni (fig. 8).

Il clima di fiducia sul mercato giapponese è stato influenzato negativamente dall'accertamento di irregolarità nelle operazioni di alcune importanti società finanziarie; fra maggio e settembre l'indice della borsa di Tokio è calato del 9 per cento, annullando il guadagno registrato nel primo quadrimestre. Nel corso dell'estate, l'aumento dei tassi d'interesse in Germania ha provocato il calo delle quotazioni alla borsa di Francoforte (circa il 5 per cento).

Fig. 7

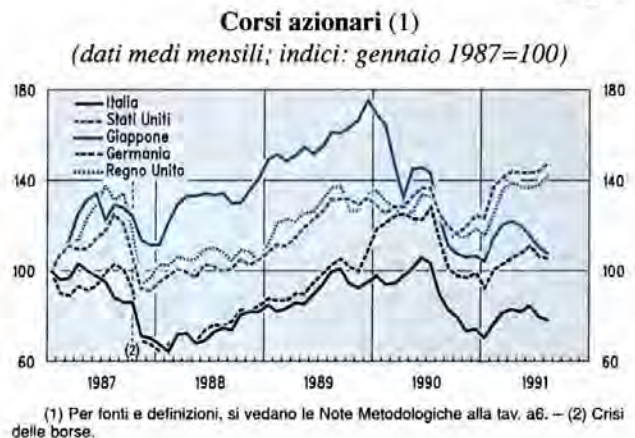


Fig. 8



I mercati internazionali dei capitali hanno registrato una ripresa dei finanziamenti (circa il 10 per cento, su base annua; tav. 2), dopo la contrazione registrata lo scorso anno. È aumentato soprattutto il collocamento di titoli a tasso fisso (148 miliardi di dollari nei primi otto mesi del 1991), stimolato dal calo dei

tassi di interesse nei principali paesi. La ripresa delle quotazioni nelle principali borse ha favorito il collocamento di obbligazioni legate all'andamento di titoli azionari (33,8 miliardi di dollari nei primi otto mesi del 1991). Sono invece calate le emissioni di obbligazioni a tasso variabile, che avevano costituito una componente rilevante del totale nel 1990, allorché prevalevano condizioni di maggiore incertezza sui tassi di interesse. L'emissione di titoli negoziabili ha ormai superato per importanza i prestiti bancari e rappresenta circa il 75 per cento dei finanziamenti lordi (in media 66 per cento nel periodo 1985-1990). Tale sviluppo riflette la crescente integrazione tra i mercati finanziari, dove gli strumenti negoziabili consentono agli operatori di aggiustare facilmente il proprio portafoglio.

Tav. 2

**Finanziamenti lordi erogati
sui mercati internazionali dei capitali**

(miliardi di dollari)

VOCI	1989	1990	1991 (1)
Obbligazioni (2)	255,7	229,9	195,0
di cui: a tasso variabile	17,8	37,1	11,5
Crediti sindacati (3)	121,1	121,5	62,9
Back-up facilities (4)	8,4	7,0	3,7
Totale (5)	385,2	358,4	261,6
<i>Composizione percentuale per valuta (6)</i>			
Dollaro USA	53,7	41,8	42,2
Ecu	5,4	8,4	11,1
Sterlina inglese	9,3	12,4	8,6
Yen	7,6	9,4	8,5
Marco tedesco	6,2	7,8	5,7
Franco svizzero	6,0	6,9	6,1
Altri	11,8	13,3	17,8

Fonti: OCSE.

(1) Primi otto mesi dell'anno. - (2) Emissioni lorde di obbligazioni sull'euromercato ed emissioni estere sui mercati nazionali. - (3) Eurocrediti e crediti esteri a medio e lungo termine pubblicizzati. - (4) Linee di credito concesse in appoggio all'emissione di titoli. - (5) Il totale può non corrispondere alla somma delle componenti a causa degli arrotondamenti. - (6) Calcolate sulla base della composizione relativa alle obbligazioni e ai crediti sindacati.

Fra le valute di finanziamento, l'ecu ha raggiunto un livello senza precedenti (11,1 per cento del totale contro l'8,4 nel 1990), ponendosi al secondo posto, dopo il dollaro. Nonostante i timori destati dalle proposte di rivederne la definizione, avanzate nell'ambito della Conferenza intergovernativa per l'Unione Economica e Monetaria, gli operatori di mercato hanno continuato a investire in attività denominate in ecu, favorendo in tal modo il collocamento di prestiti di elevato ammontare in favore di Stati sovrani e di istituzioni internazionali, con tassi di rendimento spesso più bassi di quelli corrispondenti alla media ponderata delle valute componenti.

I paesi dell'Europa centrale e orientale e quelli in via di sviluppo

Nel primo semestre dell'anno in corso la situazione economica dei paesi dell'Europa centrale e orientale è ulteriormente peggiorata. Il calo del reddito, per il secondo anno consecutivo, è stato dovuto in gran parte alla contrazione delle importazioni dell'Unione Sovietica (45 per cento) e alla riduzione delle forniture energetiche da quel paese. La situazione più drammatica si registra in Bulgaria, ove il prodotto dovrebbe calare del 26 per cento, dopo la riduzione del 12 dello scorso anno. In Polonia e Cecoslovacchia la flessione dovrebbe essere del 10 per cento circa, in Ungheria e Romania del 5. In tutti questi paesi la contrazione è stata più forte nell'industria. I consumi dovrebbero essersi in genere ridotti meno del prodotto, con l'eccezione della Cecoslovacchia e dell'Ungheria, in seguito all'aumento delle importazioni e alla riduzione delle scorte.

Il livello dei prezzi ha avuto un'impennata all'inizio dell'anno in Cecoslovacchia e in Bulgaria, principalmente per la liberalizzazione dei prezzi. In entrambi i paesi si è registrato un sensibile rallentamento dell'inflazione già nel secondo trimestre; il livello medio d'inflazione dovrebbe essere, nel 1991, di circa il 60 e il 500 per cento, rispettivamente. In Romania il tasso d'incremento dei prezzi al consumo dovrebbe accelerare al 160 per cento (dal 7 per cento, nel 1990). In Jugoslavia, l'inflazione ha ripreso ad au-

mentare nel 1991, collocandosi alla metà dell'anno intorno al 90 per cento.

In Polonia, le politiche di stabilizzazione intraprese nell'ultimo anno e mezzo hanno conseguito una forte riduzione dell'inflazione, che è prevista scendere dal 600 per cento del 1990 a circa il 70 per cento nel 1991. In Ungheria si prevede che la crescita dei prezzi rimanga intorno al 30 per cento. In questi ultimi due paesi le politiche orientate al controllo dell'inflazione e alla riduzione dei disavanzi esterni rischiano di essere compromesse dall'ampliamento del disavanzo statale, su cui gravano in particolare le perdite d'esercizio delle imprese pubbliche. Ciò mette in evidenza la necessità di accompagnare le politiche di stabilizzazione macroeconomica con la piena attuazione dei piani di privatizzazione e la riforma del bilancio dello Stato.

Sostanziali progressi sono stati realizzati in Ungheria e in Polonia nella liberalizzazione del commercio estero (eliminazione delle autorizzazioni governative per gli esportatori e gli importatori e riduzione parziale dei sussidi alle esportazioni) e nella convertibilità parziale della moneta. Questa azione ha dato luogo a una crescita senza precedenti delle esportazioni in valuta convertibile che, nel 1990, ha consentito a questi due paesi di registrare avanzi correnti. Nel 1991, tuttavia, a causa dell'impostazione meno restrittiva delle politiche monetaria e fiscale, le importazioni della Polonia sono raddoppiate e il saldo commerciale per l'anno è previsto tornare in passivo. In Ungheria, le importazioni sono state contenute attraverso contingentamenti sui beni di consumo. Nei paesi dell'Europa orientale si pone il problema di definire un livello di tariffe doganali adeguato a limitare le importazioni, ma che nello stesso tempo sia compatibile con la loro partecipazione al GATT e con l'integrazione commerciale con l'Occidente.

Nel 1991 il fabbisogno finanziario complessivo dei paesi dell'area (escluse la Jugoslavia e l'URSS) dovrebbe ammontare a circa 20 miliardi di dollari, dovuto per 10 miliardi al passivo delle partite correnti, per 8 all'ammortamento del debito e per 2 alla necessità di incrementare le riserve per difendere il tasso di cambio delle valute dell'area. La copertura dovrebbe essere assicurata, secondo le stime del FMI, per 5,3 miliardi da flussi privati; i rimanenti finanziamenti

(circa il 70 per cento del totale) verrebbero da fonte ufficiale. Tra queste, il FMI erogherebbe 4 miliardi di dollari, la Banca mondiale 1,6 miliardi, la CEE e gli altri paesi del Gruppo dei 24 3 miliardi. Inoltre, la riduzione del debito ottenuta dalla Polonia e il riscadenamento previsto per la Bulgaria dovrebbero comportare una riduzione dell'onere per il 1991 di 6 miliardi di dollari.

Nella prima metà del 1991 l'evoluzione congiunturale in molti PVS ha risentito degli effetti negativi della guerra del Golfo che in molti casi sono venuti a sommarsi a preesistenti squilibri.

Nel Medio Oriente, dove, nel 1991, si prevede un calo del prodotto del 4 per cento circa, risultano particolarmente colpiti la Turchia, l'Egitto, la Giordania e lo Yemen, per i quali il reddito risulterebbe stazionario o in flessione, oltre naturalmente all'Iraq e al Kuwait. Gli effetti della guerra del Golfo sono stati inoltre particolarmente severi in India, in Pakistan, nelle Filippine e nello Sri Lanka, anche in seguito alla contrazione delle rimesse degli emigrati e del forzato ritorno di molti di essi dall'area del Golfo.

Nell'Africa sub-sahariana lo sviluppo dell'economia resta insufficiente a elevare il reddito pro capite, che nel 1991 scenderà dell'1 per cento. In questa area, recentemente si sono accentuati i fenomeni di carestia che interessano numerosi paesi (Somalia, Etiopia, Angola, Liberia, Mozambico) e coinvolgono, secondo stime dell'ONU, circa 30 milioni di persone.

Risultati superiori alla media in termini di crescita si registrano in molti paesi che sono stati in grado di proseguire nei programmi di risanamento e di riforma concordati con il FMI. Recentemente, programmi di vasta portata sono stati avviati dall'Argentina, dall'Egitto e dall'India. In Argentina, il pacchetto comprende in particolare la piena convertibilità dell'*austral*, il congelamento delle pensioni e degli stipendi pubblici, aumenti dell'imposizione fiscale sui carburanti. Tali misure hanno consentito di accrescere le riserve ufficiali, di ridurre l'inflazione dal 27 per cento mensile ad aprile al 3 per cento a giugno, e di conseguire, nel secondo trimestre dell'anno in corso, un avanzo del saldo primario della pubblica Amministrazione.

La situazione economica dell'URSS nel 1991

Il deterioramento dell'economia è proseguito nella prima parte del 1991. La disgregazione dei rapporti economici e lo stato di paralisi in cui versa l'URSS sono evidenti al di là del quadro, già preoccupante, che emerge dall'esame degli indicatori congiunturali. Diversamente dagli altri paesi dell'Est europeo, l'URSS è ancora molto indietro sul piano delle riforme strutturali e non sembrano esservi al momento le premesse per un'inversione degli attuali andamenti.

I dati ufficiali relativi ai primi sei mesi dell'anno riportano una caduta del PIL del 10 per cento e degli investimenti fissi del 16 per cento, rispetto al primo semestre 1990 (tav. 1). La minore estrazione di materie prime energetiche (le produzioni di petrolio e di carbone sono scese del 10 e del 12 per cento rispettivamente) ha determinato la caduta della produzione in numerose industrie. È in calo anche la produzione agricola (-11 per cento); particolarmente scarso è stato il raccolto granario, di circa il 20 per cento inferiore a quello dello scorso anno.

Tav. 1

URSS: Principali indicatori 1990-91 (1)

VOCI	1990	1991 (2)
Prodotto interno lordo	-2,0	-10,0
Investimenti fissi	-20,0	-16,0
Prezzi al dettaglio	5,3	90,0
Saldo del bilancio statale (miliardi di rubli)	-75,5	-300,0 (3)
Saldo delle partite correnti (4) (miliardi di dollari)	-2,6	2,0 (5)
Servizio del debito (6)	33,0	40,0 (7)

Fonti: Statistiche nazionali e FMI.

(1) Variazioni percentuali rispetto al periodo corrispondente, dove non diversamente indicato. - (2) Primo semestre. - (3) Previsioni per l'anno. - (4) In valuta convertibile. - (5) Saldo commerciale con i paesi industriali nei primi 8 mesi. - (6) Pagamenti per interessi e ammortamento del capitale, in rapporto alle esportazioni di beni e servizi in valuta convertibile. - (7) Previsioni per l'anno.

Il livello dei prezzi al dettaglio è raddoppiato rispetto al semestre corrispondente, in seguito ai forti aumenti dei prezzi decisi dal governo. Gli effetti sul potere d'acquisto della popolazione sarebbero stati in gran parte annullati dalla crescita salariale e dall'aumento compensativo del 40 per cento del valore nominale dei depositi a risparmio. Vi è quindi il pericolo che l'inflazione salga ancora, alimentata dal finanziamento monetario del crescente disavanzo statale.

Il deficit di bilancio dell'Unione è previsto raggiungere 300 miliardi di rubli nel 1991 (una cifra circa quattro volte maggiore a quella del 1990). Il peggioramento è stato determinato dal rifiuto delle varie Repubbliche di trasferire all'Unione le quote del gettito fiscale previste dagli accordi del 1990. Inoltre, l'aspettativa di un'inflazione in aumento ha indotto le Repubbliche ad accrescere il proprio disavanzo.

Nel 1991 si è registrato un calo senza precedenti nel commercio estero. Nei primi otto mesi le importazioni si sono ridotte del 45 per cento, rispetto al periodo corrispondente del 1990. Il calo ha investito sia i flussi provenienti dalle economie industriali (-24 per cento), sia quelli provenienti dai paesi dell'ex Comecon (-59 per cento); in quest'ultimo gruppo di paesi la contrazione del mercato dell'URSS ha causato una caduta rilevante delle esportazioni complessive e del reddito (cfr. il testo). Anche le esportazioni si sono ridotte: del 26 per cento nel complesso e del 54 per cento nei confronti dei paesi dell'ex Comecon. La più ampia contrazione delle importazioni rispetto alle esportazioni ha fatto sì che il saldo commerciale divenisse positivo per circa 3,5 miliardi di dollari (di cui 2 miliardi con le economie industriali).

Secondo il FMI, il livello dell'indebitamento lordo sull'estero dell'URSS nel 1990 sarebbe pari a 63 miliardi di dollari. Si stima che nel 1991 il servizio del debito raggiunga un ammontare pari a circa il 40 per cento delle esportazioni.

Il ricorso dell'URSS ai finanziamenti garantiti dagli Stati è cresciuto negli ultimi anni. Dalla fine del 1990 a oggi i paesi membri dell'OCSE e la Comunità europea hanno assunto impegni finanziari verso l'URSS per oltre 20 miliardi di dollari. Tra i principali creditori, dopo la Germania (8 miliardi), vi è l'Italia, che ha concesso finanziamenti per 6 miliardi di dollari, di cui oltre 4 sotto forma di crediti all'esportazione garantiti dalla SACE; la CEE si è impegnata a fornire aiuti alimentari, garanzie di credito alle esportazioni, assistenza tecnica (2,4 miliardi); il Giappone ha recentemente annunciato la disponibilità a concedere nuovi crediti all'esportazione (2,5 miliardi). Inoltre, la Banca mondiale ha approvato in agosto la costituzione di uno speciale trust fund di 30 milioni di dollari per finanziare programmi di assistenza tecnica.

L'URSS ha presentato nel luglio scorso richiesta di ammissione al FMI e alla Banca mondiale. In seguito agli accordi fra i sette paesi più industrializzati nel vertice di Londra di luglio, il FMI ha concesso all'URSS lo status di membro associato, che implica la possibilità di ricevere assistenza tecnica ma non prestiti. L'associazione, avvenuta in ottobre, comporta per l'URSS l'impegno a fornire al Fondo le informazioni statistiche necessarie a valutare l'andamento dell'economia e lo stato di avanzamento delle riforme. Lo status di membro associato può eventualmente essere esteso dal Fondo alle Repubbliche che lo richiedano.

Dal 1990, quasi tutte le Repubbliche hanno cercato di sottrarre al governo centrale le competenze in materia fiscale e monetaria, di fissazione dei prezzi, di commercio estero. Successivamente al tentativo di colpo di Stato dell'agosto scorso, circa metà delle Repubbliche ha dichiarato unilateralmente la propria indipendenza; le tre Repubbliche baltiche sono state riconosciute Stati sovrani dai governi occidentali e dalla stessa URSS.

La recente adozione, da parte di alcune Repubbliche, di barriere al commercio reciproco ha comportato strozzature nel sistema distributivo che hanno aggravato il declino della produzione (cfr. la Nota L'economia sovietica: evoluzione e proposte di riforma, Bollettino economico n. 16, febbraio 1991). Il modello di specializzazione interregionale e l'enfasi sullo sfruttamento delle economie di scala hanno infatti creato una struttura industriale molto poco diversificata sul territorio dell'Unione, determinando una forte interdipendenza commerciale tra le Repubbliche. Nel 1988, l'interscambio tra queste era pari al 21 per cento del PIL sovietico (mentre il commercio estero costituiva solo l'8 per cento; tav. 2). Il grado di dipendenza risultava più elevato in Moldavia e in Lettonia, dove l'interscambio con il resto dell'Unione costituiva il 50 per cento circa del reddito nazionale; minore nella Repubblica federativa russa (il 13 per cento). L'indebolimento di legami così stretti, qualora la tendenza alla frammentazione del mercato sovietico si consolidasse, potrebbe comportare per tutte le Repubbliche una forte caduta del reddito nei prossimi anni.

Un problema rilevante per le Repubbliche sarà quello di fronteggiare gli ingenti trasferimenti di reddito determinati dal passaggio dai prezzi interni a quelli internazionali nel commercio con l'Unione e con il resto del mondo. Utilizzando i prezzi internazionali per valutare i flussi commerciali complessivi del 1988, si nota che i saldi subirebbero un forte peggioramento nelle Repubbliche esportatrici di manufatti e importatrici di materie prime, in particolare energetiche. Risulterebbero colpite, soprattutto, l'Estonia, la Lituania e la Moldavia, dove i disavanzi commerciali, fino a oggi finanziati con i trasferimenti interni all'Unione, oltrepasserebbero il 20 per cento del prodotto regionale (tav. 2); il deterioramento sarebbe rilevante anche per la Georgia e l'Armenia, mentre nelle Repubbliche dell'Asia centrale i disavanzi sono già molto alti. Viceversa, la Russia registrerebbe un avanzo pari circa al 6 per cento del PIL. Dato che squilibri esterni di tale entità sarebbero difficilmente finanziabili con capitali esteri, il loro riequilibrio implicherebbe variazioni del reddito di ampie dimensioni.

Nel comunicato emesso a conclusione della riunione svoltasi in ottobre a Bangkok, il gruppo dei sette maggiori paesi industriali ha ribadito che l'accesso dell'URSS ai nuovi finanzia-

menti dipenderà dall'adozione di misure volte a garantire la propria solvibilità, in particolare da: (i) l'introduzione di un articolato programma di riforme; (ii) l'esplicito impegno da parte del Centro e delle Repubbliche a rispettare gli obblighi di servizio del debito e a definire chiaramente le rispettive responsabilità in questa materia; (iii) la disponibilità dell'URSS a fornire i propri dati economici e finanziari.

Tav. 2

Grado di apertura e saldi commerciali delle Repubbliche sovietiche nel 1988
(quote percentuali del PIL regionale)

PAESI	Grado di apertura al commercio (1)		Saldi commerciali (2) (valutati ai prezzi esteri)
	Interno all'Unione	Estero	
URSS	21,1	8,3	0,2
Russia	12,9	9,4	5,8
Ucraina	16,9	7,1	-2,0
Bielorussia	44,6	7,4	-5,8
Uzbekistan	34,1	5,6	-7,8
Kazakistan	29,5	4,7	-17,7
Georgia	37,9	5,9	-13,4
Azerbaigian	35,4	6,0	-3,3
Lituania	17,3	7,2	-30,0
Moldavia	45,9	6,4	-24,3
Lettonia	46,9	7,2	-13,4
Kirghizistan	39,7	6,0	-15,9
Tadgikistan	37,7	6,0	-16,5
Armenia	47,9	5,8	-17,4
Turkmenistan	37,6	4,6	-
Estonia	50,1	8,8	-22,9

Fonte: Elaborazioni CEE su statistiche nazionali; cfr. EEC, *Stabilization, liberalization and devolution. Assessment of the economic situation and reform process in the Soviet Union*, European Economy, n. 45, dicembre 1990.

(1) $(\text{Esportazioni} + \text{importazioni}) / \text{PIL} \times 100$. - (2) Verso l'Unione e verso il resto del mondo, in percentuale del PIL regionale, corretti per la differenza fra i prezzi interni e i prezzi esteri. Il calcolo di questa 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.

Nel Vertice di Londra del luglio scorso i paesi del G-7 hanno invitato il Club di Parigi a esaminare la possibilità di accrescere – al di là dei parametri stabiliti a suo tempo dal Vertice di Toronto – le agevolazioni fornite ai paesi con basso reddito. Attualmente sono all'esame del Club proposte avanzate dall'Olanda e dal Regno Unito riguardo alla possibilità di cancellare parte del debito di questi paesi.

Tra i paesi indebitati e con medio reddito, è ulteriormente migliorato l'accesso ai mercati finanziari internazionali di tre importanti debitori: Messico, Venezuela e Cile. Hanno contribuito a questi favorevoli sviluppi la riduzione dell'onere debitorio realizzata con operazioni di mercato (Cile) o concordata con le

banche commerciali e finanziata con le risorse fornite dal FMI e dalla Banca mondiale (Messico, Venezuela), nonché i progressi conseguiti nella stabilizzazione e nelle riforme strutturali.

I creditori ufficiali continuano a sostenere i paesi indebitati e con medio reddito attraverso la ristrutturazione dei loro debiti nell'ambito del Club di Parigi. In questa sede recentemente due importanti accordi sono stati conclusi con l'Egitto e la Polonia; tali accordi hanno riguardato circa 60 miliardi di dollari di debiti dei due paesi, con una riduzione del valore attualizzato delle obbligazioni contrattuali di circa il 50 per cento.

La congiuntura e la bilancia dei pagamenti in Italia

Il rallentamento del ciclo, cominciato nella parte finale del 1989 e da allora manifesto in tutte le principali componenti della domanda, è sfociato in una fase di ristagno. Nel primo semestre l'attività economica si è sviluppata con ritmi inferiori a quelli, già contenuti, del semestre precedente. Il tasso di crescita annualizzato del prodotto interno lordo è stato dello 0,9 per cento, contro il 2 per cento medio del 1990.

L'attività economica ha risentito in primo luogo della brusca decelerazione della domanda mondiale; ne è conseguita una flessione delle nostre esportazioni di beni e servizi pari allo 0,7 per cento rispetto a sei mesi prima. L'andamento debole della domanda interna, determinato soprattutto dalla stasi degli investimenti, ha contribuito a smorzare la crescita dell'economia.

La bilancia dei pagamenti di parte corrente è passata da un disavanzo, corretto per la stagionalità, di 7.200 miliardi di lire nel secondo semestre dello scorso anno a uno di oltre 9.000 nel primo semestre dell'anno in corso. Il contributo netto fornito nel semestre alla crescita del prodotto interno lordo dagli scambi di beni e servizi con l'estero è risultato negativo per quasi un punto percentuale, a prezzi costanti.

L'occupazione, nel complesso dell'economia, non ha seguito il profilo stagnante del prodotto, segnando un significativo incremento, pur se in decelerazione. Nell'industria in senso stretto, più esposta alle vicende del ciclo economico, l'occupazione è invece diminuita e si è accresciuto il ricorso alla Cassa integrazione guadagni.

L'inflazione al consumo aveva invertito l'andamento in discesa a metà del 1990; dopo una riaccelerazione durata fino all'inizio della scorsa estate, essa ha ripreso a calare. Il tasso di crescita a distanza di dodici mesi si avvia a tornare sotto il 6 per cento, come nella primavera del 1990. In settembre, il differenzia-

le con gli altri paesi la cui valuta fluttua nella banda stretta dello SME era pari al 2,8 per cento.

La domanda interna e l'attività industriale

Secondo i dati provvisori resi noti dall'Istat, nella media del primo semestre dell'anno in corso gli investimenti fissi lordi sono rimasti pressoché stazionari rispetto al semestre precedente. Nel secondo trimestre, gli investimenti in macchine, attrezzature e mezzi di trasporto hanno registrato una flessione di quasi un punto percentuale rispetto ai primi tre mesi; segnali di ripresa, sia pur tenui, hanno mostrato, viceversa, gli investimenti in costruzioni.

La principale causa del ristagno dell'attività di accumulazione è la perdurante incertezza circa l'evoluzione della domanda interna e internazionale. La rapida conclusione delle ostilità nell'area del Golfo Persico non ha determinato, come si sperava, un netto miglioramento delle aspettative. Tanto l'indagine annuale condotta dal nostro Istituto in gennaio, quanto quella semestrale dell'Isco dello scorso aprile indicano un deciso ridimensionamento dei piani d'investimento delle imprese, in particolare di quelle di medie dimensioni. Il rinvio delle decisioni di potenziamento della capacità produttiva non ha tuttavia impedito l'avvio di iniziative di riqualificazione tecnologica degli impianti e di razionalizzazione dei processi. L'indagine dell'Isco rileva una incidenza crescente di questa particolare finalità nelle spese d'investimento. All'abbassamento del profilo congiunturale dell'attività d'investimento ha contribuito l'evoluzione dell'autofinanziamento delle imprese industriali. A conferma delle indicazioni emerse dall'indagine dell'Isco, un arretramento particolarmente vistoso si sarebbe registrato nelle imprese di medie dimensioni. È da ritenere che la tendenza sia continuata nel prosieguo dell'anno.

La domanda di beni e servizi finali espressa dalle famiglie ha mantenuto un profilo crescente, specie nelle componenti dei beni non durevoli e dei servizi. I consumi di beni durevoli sono stati influenzati dall'andamento cedente degli acquisti di autoveicoli, le cui consegne, al netto della stagionalità, hanno tuttavia cessato di diminuire dal mese di aprile. Le intenzioni di acquisto di beni durevoli rilevate dalle inchieste congiunturali condotte mensilmente dall'Isco appaiono ancora deboli.

I comportamenti dei consumatori sono stati influenzati positivamente dall'evoluzione del reddito disponibile. Questo, sostenuto dai risultati dei rinnovi contrattuali maturati nel periodo, ha ripreso a crescere in termini reali a tassi annui intorno al 2 per cento, dopo la stasi del secondo semestre dello scorso anno. Tuttavia, il clima di fiducia e le previsioni a breve termine sulla situazione economica delle famiglie, sulla base delle indagini mensili dell'Isco, sono ancora peggiori di quelli antecedenti la guerra del Golfo. Non è da escludere, inoltre, che la cautela a cui sono state improntate le decisioni di consumo sia in parte conseguenza dei provvedimenti fiscali assunti, o semplicemente annunciati, nel corso dell'anno.

Secondo prime indicazioni, la componente più dinamica dei consumi delle famiglie è stata l'acquisto di servizi vendibili, che ha contribuito a sostenere la produzione del settore terziario.

Alla debolezza della domanda aggregata di beni ha fatto riscontro un profilo cedente della produzione industriale, che nel primo semestre ha mostrato una riduzione di poco più di 2 punti percentuali rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente (fig. 9). In base al dato provvisorio per il mese di agosto e a stime basate sui consumi di elettricità di settembre e della prima quindicina di ottobre, la caduta nei primi dieci mesi dell'anno dovrebbe raggiungere il 2,6 per cento, a parità di giornate lavorative, rispetto al corrispondente periodo del 1990. I dati mensili, depurati dalla stagionalità, hanno presentato una forte variabilità, accentuatasi negli ultimi mesi, intorno a un trend in discesa.

La disaggregazione dell'indice di produzione industriale per destinazione economica (tav. 3) dà se-

gnali coerenti con quelli desumibili dall'andamento congiunturale delle componenti della domanda interna. La produzione di beni intermedi e di beni d'investimento è in regresso dalla metà del 1990; pur con lievi segni di ripresa tra aprile e giugno, il calo è particolarmente pronunciato nei comparti delle macchine agricole e industriali e delle macchine per ufficio. La produzione di beni di consumo ha presentato un andamento altalenante in tutte le sue componenti, rimanendo nel primo semestre in complesso stazionaria, con una lieve espansione di quella dei beni non durevoli.

Fig. 9



Fonte: Elaborazioni su dati Istat e Isco-ME.

(1) Indice della produzione industriale; dati rettificati, riproporzionati e destagionalizzati (1985 = 100). Il ciclo-trend viene calcolato con medie mobili a 5 termini centrate. Le previsioni sono basate sui consumi di elettricità. — (2) Medie mobili (di 3 termini centrate) dei saldi mensili delle risposte degli operatori rilevate con l'indagine Isco-ME; dati destagionalizzati ad eccezione delle scorte di prodotti finiti.

Il grado di utilizzo della capacità produttiva nell'industria in senso stretto si è ulteriormente ridotto, pur restando su livelli storicamente elevati. Nel giudizio degli imprenditori intervistati nel corso dell'in-

chiesta trimestrale Isco-ME, la capacità produttiva degli impianti non costituisce più un vincolo alla produzione, se non in casi sporadici (fig. 10).

Tav. 3

Produzione industriale per destinazione economica
(variazioni percentuali sul periodo precedente,
in ragione d'anno; dati destagionalizzati)

SETTORI	1989		1990		1991
	Anno	Anno	I sem.	II sem.	I sem.
Beni finali di investimento	2,9	1,9	1,9	-5,5	-4,6
Per l'industria	4,2	2,3	4,6	-6,3	-11,0
Mezzi di trasporto	-1,7	4,1	0,8	-1,1	11,2
Usi plurisetoriali	4,1	-2,9	-7,2	-8,7	1,6
Beni di consumo	2,7	0,9	-1,4	2,8	-0,4
Durevoli	3,6	-1,5	-2,7	-1,7	0,9
Semidurevoli	2,5	-0,3	-5,0	2,6	-2,5
Non durevoli	2,5	4,1	3,7	6,2	1,1
Beni intermedi	3,4	-0,8	-2,7	-2,8	-1,0
Per l'industria (1)	6,8	0,9	2,7	-7,4	-4,6
Per beni di consumo	4,5	-1,9	-8,2	1,9	0,3
Destinazione mista (2)	2,8	-2,2	-4,8	-3,7	-1,2
Fonti energetiche	2,8	3,6	5,2	-0,3	0,8

Fonti: Elaborazioni su dati Istat.

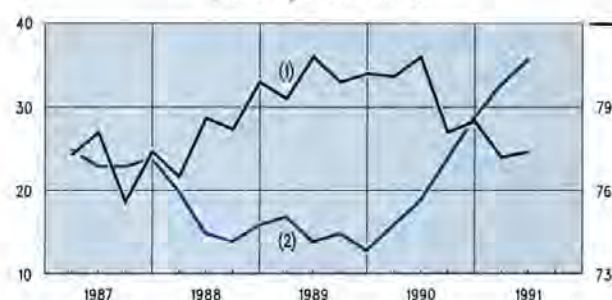
(1) Beni destinati alla produzione di beni di investimento o di altri beni intermedi.
(2) Escluse le fonti energetiche.

Le inchieste mensili tra le imprese industriali forniscono un quadro articolato del clima congiunturale. Dai risultati di quelle condotte fino alla fine di agosto, si ricavano indicazioni contrastanti circa gli andamenti degli ordini e della domanda attesa. Da un lato, le indagini testimoniano che la situazione corrente degli ordini aveva smesso di peggiorare e, dalla primavera, aveva ripreso a migliorare leggermente, soprattutto nella componente interna. Dall'altro, la tendenza degli ordini attesi a tre-quattro mesi seguiva

un andamento opposto, segnalando il delinearsi di aspettative molto meno ottimistiche di quelle che avevano caratterizzato l'inizio dell'anno. Nonostante i segnali di scarso ottimismo degli operatori sulla tenuta della domanda, le scorte di prodotti finiti erano giudicate, in misura crescente, superiori al normale.

Fig. 10

Grado di utilizzo della capacità produttiva nell'industria in senso stretto
(valori percentuali)



Fonte: Isco ed elaborazioni su dati Istat.

(1) Dati quantitativi. - (2) Giudizio sulla capacità produttiva: differenze tra "più che sufficiente" e "insufficiente", tenuto conto dell'evoluzione della domanda nei successivi 12 mesi.

La lieve ripresa degli ordini correnti nell'intero settore dell'industria in senso stretto nasconde tuttavia un calo della domanda rivolta alle imprese produttrici di beni d'investimento. Da queste ultime provengono le attese più pessimistiche sulla domanda a breve termine. A conferma della difficile congiuntura delle imprese di medie dimensioni, l'indagine Isco di agosto ribadisce la particolare debolezza, osservata durante tutta la prima parte dell'anno, della domanda rivolta a questo gruppo di imprese, sia dall'interno sia dall'estero.

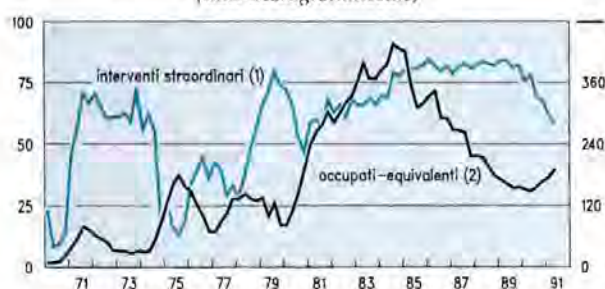
Occupazione e mercato del lavoro

Le indagini sulle forze di lavoro segnalano, nell'intera economia, una dinamica positiva dell'occupazione nel periodo compreso fra il primo semestre del 1990 e il primo semestre dell'anno in corso, pur se in rallentamento.

La riforma della Cassa integrazione guadagni e di altri istituti in materia di mercato del lavoro

Le ore coperte dalla Cassa integrazione guadagni nell'industria in senso stretto sono aumentate del 22,5 per cento nei primi sei mesi del 1991 rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. L'incremento ha finora riguardato i soli interventi ordinari, che maggiormente risentono dell'andamento ciclico; gli interventi straordinari, pur in diminuzione, rappresentano però tuttora circa il 60 per cento del totale (cfr. fig.).

Interventi della Cassa integrazione guadagni nell'industria in senso stretto (dati destagionalizzati)



Fonte: Elaborazioni su dati INPS.
(1) Ore coperte da interventi straordinari, quota percentuale sul totale. - (2) Occupati equivalenti in Cig (migliaia di unità).

L'intera materia degli interventi straordinari è stata recentemente ridisciplinata dalla legge n. 223 del 23 luglio 1991. Il provvedimento legislativo, approvato dopo un lungo iter parlamentare, ridisegna anche molte delle regole che governano il mercato del lavoro, con disposizioni relative ai licenziamenti collettivi, al collocamento e all'istituto della mobilità per i lavoratori considerati in eccesso strutturale; in risposta a richieste di ulteriori strumenti per facilitare la riduzione di personale, contiene anche speciali disposizioni sui pensionamenti anticipati.

Le stime sull'andamento dell'occupazione sono state influenzate, a partire dall'indagine di gennaio, da una modifica metodologica intesa a migliorarne il valore segnaletico. I risultati dell'indagine campionaria sono ora riportati all'universo separatamente per classi di età, oltre che per sesso. La correzione della precedente sottostima di tutti gli indicatori riferiti alle classi di età più giovani ha implicato, tra l'altro, un aumento della stima dei tassi di partecipazione e del

Gli interventi straordinari della Cassa integrazione guadagni

La legge ha reso omogeneo il trattamento economico per i lavoratori interessati da interventi ordinari e straordinari, eguagliando il tetto massimo di retribuzione mensile integrabile ed estendendo gli interventi ordinari, e la relativa contribuzione, a impiegati e quadri. L'intervento straordinario è stato limitato alle aziende industriali con più di 15 addetti, ma esteso a quelle commerciali con più di 200 dipendenti.

La nuova legge fissa espressamente un termine per gli interventi straordinari. Per una stessa unità produttiva l'intervento straordinario non può superare i trentasei mesi nel corso di un quinquennio. Nei casi di "ristrutturazione", "riorganizzazione" o "conversione aziendale" l'intervento è concesso fino a due anni per ciascuna impresa, prorogabili due volte, ognuna per dodici mesi, nelle situazioni che il CIPI valuti di "particolare complessità". La proroga implica il raddoppio del contributo addizionale previsto nei casi di effettivo utilizzo dell'integrazione. Nei casi di "crisi aziendale" il limite è di dodici mesi.

La legge prevede anche un esplicito meccanismo di rotazione tra i lavoratori interessati. Le modalità della rotazione, così come i criteri per l'individuazione dei lavoratori da sospendere, dovrebbero essere oggetto di consultazione sindacale, preliminare alla richiesta di intervento. L'azienda che ritenga non praticabile la rotazione deve darne motivazione; se questa non è ritenuta fondata, il Ministro del Lavoro può imporre la rotazione: l'impresa che non ottemperi a quanto stabilito dal Ministro è tenuta in ogni caso a versare in misura doppia il contributo addizionale.

Gli interventi dovrebbero riguardare i soli lavoratori destinati a permanere in azienda. Per quelli giudicati in eccedenza, è prevista la cessazione del rapporto di lavoro e l'inserimento in liste di "mobilità". È esplicito l'intento di separare più nettamente la CIG - che anche nell'intervento straordinario dovrebbe servire a effettuare ristrutturazioni che non richiedano drastiche riduzioni della compagine - dai licenziamenti collettivi. Esso è realizzato solo in parte, sia per la previsione di

numero di persone in cerca di prima occupazione, di disoccupati, di addetti all'industria, di occupati dipendenti. È stata rivista verso il basso la stima del numero di occupati in agricoltura. È stato valutato di maggiore ampiezza il divario fra Centro-Nord e Sud nei tassi di disoccupazione.

L'incremento del numero di occupati nella prima parte dell'anno, rispetto al corrispondente periodo del

proroghe degli interventi, sia per la possibilità, pur necessaria a garantire flessibilità in sede di attuazione dei programmi di ristrutturazione, di avviare le procedure di messa in mobilità anche per chi stia usufruendo degli interventi della CIG. Il ricorso allo strumento della mobilità implica per l'impresa un onere finanziario. La misura di questo, da liquidare allo Stato in trenta rate mensili, è complessivamente pari all'indennità di mobilità dei primi tre mesi, se è stato raggiunto un accordo con il sindacato; è doppia in assenza di accordo.

Il licenziamento collettivo

Con la previsione del regime di mobilità la legge ridefinisce anche gli interventi di sostegno al reddito per i lavoratori che sperimentino un periodo di disoccupazione in seguito al ridimensionamento degli organici; introduce una disciplina generale per l'ipotesi di licenziamento collettivo per riduzione di personale. Questo istituto, sinora regolato soltanto in sede giurisprudenziale e di accordi sindacali, viene così disciplinato dalla legge. L'art. 24 dispone che nell'ipotesi di licenziamento collettivo, identificata presuntivamente dall'occorrere di cinque licenziamenti nell'arco di 120 giorni, "in conseguenza di riduzione o trasformazione di attività o lavoro", si applichino le procedure previste per la mobilità. La procedura, che prevede la consultazione del sindacato, si conclude in 45 giorni, se le parti raggiungono un accordo; altrimenti, in 75. I tempi sono dimezzati se il numero dei lavoratori coinvolti è inferiore a dieci. La legge, esprimendosi sui criteri da seguire nell'identificazione dei lavoratori da collocare in mobilità, e sancendo l'annullabilità del licenziamento in caso di mancato rispetto degli stessi, estende di fatto il controllo giudiziale a un aspetto sostanziale, oltre che procedurale, del licenziamento collettivo; al licenziamento di cui il giudice abbia dichiarato l'inefficacia o l'invalidità è esteso il regime di "tutela reale" dell'articolo 18 dello Statuto dei lavoratori.

L'indennità di mobilità

In sostituzione dell'indennità speciale di disoccupazione (per i cui attuali beneficiari la legge dispone un regime transito-

rio) viene introdotta l'indennità di mobilità. Come la precedente, essa è riservata ai soli lavoratori espulsi in seguito a processi di ristrutturazione o a licenziamento collettivo. Per tutti gli altri è disponibile l'indennità ordinaria di disoccupazione, che copre il 20 per cento dell'ultima retribuzione. La nuova indennità di mobilità è, invece, pari al trattamento di integrazione salariale (76 per cento circa dell'ultima retribuzione, nel rispetto di un tetto). Per il finanziamento dell'indennità di mobilità i contributi introdotti non modificano sostanzialmente, per la media del sistema, il precedente regime.

Rispetto all'indennità speciale, l'indennità di mobilità ha maggiore durata: viene erogata per dodici mesi, ma spetta (pur se ridotta del 20 per cento) per un altro anno a chi abbia compiuto i 40 anni e per due al lavoratore oltre i 50 anni, a fronte dei sei mesi, prorogabili, dell'abolita indennità speciale. Per l'intera durata del periodo di erogazione dell'indennità, non sono previsti incentivi alla ricerca attiva di una nuova occupazione da parte dei soggetti interessati, ma soltanto sussidi per le imprese che assumano, anche a tempo determinato, lavoratori in mobilità. Inoltre, in favore del datore di lavoro che offra un "contratto di reinserimento" al lavoratore in CIG da almeno dodici mesi o al disoccupato che per un pari periodo abbia usufruito dell'indennità speciale, è previsto uno sgravio del 75 per cento dei contributi assistenziali e previdenziali (per una durata variabile, crescente all'aumentare dell'effettivo periodo di disoccupazione).

Il collocamento

La nuova legge generalizza lo strumento della chiamata nominativa (ferme restando le norme sul collocamento obbligatorio), riservando, però, il 12 per cento delle nuove assunzioni a particolari categorie (all'interno di queste rimane fermo il principio della chiamata nominativa). I lavoratori interessati sono quelli iscritti da più di due anni alle liste di collocamento, i lavoratori appartenenti a fasce deboli, da identificare da parte delle Commissioni regionali per l'impiego, e gli iscritti nelle nuove liste di mobilità.

1990 (media dei valori risultanti dalle indagini di gennaio, aprile e luglio), è stato di 228.000 unità (1,1 per cento). La variazione positiva di maggior rilievo è stata registrata ancora una volta nel settore terziario (comprendente i servizi non destinabili alla vendita), dove il numero di addetti è aumentato di 275.000 unità (2,4 per cento). La creazione di posti di lavoro nel terziario ha più che compensato il calo di occupazione registrato nel settore primario e nell'industria in senso

stretto (rispettivamente, 56.000 e 58.000 unità, ossia 3 e 1,2 per cento). Come altre volte in passato, la riduzione dell'occupazione segue, con minore intensità, quella dell'attività. Un contributo positivo è stato offerto dal settore dell'edilizia, con un aumento di 66.000 addetti, pari al 3,5 per cento.

Una conferma dell'andamento declinante dell'occupazione industriale proviene dall'indagine

condotta dall'Istat presso le grandi imprese (oltre 500 addetti). La variazione dell'occupazione fra il primo semestre del 1990 e l'analogo periodo del 1991 è stata per esse negativa nella misura del 2,4 per cento; il ricorso alla Cassa integrazione guadagni è aumentato di oltre il 50 per cento, più del doppio rispetto alla variazione riferita al complesso delle imprese industriali (cfr. il riquadro: *La riforma della Cassa integrazione guadagni e di altri istituti in materia di mercato del lavoro*).

In tutta l'industria in senso stretto, le ore coperte con interventi ordinari della Cassa integrazione guadagni, che nel corso dei primi tre trimestri dello scorso anno si erano mantenute su valori fra i più bassi del decennio, sono molto aumentate, fino a raggiungere i 16 milioni nel luglio scorso, livello doppio rispetto a quello registrato nel settembre dell'anno scorso. Gli interventi straordinari si sono mantenuti, nella media dei primi sei mesi, sugli stessi livelli del 1990; il profilo congiunturale è però in ascesa. Correggendo i dati per la stagionalità, si può stimare che gli "occupati equivalenti" collocati in Cassa integrazione siano ammontati nell'industria a 220.000 nel primo semestre, 20.000 più che nel semestre precedente solo nell'industria in senso stretto.

Il tasso ufficiale di disoccupazione è sceso al 10,6 per cento in luglio. Nel Centro-Nord si è ridotto dal 6,4 per cento del luglio 1990 al 6,2 per cento. Nel Mezzogiorno, i disoccupati sono passati al 19,3 per cento delle forze di lavoro, dal 21 per cento di un anno prima. Il miglioramento è in parte imputabile a un lieve ridimensionamento dei tassi di attività e, soprattutto, all'evoluzione dell'occupazione agricola, che potrebbe risultare di carattere occasionale e facilmente reversibile.

Le trattative per i rinnovi contrattuali concluse nei primi nove mesi dell'anno hanno interessato circa 4 milioni di lavoratori del settore privato. Nell'industria si sono chiuse tutte le principali vertenze contrattuali, da ultima quella degli alimentaristi. Nel settore dei servizi, l'importante contratto degli autotrasportatori è stato siglato dalle parti in marzo. I nuovi contratti, prevalentemente di durata triennale, implicano aumenti medi delle retribuzioni lorde per addetto, a regime, fra le 200.000 e le 300.000 lire. Gli aumenti si sono concentrati nell'anno in corso, anche per la

corresponsione di somme *una tantum*. Il costo del lavoro per addetto nel settore privato dovrebbe pertanto mostrare nella media del 1991 un incremento non inferiore a quello dello scorso anno (8,7 per cento).

La dinamica delle retribuzioni nella pubblica Amministrazione, risentendo dei rinnovi contrattuali del 1990, ha sopravanzato ancora nei primi mesi dell'anno quella relativa al settore privato. Le retribuzioni orarie minime contrattuali (inclusa l'indennità di contingenza) risultavano cresciute in aprile, rispetto a 12 mesi prima, del 12,9 nella pubblica Amministrazione, rispetto all'8,6 per cento nell'industria, al 10,5 nel commercio, all'11,2 nei trasporti e comunicazioni. Occorre tuttavia notare che diversi contratti di rilievo dell'area privata si sono conclusi solo nei mesi seguenti. Tenendo conto anche di questi, nell'industria in senso stretto le retribuzioni di fatto dovrebbero aver avuto nel primo semestre dell'anno incrementi intorno al 9 per cento. Nel settore dell'edilizia le retribuzioni di fatto hanno registrato un'impennata in coincidenza con il rinnovo di maggio (14,3 per cento), che fa seguito a importanti miglioramenti conseguiti nel 1991. La conclusione di questi contratti è stata facilitata da un intervento governativo che ha prefigurato un provvedimento di fiscalizzazione in favore del settore. Anche nel settore dei servizi privati la dinamica retributiva dovrebbe aver subito un sensibile innalzamento, per effetto della chiusura, fra gli altri, dei contratti dei lavoratori marittimi, degli assicurativi, degli addetti all'autotrasporto delle merci.

Costi e prezzi

Nella prima parte dell'anno in corso è proseguita l'accelerazione dei prezzi finali, misurati con l'indice del costo della vita, avviatasi nell'estate dell'anno precedente. Il tasso di crescita a distanza di dodici mesi si è portato dal 5,6 per cento del giugno 1990 al 6,9 dello scorso giugno.

Nei mesi successivi si è esplicito l'effetto disinflazionistico del ritorno dei prezzi delle fonti di energia ai livelli antecedenti la crisi del Golfo Persico. Il tasso di inflazione sui dodici mesi è tornato in set-

tembre al 6,2 per cento. Il contenimento delle tensioni inflazionistiche è stato favorito dalla dinamica cedente dei prezzi all'importazione delle altre materie di base e dalla tenuta del cambio nominale (cfr. il riquadro: *Effetti sull'inflazione al consumo delle fluttuazioni nelle quotazioni del petrolio e del dollaro*).

Nel comparto della trasformazione industriale (tav. 4) l'aumento, a distanza di dodici mesi, dei prezzi del complesso degli *inputs* intermedi ha continuato a crescere (6,7 per cento nel primo semestre) a causa delle componenti interne, anche diverse dai prodotti combustibili. Gli *inputs* acquistati direttamente dalle imprese sui mercati internazionali (principalmente materie prime non energetiche e semilavorati) hanno invece presentato prezzi stazionari.

Nel primo semestre l'aumento della produttività nel settore della trasformazione industriale è valutabile in poco meno di un punto percentuale rispetto allo stesso periodo del 1990. Dato l'andamento del costo del lavoro per addetto, quello per unità di prodotto è cresciuto dell'8,4 per cento. Di conseguenza, i costi unitari variabili delle imprese industriali sono saliti in complesso del 7,6 per cento, quasi 5 punti percentuali al di sopra della dinamica del prezzo dell'*output* (fig. 11). I margini delle imprese industriali sono stati quindi compressi, pur restando su valori storicamente elevati. La loro riduzione si è ripercossa su un volume di produzione e su vendite in fase calante, il che ha verosimilmente inaridito la formazione di fondi interni da destinare, tra l'altro, all'accumulazione di capitale.

Tav. 4

Costi unitari variabili e prezzi finali nel settore della trasformazione industriale
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

VOCI	1989			1990			1991
	Anno	I sem.	II sem.	Anno	I sem.	II sem.	I sem. (1)
Prezzi degli <i>inputs</i> (2)	6,9	7,9	5,9	4,1	3,4	4,8	6,7
Interni (3)	6,7	6,2	7,1	9,0	8,1	9,8	10,7
di cui: <i>energia</i>	12,2	8,9	15,5	18,8	19,1	18,5	14,3
<i>servizi</i>	6,5	6,0	7,0	8,7	8,0	9,3	10,3
<i>beni agricoli</i>	4,4	5,5	3,3	4,4	2,5	6,2	9,8
Esteri	7,3	11,0	3,7	-4,5	-4,8	-4,3	-1,0
di cui: <i>energia</i>	20,2	17,2	23,3	9,4	-2,4	20,9	7,6
<i>materie industriali</i>	12,1	21,3	3,7	-12,8	-12,9	-12,6	-8,6
<i>semilavorati</i>	6,0	8,7	3,4	-1,8	-2,0	-1,6	1,1
Costo del lavoro per unità di prodotto	6,3	5,3	7,2	7,3	7,5	7,0	8,4
Costi unitari variabili	6,6	6,5	6,6	5,7	5,5	6,0	7,6
Prezzo dell'<i>output</i>	5,6	6,3	4,9	2,7	3,0	2,4	2,8
Interno (3)	5,2	5,4	5,0	3,0	3,4	2,5	2,8

(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.

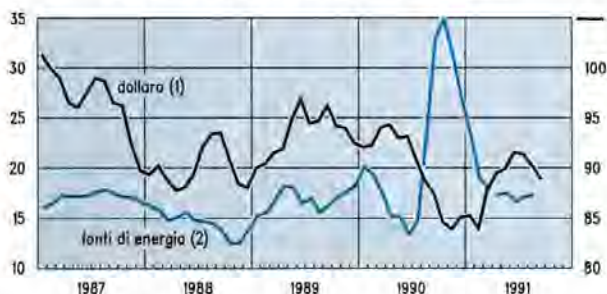
Effetti sull'inflazione al consumo delle fluttuazioni nelle quotazioni del petrolio e del dollaro

Tra il giugno del 1989 e lo stesso mese del 1990 il tasso di inflazione al consumo sui dodici mesi, misurato con l'indice del costo della vita, aveva segnato una cospicua flessione, dal 7,0 al 5,6 per cento. Nei successivi dodici mesi la tendenza si è invertita: il tasso ha raggiunto il 6,9 per cento nel giugno 1991. Nel terzo trimestre di quest'anno si è avuta una nuova decelerazione, fino al 6,2 per cento di settembre.

Le quotazioni in dollari del petrolio greggio importato dall'Italia si erano mantenute nel 1989 e nella prima metà del 1990 su livelli medi di poco inferiori ai 17 dollari per barile (dati fob), pur con ampie oscillazioni. In seguito alla crisi del Golfo Persico, le quotazioni registravano un forte rialzo, portandosi in ottobre a quasi 35 dollari. L'incremento delle estrazioni nei paesi produttori e l'uso delle scorte da parte dei paesi consumatori facilitavano un calo di prezzo già da novembre. L'inizio delle ostilità, nel gennaio di quest'anno, non provocava la temuta impennata delle quotazioni e l'andamento discendente si consolidava in febbraio, quando il prezzo medio del petrolio importato dall'Italia scendeva sotto il livello precedente la crisi. La quotazione fob si è portata a 16,7 dollari in giugno, per tornare appena sopra i 17 dollari in agosto.

Dalla metà del 1989 alla fine dello scorso anno, il tasso di cambio effettivo nominale del dollaro si è deprezzato del 12 per cento circa. Il calo è proseguito nei primi due mesi di quest'anno, ma ha registrato una repentina inversione in marzo (cfr. fig.). Nel mese di settembre l'apprezzamento della valuta statunitense, misurato sul livello dello scorso dicembre, è stato del 4,6 per cento.

Tasso di cambio effettivo del dollaro e prezzo in dollari delle fonti di energia importate dall'Italia



Fonte: Elaborazioni su dati Ministero dell'Industria e FMI.

(1) Tasso di cambio effettivo nominale del dollaro (indice 1980 = 100, scala di destra). - (2) Prezzo fob del greggio importato dall'Italia (dollari per barile, scala di sinistra).

Per analizzare gli effetti sull'inflazione al consumo delle ampie fluttuazioni del cambio del dollaro e dei prezzi energetici dalla crisi del Golfo Persico a oggi, è stato effettuato un esercizio econometrico di simulazione (cfr. tav.). Ipotizzando

costante il prezzo in dollari del petrolio dal secondo trimestre del 1990 la simulazione produce, a parità di ogni altra condizione, un tasso di crescita dell'indice dei prezzi al consumo più basso di tre decimi di punto nella media del 1990 rispetto al risultato storico; pressoché invariato nel 1991.

Contributo dei prezzi energetici e del cambio all'inflazione al consumo tra il 1990 e il 1991 (variazioni percentuali sul periodo precedente)

PERIODO	Inflazione al consumo (1)	Contributo dei prezzi in dollari delle fonti di energia (2)	Contributo del cambio del dollaro (3)
1990 - III trim.	1,36	0,25	-0,16
IV »	2,00	0,58	-0,32
1991 - I trim.	1,90	-0,43	0,02
II »	1,35	-0,24	0,71
III »	0,98	0,07	0,09

Fonte: Elaborazioni effettuate con il modello econometrico trimestrale della Banca d'Italia.

(1) Prezzi al consumo per le famiglie di operai e impiegati. Dati "storici". - (2) Calcolato mantenendo costanti i prezzi in dollari delle fonti di energia al livello del secondo trimestre del 1990. Nella simulazione si ipotizza costante anche l'incidenza fiscale sui derivati petroliferi. - (3) Calcolato mantenendo costante il cambio marco/dollaro al livello del secondo trimestre del 1990. I cambi della lira rispetto alle valute diverse dal dollaro seguono l'andamento "storico".

L'impatto inflazionistico del rincaro del petrolio in dollari si esercita in particolare nella parte finale del 1990, contribuendo per oltre un quarto al tasso di inflazione nell'ultimo trimestre di quell'anno; l'effetto si inverte nei due trimestri successivi, stante il calo dei prezzi dei prodotti energetici, e si annulla nel terzo trimestre dell'anno in corso.

Ipotizzando invece costante il tasso di cambio fra il dollaro e il marco dal secondo trimestre del 1990, la simulazione produce, di nuovo a parità di ogni altra condizione, un tasso di inflazione al consumo lievemente più alto nella media del 1990 rispetto al risultato storico e più basso di tre decimi di punto nella media del 1991. Gli effetti inflazionistici sono significativi solo nel secondo trimestre di quest'anno.

Poiché i prezzi (in dollari) delle materie prime non energetiche sono tendenzialmente cedenti da quasi due anni, può concludersi, pur tenendo conto della lieve accelerazione dei prezzi in valuta dei manufatti importati, che l'effetto sull'inflazione dei fattori "esterni" nel periodo recente, segnato dalla crisi del Golfo, è stato complessivamente trascurabile. Si conferma così la rilevanza delle componenti interne.

Fig. 11



La dinamica dell'indice dei prezzi al consumo dei beni è tuttavia risultata più sostenuta di quella dei prezzi dei prodotti industriali, con un presumibile, ulteriore, ampliamento dei margini lordi di intermediazione.

Per l'aggregato dei beni di consumo non alimentari e non energetici l'aumento dei prezzi finali nel primo semestre dell'anno rispetto al corrispondente periodo del 1990 si è commisurato al 4,7 per cento, risultato di un profilo mensile dei tassi di crescita sui dodici mesi rapidamente ascendente, dal 4,1 per cento di gennaio al 5,3 di giugno. La componente più dinamica dell'inflazione seguita tuttavia a essere quella dei servizi (fig. 12); ancora a giugno il tasso tendenziale superava di oltre due punti quello dei beni non alimentari e non energetici.

Fig. 12



La bilancia dei pagamenti di parte corrente

Nel primo semestre del 1991 le partite correnti della bilancia dei pagamenti hanno registrato, secondo dati provvisori e non depurati dalla stagionalità, un disavanzo di 14.800 miliardi, circa 800 miliardi in più rispetto ai primi sei mesi del 1990. L'ulteriore crescita degli esborsi netti per interessi sul debito estero è stata bilanciata dal maggiore attivo registrato dalla voce "Viaggi all'estero"; a fronte di un deficit mercantile *fob-fob* solo di poco più ampio, il peggioramento si è distribuito in modo uniforme fra i trasferimenti pubblici e gli altri servizi, redditi e trasferimenti (tav. 5).

Tav. 5

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

VOCI	1990		1991 (1)
	Anno	I sem.	I sem.
<i>Per memoria:</i>			
Merci (<i>cif-fob</i>)	-14.181	-11.333	-11.593
.....			
Merci (<i>fob-fob</i>)	563	-3.708	-3.900
Viaggi all'estero	7.085	2.784	4.900
Redditi da capitale	-16.001	-7.401	-9.400
Trasferimenti unilaterali pubblici	-3.919	-2.524	-2.800
Altri servizi, redditi e trasferimenti	-5.071	-3.203	-3.600
Totale ..	-17.343	-14.052	-14.800

Fonte: per l'interscambio commerciale *cif-fob*, Istat.
(1) Dati provvisori.

L'interscambio mercantile ha dato luogo a un disavanzo di 3.900 miliardi, sostanzialmente equivalente, correggendo i dati per la stagionalità, a un saldo in pareggio, a conferma della tendenza all'equilibrio negli scambi di merci delineatasi da alcuni anni. Fa-

cendo riferimento ai dati doganali *cif-fob*, che offrono un più ampio spettro di informazioni disaggregate, si può tuttavia notare che la tenuta del commercio con l'estero è stata dovuta soprattutto al miglioramento nelle ragioni di scambio complessive. Il rapporto tra esportazioni e importazioni in quantità si è invece notevolmente deteriorato (2,4 per cento; tav. 6). Nei valori correnti, il disavanzo energetico è risultato più ampio di circa 1.200 miliardi rispetto a quello accumulatosi nei primi sei mesi dell'anno precedente, essenzialmente a causa del più elevato livello dei prezzi in lire del greggio importato (9,5 per cento), ancorché in discesa dopo il picco raggiunto durante la crisi del Golfo.

Tav. 6

**Interscambio commerciale
valori, prezzi, quantità**
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

VOCI	1990		1991
	Anno	I sem.	I sem.
Esportazioni:			
Valore	5,6	7,4	3,5
Prezzo	2,1	1,9	3,7
Quantità	3,5	5,6	-0,3
Importazioni:			
Valore	3,7	3,7	3,4
Prezzo	-0,7	-2,0	0,9
Quantità	4,5	5,9	2,3
Esportazioni/Importazioni:			
Valore	2,4	4,1	0,3
Prezzo	3,0	4,0	2,7
Quantità	-0,7	-0,1	-2,4
Domanda interna	1,7	2,2	1,3
Domanda mondiale (1)	5,0	5,3	1,6
Tasso di cambio effettivo reale (2):			
Totale	4,4	6,0	0,8
Paesi CEE	2,0	3,8	0,7

Fonti: elaborazioni su dati FMI, OCSE e Istat.

(1) Esportazioni dei paesi industriali in quantità. - (2) Calcolato in base ai prezzi di produzione dei manufatti; variazioni positive dell'indicatore indicano perdita di competitività.

In accordo con le tendenze già delineatesi nel corso del 1990, nei primi sei mesi del 1991 è proseguito

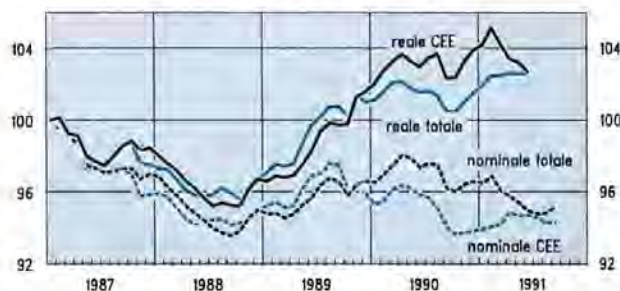
il rallentamento di entrambi i flussi commerciali con l'estero in volume. Le esportazioni in quantità hanno anzi registrato una lieve flessione rispetto al corrispondente periodo dell'anno precedente (0,3 per cento, contro l'aumento del 3,5 per cento registrato nell'intero 1990).

La dinamica delle quantità esportate ha risentito del forte rallentamento della domanda mondiale. Il differenziale di crescita tra le nostre esportazioni e quelle dei paesi industriali, già negativo nel 1990, si è ulteriormente ampliato nella media del periodo in esame. La quota delle esportazioni italiane a prezzi costanti su quelle dei paesi industriali sarebbe quindi passata dal 6,3 per cento del primo semestre del 1990 al 6,2 del corrispondente periodo del 1991.

A frenare le nostre vendite all'estero hanno anche contribuito gli effetti ritardati della perdita di competitività (fig. 13). L'indicatore calcolato sulla base dei prezzi di produzione dei manufatti ha registrato, nel corso del semestre che termina a febbraio 1991 (mese in cui le quotazioni del dollaro hanno toccato un minimo), un deterioramento della competitività di 2,8 punti percentuali nei confronti di tutti i nostri principali *partners* commerciali e di 2,1 punti nei confronti dei soli paesi dell'area comunitaria. Nei mesi successivi, l'ascesa del dollaro e dello yen ha permesso di riassorbire parte dell'apprezzamento reale, portando la perdita di competitività complessiva allo 0,8 per cento nella media del primo semestre dell'anno; anche il deterioramento nei confronti della CEE si è ridotto (0,7 per cento), per effetto di una evoluzione dei prezzi relativi meno sfavorevole.

Fig. 13

Cambi effettivi della lira (1)
(indici, gennaio 1987=100)



(1) I cambi reali sono basati sui prezzi alla produzione dei manufatti. Un aumento degli indici indica apprezzamento.

L'interscambio italo-tedesco dopo l'unificazione

In sostanziale equilibrio nel corso degli anni settanta, l'interscambio commerciale italo-tedesco registrava nel decennio successivo disavanzi di parte italiana sempre più ampi, fino all'1 per cento del PIL nel 1989.

Calcolata ai valori correnti, la quota italiana sulle importazioni della Germania era diminuita nel corso degli anni settanta, passando dal 10,8 per cento del 1972 al minimo storico del 1981 (7,3 per cento). Dal 1982 è cresciuta nuovamente, recuperando solo una parte del terreno perduto negli anni precedenti (8,9 per cento nel 1989). A prezzi costanti, la quota italiana si è invece aggirata attorno all'8,3 per cento per tutto il periodo preso in esame.

Dalla metà del 1989, le esportazioni italiane verso la Germania hanno avuto una forte accelerazione, acquistando un peso sempre maggiore sul totale delle nostre vendite all'estero. A fronte del contestuale rallentamento delle nostre importazioni da quel paese, il disavanzo dell'Italia verso la Germania si è così ridotto nel 1990 di quasi 4.300 miliardi rispetto al 1989; nel solo primo semestre del 1991 si è registrato, rispetto al corrispondente semestre dell'anno prima, un miglioramento quasi pari a quello dell'intero 1990.

A pochi mesi dal suo avvio, l'unificazione tedesca ha già prodotto effetti rilevanti sul commercio estero dei paesi industriali. La repentina crescita dei consumi nella ex RDT è stata infatti alimentata solo in parte con beni prodotti nella Germania occidentale: le maggiori importazioni dall'estero si sono indirizzate non solo verso i beni di consumo, ma anche verso quelli intermedi e di investimento. Su base destagionalizzata, nel secondo semestre dello scorso anno la domanda interna e il volume di importazioni della Germania occidentale sono cresciuti, rispettivamente, del 2,0 e del 7,2 per cento; nel semestre successivo, l'aumento delle importazioni è stato pari al 13 per cento, quello della domanda interna al 2,4. Il grado di penetrazione delle importazioni in Germania, misurato dal rapporto fra queste grandezze, risultava pari al 31,7 per cento nel 1990 (29,8 nel 1989); nel primo semestre del 1991 esso è salito di oltre 4 punti percentuali.

A fronte di questi sviluppi, la quota di importazioni tedesche dall'Italia ha mostrato, pur con marcate oscillazioni, un andamento moderatamente ascendente (cfr. fig.). Ai valori correnti (gli unici disponibili per l'ultimo biennio) depurati dalla stagionalità, nel 1990 il rapporto tra le nostre esportazioni in Germania e le importazioni tedesche complessive è risultato pari al 9,4 per cento, circa mezzo punto in più rispetto all'anno precedente. Nel corso dei primi sei mesi del 1991 la quota si è ridotta, risultando tuttavia pari, nella media del semestre, a quella osservata per il 1990.

Nonostante la perdita di competitività degli esportatori italiani (globale e bilaterale) nell'ultimo triennio, l'impennata della domanda interna tedesca del 1990 si è accompagnata

a un aumento della nostra presenza su quel mercato. Nel 1988, le nostre esportazioni di beni tradizionali (prodotti tessili e dell'abbigliamento, prodotti in cuoio e calzature, legno e mobili) assorbivano oltre il 20 per cento delle importazioni tedesche di quegli stessi prodotti. Non si dispone di informazioni recenti sulla composizione settoriale delle nostre esportazioni verso la Germania. L'evidenza disponibile suggerisce per il momento l'operare di rilevanti fattori non di prezzo nella performance italiana sul mercato tedesco, tra i quali, ad esempio, la flessibilità della nostra struttura commerciale in quel mercato.

Quote di mercato, domanda interna e importazioni tedesche, cambi reali della lira



Fonte: Elaborazioni su dati FMI, OCSE, Istat e Bundesbank.

(1) A valori correnti, in percentuale. - (2) Rapporto tra esportazioni italiane in Germania ed importazioni tedesche complessive, scala di sinistra. - (3) Rapporto tra esportazioni italiane in Germania ed esportazioni italiane complessive, scala di destra. - (4) A valori costanti 1985, importazioni cif, indici I trim. 1987 = 100. (5) Indici I trim. 1987 = 100, basati sui prezzi alla produzione dei manufatti. Aumenti indicano perdita di competitività.

La forte crescita dell'economia tedesca ha attenuato l'influenza negativa dei fattori prima menzionati sulle nostre vendite all'estero. Nei primi sei mesi dell'anno, gli acquisti di merci della Germania dal resto del mondo sono cresciuti, in volume, del 21,2 per cento rispetto al corrispondente periodo del 1990. Ai valori correnti, la quota di mercato italiana sulle importazioni tedesche si è attestata nel primo semestre del 1991 sull'elevato livello raggiunto nel 1990 (cfr. il riquadro: *L'interscambio italo-tedesco dopo l'unificazione*).

La debole espansione delle importazioni in volume, pari al 2,3 per cento nei primi sei mesi dell'anno, ha riflesso non solo la forte decelerazione degli acquisti all'estero di materie prime da parte di un'industria in calo produttivo, ma anche la dinamica stagnante degli investimenti in macchinari e mezzi di trasporto e dei beni di consumo durevole. Al netto degli acquisti all'estero di materie prime, il tasso di crescita delle quantità importate non supera il 2 per cento.

I valori medi unitari delle esportazioni sono aumentati del 3,7 per cento rispetto al corrispondente semestre del 1990. La sostanziale stazionarietà dei prezzi all'importazione, cresciuti solo dello 0,9 per cento, ha portato a un miglioramento della ragione di scambio di 2,7 punti percentuali. A fronte di prezzi in valuta dei manufatti importati quasi immutati (0,3 per cento), l'andamento dei valori medi unitari del complesso delle nostre importazioni ha tratto beneficio dalla flessione dei prezzi in dollari delle principali materie prime non energetiche (10,8 per cento; fig. 14). L'aumento di valore della lira nei confronti della valuta statunitense, pari al 2,5 per cento nel semestre in esame rispetto al periodo corrispondente del 1990, ha poi rafforzato la discesa di questi prezzi in lire, attenuando nel contempo l'effetto della crescita del 12,8 per cento del prezzo all'importazione del greggio in dollari. Nel corso di poco più di un anno, il prezzo di un barile di greggio importato è passato dal massimo di 37,3 dollari toccato nell'ottobre del 1990 ai 16,8 dollari dello scorso luglio, per poi stazionare intorno ai 20 dollari.

In luglio e agosto, le importazioni in valore sono cresciute del 7,8 per cento rispetto al corrispondente periodo del 1990; le esportazioni sono invece

aumentate solo dell'1,9 per cento, facendo registrare un avanzo modesto, inferiore di quasi 1.700 miliardi a quello avutosi l'anno prima. I dati destagionalizzati indicano anzi nel bimestre in esame una flessione delle nostre vendite all'estero rispetto alla media dei sei mesi precedenti (2,7 per cento), contro un aumento delle importazioni pari all'1,8 per cento. Nei primi otto mesi del 1991, i tassi di crescita delle esportazioni e delle importazioni sono risultati rispettivamente pari al 3,1 e al 4,3 per cento.

Fig. 14

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



Fonti: elaborazioni su dati FMI e Istat.

Con riferimento al periodo gennaio-agosto, all'accresciuto deficit energetico ha fatto riscontro un miglioramento nell'attivo del comparto dei prodotti metalmeccanici, pari a 800 miliardi; il saldo positivo registrato dai beni tradizionali di consumo si è viceversa ridotto di 450 miliardi. Il disavanzo del comparto dei minerali ferrosi e non ferrosi è diminuito di circa 800 miliardi rispetto allo stesso periodo; gli acquisti all'estero di questi beni, in particolare, si sono ridotti di oltre 6 punti percentuali (tav. 7). Il disavanzo agro-alimentare e quello nel comparto dei prodotti chimici hanno registrato un ampliamento pari, rispettivamente, a 960 e a 400 miliardi; il deficit nel comparto dei mezzi di trasporto è peggiorato di oltre 1.000 miliardi.

La ripartizione per paese dei dati in valore indica, per il periodo gennaio-luglio, un netto peggioramento dell'interscambio con gli Stati Uniti (1.700 miliardi), con i paesi dell'OPEC (900 miliardi) e con quelli dell'Est europeo (1.100 miliardi) (fig. 15 e tav. 8).

Tav. 7

Interscambio commerciale per gruppi merceologici
(miliardi di lire)

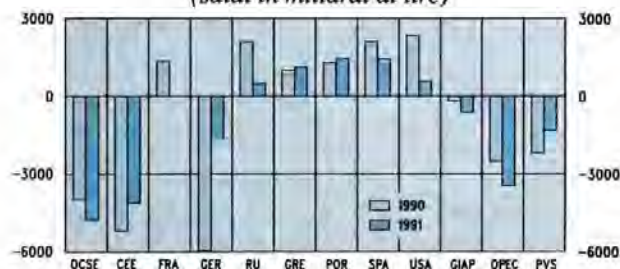
VOCI	Esportazioni (fob)		Importazioni (cif)		Saldo	
	Gennaio-agosto		Gennaio-agosto		Gennaio-agosto	
	1990	1991	1990	1991	1990	1991
Prodotti dell'agricoltura, silvicoltura e pesca ...	3.480	3.872	9.295	10.344	-5.815	-6.472
Prodotti energetici	2.657	2.974	15.605	17.623	-12.948	-14.649
Minerali ferrosi e non ferrosi	6.208	5.963	13.588	12.707	-7.560	-6.744
Minerali e prodotti non metallici	5.548	5.707	2.799	2.886	2.749	2.821
Prodotti chimici	9.977	10.208	17.605	18.242	-7.628	-8.034
Prodotti metalmeccanici	44.271	45.981	32.336	33.242	11.935	12.739
Mezzi di trasporto	14.411	14.644	17.158	18.424	-2.747	-3.780
Prodotti alimentari, bevande, tabacco	5.040	5.498	10.766	11.529	-5.726	-6.031
Prodotti tessili, cuoio e abbigliamento	24.735	24.563	9.383	9.659	15.352	14.904
Altri prodotti	15.469	16.298	12.252	12.155	3.217	4.143
Totale ...	131.616	135.708	140.787	146.811	-9.171	-11.103

Fonte: Istat.

Con riferimento a quest'ultima area, le nostre importazioni dall'Unione Sovietica si sono accresciute del 30 per cento: l'aumento è essenzialmente imputabile al maggior volume di acquisti di prodotti petroliferi dopo l'interruzione degli approvvigionamenti

Fig. 15

Interscambio per paese o area
gennaio-luglio
(saldi in miliardi di lire)



Fonte: Istat.

dal Kuwait e dall'Iraq. Le nostre esportazioni verso l'Unione Sovietica hanno invece registrato una flessione di pari entità. L'interscambio con la Comunità è migliorato di oltre 1.000 miliardi; la forte riduzione del passivo verso la Germania ha più che compensato il peggioramento del saldo verso Francia, Spagna e Regno Unito. La contrazione delle vendite di merci italiane in quest'ultimo paese (2,7 per cento) appare legata alla netta flessione della sua domanda interna, che ha sovrastato gli effetti del cospicuo recupero di competitività bilaterale (7 per cento; tav. 9).

Secondo dati provvisori, nel periodo gennaio-giugno 1991 gli scambi di servizi, i flussi di redditi e i trasferimenti unilaterali hanno registrato nel complesso un disavanzo di quasi 11.000 miliardi.

Tav. 8

Interscambio per paese o area
(miliardi di lire)

PAESI	Esportazioni		Importazioni		Saldo	
	Gennaio-luglio		Gennaio-luglio		Gennaio-luglio	
	1990	1991	1990	1991	1990	1991
CEE	70.069	74.307	75.254	78.407	-5.185	-4.100
Belgio-Lussemburgo	4.130	4.275	6.592	6.666	-2.462	-2.391
Francia	20.303	19.467	18.960	19.448	1.343	19
Germania	22.024	26.667	27.967	28.294	-5.943	-1.627
Paesi Bassi	3.717	3.886	7.406	7.685	-3.689	-3.799
Regno Unito	8.613	8.164	6.518	7.657	2.095	507
Irlanda	337	364	927	881	-590	-517
Danimarca	905	960	1.243	1.279	-338	-319
Grecia	2.174	2.195	1.169	1.070	1.005	1.125
Spagna	6.107	6.362	4.004	4.920	2.103	1.442
Portogallo	1.759	1.967	468	507	1.291	1.460
Stati Uniti	9.330	8.322	6.979	7.727	2.351	595
Giappone	2.830	2.796	3.009	3.410	-179	-614
Canada	1.063	953	1.057	997	6	-44
OCSE	96.566	99.630	100.516	104.399	-3.960	-4.769
Europa Centrale e Orientale	3.664	3.222	4.446	5.153	-782	-1.931
<i>di cui:</i> URSS	2.034	1.432	2.557	3.332	-523	-1.900
OPEC	5.022	5.648	7.524	9.089	-2.502	-3.441
<i>di cui:</i> Algeria	809	814	1.695	2.204	-886	-1.390
Arabia Saudita	935	1.133	840	1.505	95	-372
Libia	657	961	2.511	3.000	-1.854	-2.039
Iran	739	1.259	790	1.066	-51	193
Altri	14.867	15.692	17.034	17.002	-2.167	-1.310
<i>di cui:</i> Cina	598	825	1.335	1.646	-737	-821
Totale	120.109	124.192	129.520	135.643	-9.411	-11.451

Fonte: Istat.

Tav. 9

Prezzi relativi e tassi di cambio nominali e reali della lira
(variazioni percentuali rispetto all'anno precedente)

PAESI E AREE	Cambio reale della lira (1) (2)			Prezzi relativi in Italia (1)			Cambio nominale della lira (2)		
	1990		1991	1990		1991	1990		1991
	Anno	I sem.	I sem.	Anno	I sem.	I sem.	Anno	I sem.	I sem.
Paesi CEE	2,0	3,8	0,7	3,3	3,5	2,3	-1,2	0,2	-1,5
Francia	1,1	2,0	2,1	3,4	3,5	2,7	-2,3	-1,5	-0,5
Germania	1,8	2,9	1,3	3,5	3,9	2,4	-1,6	-1,0	-1,1
Regno Unito	4,5	11,7	-7,0	-0,8	-0,8	-1,4	5,4	12,6	-5,6
Paesi Bassi	3,9	6,0	2,1	5,6	7,1	3,1	-1,7	-1,1	-1,0
Belgio	1,9	3,1	2,9	4,9	5,1	4,9	-2,9	-1,9	-1,9
Spagna	1,3	2,9	-0,4	2,8	2,5	2,7	-1,4	0,4	-3,0
Stati Uniti	16,0	14,3	4,3	1,2	2,9	1,8	14,7	11,2	2,5
Canada	18,3	15,7	4,6	4,7	5,5	4,2	13,0	9,7	0,4
Svizzera	0,5	3,3	0,4	3,5	3,2	4,3	-2,8	0,1	-3,7
Giappone	24,0	30,7	-6,3	3,3	3,3	2,0	20,1	26,6	-8,1
Totale (3) ...	4,4	6,0	0,8	3,0	3,4	2,3	1,4	2,5	-1,5

Fonti: elaborazioni su dati OCSE, FMI e Istat.

(1) Prezzi dei prodotti industriali. - (2) Il segno (-) indica deprezzamento (guadagno di competitività per il cambio reale). - (3) Oltre ai paesi elencati include Austria e Svezia.

Il deflusso netto di redditi di capitale (9.400 miliardi) si è ulteriormente ampliato (circa 2.000 miliardi in più rispetto al primo semestre dell'anno precedente), riflettendo la crescita del debito estero netto e l'espansione delle consistenze lorde di attività e passività verso l'estero. Secondo prime stime, il debito estero netto avrebbe superato alla fine di giugno i 117.000 miliardi di lire. I deflussi netti per pagamenti di interessi sono stati in parte mitigati dalla riduzione dei tassi di interesse internazionali a lungo termine nel primo quadrimestre dell'anno.

La voce "Viaggi all'estero" avrebbe dato luogo a un avanzo di 4.900 miliardi, 2.100 in più rispetto al semestre corrispondente del 1990. L'attivo si sarebbe accresciuto di 1.600 miliardi (+17,9 per cento rispetto al semestre corrispondente); il passivo, ridotto di 500 miliardi (-8,8 per cento).

Il miglioramento del surplus turistico appare di incerta interpretazione se confrontato con l'andamen-

to degli usuali indicatori "reali" e di prezzo. Dal lato dell'attivo, la spesa complessiva a prezzi costanti dei non residenti in Italia sarebbe cresciuta a ritmi sostenuti (10,8 per cento rispetto al corrispondente periodo del 1990), ancorché inferiori a quelli, eccezionali, dell'anno prima; al maggior afflusso lordo, registrato a condizioni competitive immutate, si contrappongono tuttavia una decisa flessione, superiore al 13 per cento, del numero di viaggiatori stranieri transitati dalle nostre frontiere e la costanza del numero di notti da essi trascorse negli alberghi nazionali: se ne dovrà dedurre, se i dati saranno confermati, un inconsueto, forte aumento della spesa reale pro capite. Dal lato del passivo, il considerevole ridimensionamento delle spese reali dei viaggiatori italiani all'estero, diminuite del 15,7 per cento, si confronta addirittura con una lieve perdita di competitività delle strutture turistiche nazionali (2,0 per cento; fig. 16), essenzialmente imputabile all'apprezzamento nominale della lira verso la dracma e il dinaro e alla riduzione dei prezzi relativi

in Francia. L'andamento del passivo trova una spiegazione solo parziale nel generale clima di incertezza provocato dalla crisi del Golfo. In rapporto ai consumi finali nazionali e depurando i dati dalla stagionalità, la propensione dei residenti alla spesa turistica all'estero si sarebbe infatti ridotta drasticamente, di quasi un punto percentuale, rispetto al secondo semestre del 1990. L'entità della riduzione appare in realtà condizionata dai livelli raggiunti nel 1990, resi eccezionalmente elevati dalle difficoltà di imputazione statistica sperimentate nella fase di avvio del nuovo sistema di rilevazioni valutarie. Il parziale riassorbimento delle anomalie nella crescita dei flussi lordi sembra peraltro indicare un'attenuazione di queste difficoltà.

Fig. 16



Fonti: elaborazioni su dati OCSE, FMI e Istat.
(1) Aumenti indicano perdite di competitività.

Nei mesi estivi, infine, la riallocazione dei flussi turistici determinata dalla crisi jugoslava potrebbe aver costituito un fattore autonomo di ampliamento dell'attivo turistico.

Secondo i dati dell'Istat, nel primo semestre dell'anno il saldo dei trasferimenti unilaterali pubblici è risultato negativo per circa 2.800 miliardi di lire, a fronte del disavanzo di 2.500 registrato nel corrispondente periodo del 1990. L'espansione del disavanzo è ascrivibile alla crescita delle contribuzioni nette versate alla CEE (circa 670 miliardi), che hanno più che compensato la riduzione dei trasferimenti verso i paesi extra-comunitari (370 miliardi; i trasferimenti per aiuti allo sviluppo si sono ridotti di quasi 420 miliardi). Le maggiori entrate dalla Comunità (+21,9 per cento rispetto ai primi sei mesi dell'anno precedente)

sono state largamente sopravanzate dalle uscite verso la stessa area, accresciutesi del 28 per cento nel corso del periodo. Dal lato delle entrate, i trasferimenti effettuati dal FEOGA (sussidi all'agricoltura) sono aumentati di quasi 650 miliardi; le uscite relative all'I-VA e ad altri trasferimenti in conto corrente si sono accresciute, rispettivamente, di 500 e 1.000 miliardi circa.

I movimenti di capitale e il tasso di cambio della lira

Nei primi sei mesi del 1991, il saldo complessivo dei movimenti di capitali, inclusi i capitali bancari e al lordo di errori e omissioni, ha registrato un attivo di 20.450 miliardi (35.400 miliardi nel corrispondente semestre del 1990) (tav. 10). La minore ampiezza degli afflussi netti di capitali, unita al maggior disavanzo corrente, ha contribuito a rallentare la formazione di riserve ufficiali rispetto al corrispondente periodo dell'anno passato: circa 5.700 miliardi contro 21.400, al netto degli aggiustamenti di valutazione delle attività e passività.

Tav. 10

Movimenti dei capitali (saldi in miliardi di lire)

VOCI	1990		1991 (1)
	Anno	I sem.	I sem.
Investimenti dell'estero	30.580	15.571	15.500
Investimenti italiani	-32.208	-12.377	-23.800
di cui: portafoglio	-23.316	-9.189	-21.500
Prestiti dell'estero	36.171	24.561	19.000
Prestiti italiani	-4.755	-2.906	-2.400
Crediti commerciali, altri capitali ed errori e omissioni	-20.258	-4.144	-7.300
Totale capitali non bancari ed errori e omissioni	9.530	20.705	1.000
Capitali bancari (2)	22.972	14.714	19.450
Totale	32.502	35.419	20.450
<i>Per memoria (3):</i>			
Variazioni riserve ufficiali . . .	-15.159	-21.368	-5.650

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

Tav. 11

Dimensione relativa dei flussi finanziari e reali (correnti) nella bilancia dei pagamenti
(migliaia di miliardi di lire)

PERIODI	Flussi di capitali italiani e di riserve ufficiali		Flussi di capitali esteri		Totale flussi finanziari con l'estero		Totale transazioni correnti (3)
	Lordi (1)	Netti (2)	Lordi (1)	Netti (2)	Lordi (1)	Netti (2)	
1988	187,3	-16,2	225,6	47,8	412,9	31,6	475,1
1989	247,6	-59,9	361,4	78,4	609,0	18,5	560,6
1990	384,5	-56,2	573,0	88,9	957,5	32,7	634,2
I semestre 1990	177,4	-32,9	244,4	51,5	421,8	18,6	306,4
I semestre 1991	277,1	-28,8	400,1	49,1	677,2	20,3	329,9

(1) Somma delle nuove operazioni e dei rientri di operazioni precedenti. - (2) Saldo fra le nuove operazioni e i rientri di operazioni precedenti; i flussi di capitali italiani e di riserve ufficiali fanno variare lo stock di attività sull'estero del Paese, quelli di capitali esteri fanno variare lo stock di passività sull'estero del Paese. - (3) Somma delle transazioni correnti in entrata e in uscita.

L'assenza di controlli valutari permette oggi al nostro paese di partecipare più intensamente al processo di integrazione internazionale dei mercati finanziari. Nello scorso anno, il valore delle transazioni finanziarie con l'estero, sia in entrata sia in uscita, aveva sfiorato il milione di miliardi di lire, importo superiore di quasi 350.000 miliardi a quello del 1989 e di circa due terzi a quello delle transazioni correnti nello stesso anno (tav. 11). Nel 1991 l'espansione dei flussi finanziari è continuata, sia in termini assoluti sia rispetto alle transazioni correnti. Nel solo primo semestre dell'anno le operazioni finanziarie con l'estero sono cresciute di 255.000 miliardi rispetto allo stesso periodo del 1990.

Capitali esteri per investimenti e prestiti sono affluiti, al netto di disinvestimenti e rimborsi, per 34.500 miliardi, importo inferiore di 5.600 miliardi a quello del corrispondente semestre del 1990. Il deflusso netto di capitali italiani si è viceversa accresciuto vigorosamente, raggiungendo i 26.200 miliardi, contro i 15.300 dei primi sei mesi del 1990.

Dal lato dei capitali esteri, la sostanziale stazionarietà degli investimenti si è accompagnata a una considerevole riduzione dell'apporto netto per prestiti

(19.000 miliardi, di cui 5.200 riconducibili alle operazioni del Tesoro, contro i 24.600 miliardi affluiti nel semestre corrispondente). Il minor volume di prestiti è da collegare, oltre che alle più limitate emissioni della Repubblica rispetto al corrispondente periodo del 1990, all'abolizione, in maggio, della riserva obbligatoria sulla raccolta netta in valuta all'estero delle aziende di credito residenti, che ha stimolato una progressiva riduzione dei finanziamenti in valuta a residenti concessi dalle filiali estere di banche italiane, le cui operazioni con i residenti sono appunto registrate nella voce "prestiti". Dal mese di maggio in avanti, il minor flusso di finanziamenti ha riguardato anche la componente in lire; la riduzione di questa componente si è poi rafforzata nel mese successivo, per l'assottigliarsi del divario tra tassi interni sui prestiti in lire e tassi interbancari sull'euro lira. Negli ultimi due mesi del semestre, il flusso di rimborsi ha addirittura ecceduto quello delle nuove emissioni, dando luogo a un saldo negativo per oltre 7.300 miliardi.

Secondo prime stime, circa due terzi degli investimenti netti complessivi dell'estero sarebbero riconducibili al movente di portafoglio. Rispetto al primo semestre del 1990, l'apporto netto avrebbe

registrato una flessione di quasi 3.600 miliardi. Nonostante questi sviluppi, l'interesse degli investitori internazionali per il mercato finanziario italiano rimane elevato: alla fine del giugno 1991, lo *stock* di questi investimenti avrebbe sfiorato i 70.000 miliardi.

Il deflusso netto di capitali non bancari italiani è stato pari a 2.400 miliardi per prestiti e a 23.800 miliardi per investimenti. L'adeguamento dei portafogli dei residenti alle opportunità offerte dall'accesso ai mercati finanziari esteri ha subito una forte accelerazione: nei primi sei mesi del 1991, gli investimenti di portafoglio italiani all'estero hanno dato luogo a uscite nette pari a 21.500 miliardi, concentrate nel primo trimestre dell'anno e di due volte e mezzo superiori a quelle del corrispondente periodo del 1990. Nel semestre, il volume di transazioni connesse con investimenti e disinvestimenti di portafoglio italiani all'estero ha sfiorato i 218.000 miliardi, contro gli 83.000 nel primo semestre del 1990.

L'accensione e l'alimentazione di conti bancari all'estero da parte di residenti hanno dato luogo nel semestre a un deflusso di fondi per 9.000 miliardi di lire; da questi stessi conti sono stati però disposti nello stesso periodo trasferimenti in Italia per un importo di pari ammontare. Al contenuto sviluppo dei conti all'estero dei residenti ha fatto riscontro una evoluzione modesta dei conti in valuta detenuti dai residenti presso le banche italiane: dopo il picco di 5.400 miliardi raggiunto alla fine di gennaio, le giacenze di questi conti tornavano a scendere, attestandosi attorno ai 4.800 miliardi a fine giugno.

I movimenti di capitale effettuati senza il tramite di una banca residente hanno dato origine, nei primi sei mesi dell'anno, a un deflusso netto di 2.100 miliardi, quasi tre quarti dei quali concentrati nel primo trimestre.

Nel loro complesso, e unitamente alla voce "Errori e omissioni", i movimenti di capitale non bancari hanno chiuso il semestre con un attivo pari a 1.000 miliardi, appena un decimo di quello realizzato l'anno precedente.

Attraverso il canale bancario sono invece affluiti fondi per 19.450 miliardi; l'aumento delle passività

nette verso l'estero delle banche italiane si è concentrato negli ultimi due mesi del semestre. Come si è accennato in precedenza, l'abolizione della riserva obbligatoria sulla raccolta netta in valuta ha consentito alle aziende di credito italiane di svincolare la raccolta di fondi in valuta all'estero dalla ricerca di concomitanti opportunità di reimpiego dei fondi stessi presso non residenti. Le banche hanno iniziato un processo di adeguamento al nuovo regime, sostituendosi alle proprie filiali estere sia dal lato della raccolta in valuta all'estero sia dal lato degli impieghi in valuta sull'interno. La posizione debitoria netta sull'estero delle aziende di credito, in tendenziale ristagno nel primo quadrimestre dell'anno, si è così accresciuta di quasi 24.400 miliardi nei quattro mesi successivi. Nel contempo, la crescita delle passività nette sull'estero degli istituti di credito speciale (da sempre esenti dall'obbligo di riserva in questione) si è fortemente ridimensionata: solo 3.200 miliardi nel periodo maggio-agosto, a fronte dei 7.300 registrati nei primi quattro mesi dell'anno.

Per tutto il primo semestre, la lira si è collocata stabilmente in prossimità del margine superiore della banda ristretta di fluttuazione dello Sme. Solo nello scorcio del periodo, in presenza di aspettative al rialzo dei tassi di interesse in Germania e di una abbondante liquidità sul mercato interno, la valuta italiana si spostava lievemente verso il centro della banda; le autorità monetarie si limitavano a graduare il movimento verso il basso. Nel complesso, tra gennaio e giugno 1991 il tasso di cambio nominale effettivo della lira si è deprezzato dell'1,6 per cento. Al lieve apprezzamento nei confronti delle valute comunitarie ha fatto riscontro una forte perdita di valore rispetto al dollaro (14,6 per cento).

Nei mesi di luglio e agosto, il quadro dei movimenti di capitale non si è sostanzialmente modificato. L'afflusso di investimenti esteri si è mantenuto sui ritmi osservati nella media del secondo trimestre; gli investimenti italiani hanno d'altra parte accelerato la loro crescita, dando luogo a un deflusso netto per oltre 10.000 miliardi, 8.600 dei quali relativi al comparto di portafoglio. L'assunzione di nuovi prestiti dall'estero ha compensato parzialmente i rimborsi, originando nel bimestre un saldo negativo per quasi 900 miliardi di lire. Attraverso il canale bancario sono af-

fluiti 11.500 miliardi, di cui 9.550 per il tramite delle aziende di credito. Queste ultime hanno continuato ad accrescere l'indebitamento diretto in valuta all'estero (quasi 10.000 miliardi nel bimestre); una quota rilevante dei fondi raccolti (circa 7.900 miliardi) è stata convertita in lire per effettuare impieghi a residenti in valuta nazionale; solo 6.000 miliardi sono stati coperti a termine, con un conseguente spareggio della posizione in cambi. Questi sviluppi si sono riflessi sulle riserve ufficiali, che sono ulteriormente diminuite di

circa 1.900 miliardi, riducendone l'aumento dall'inizio dell'anno a 3.800 miliardi.

Rispetto a giugno, il tasso di cambio nominale della nostra valuta si è deprezzato in agosto dello 0,5 per cento nei confronti delle valute della CEE; il lieve recupero nei confronti del dollaro (1,8 per cento) ha bilanciato la perdita di valore verso il primo gruppo di valute, mantenendo sostanzialmente inalterato il cambio effettivo complessivo.

La finanza pubblica

Nei primi nove mesi dell'anno il fabbisogno di fondi del settore statale, al netto delle regolazioni dei debiti pregressi, è ammontato a 104.550 miliardi, contro gli 83.230 dello stesso periodo dell'anno precedente (tav. 12). L'aumento di oltre 21.000 miliardi delle occorrenze finanziarie non è in linea con l'obiettivo annuo di fabbisogno, a causa della dinamica delle entrate tributarie inferiore alle attese e della concentrazione nell'ultimo trimestre degli effetti di alcuni dei provvedimenti varati con la legge finanziaria per il 1991, con la manovra correttiva del maggio scorso e con una parte delle misure collegate al disegno di legge finanziaria per il 1992, concernenti principalmente gli incassi tributari.

Tav. 12

Fabbisogno di finanziamento del settore statale (miliardi di lire)

PERIODI	1989	1990	1991 (1)
<i>Al lordo dei debiti pregressi</i>			
I semestre	44.105	47.804	58.573
gennaio-settembre	83.584	83.439	104.586
<i>Al netto dei debiti pregressi</i>			
I semestre	42.701	47.659	58.568
gennaio-settembre	82.155	83.225	104.552

(1) Dati provvisori.

Queste misure non basteranno tuttavia a colmare il notevole sconfinamento tendenziale del disavanzo rispetto all'obiettivo di fabbisogno per l'anno in corso di 132.000 miliardi, fissato nella Relazione previsionale e programmatica per il 1991 e ribadito nel Documento di programmazione economico-finanziaria del maggio scorso. Non solo è ormai compromesso l'obiettivo di 132.000 miliardi, ma non può ancora dirsi

acquisito il preconsuntivo di 141.000 miliardi, prospettato dalla Relazione previsionale e programmatica per il 1992. Il nuovo obiettivo di 141.000 miliardi sconta, oltre agli introiti della manovra varata nel settembre scorso (10.500 miliardi), il completamento delle dismissioni patrimoniali previste (per i restanti 3.500 miliardi ancora in sospeso) e il conseguimento dei risultati attesi nell'anno in corso dai provvedimenti amministrativi, previsti dalla manovra di maggio, concernenti la riscossione coattiva di alcuni tributi (per poco più di 2.200 miliardi).

L'azione di contenimento del disavanzo si è spiegata in tre fasi successive. La legge finanziaria per il 1991 (descritta nel Bollettino Economico n. 15) doveva riportare il fabbisogno tendenziale, valutato in 180.000 miliardi nella Relazione previsionale e programmatica presentata nel settembre del 1990, in linea con l'obiettivo di 132.000 miliardi mediante una manovra correttiva di 48.000 miliardi.

Nel mese di marzo, la Relazione del Ministro del tesoro al Parlamento prefigurava l'innalzamento del fabbisogno tendenziale a oltre 190.000 miliardi, a causa principalmente dei riflessi sui conti pubblici del 1991 dell'insoddisfacente consuntivo del gettito tributario del 1990 (inferiore alla previsione del Governo di circa 5.500 miliardi) e del livello superiore alle attese dei tassi di interesse in presenza di un'inflazione più elevata del previsto. Per colmare il divario dall'obiettivo, veniva varata nel mese di maggio una manovra suppletiva che, nelle intenzioni, doveva apportare 14.200 miliardi (di cui 1.600 di minor spesa per interessi).

Nel corso dell'estate si manifestavano i limiti di incisività delle due azioni correttive impostate. L'efficacia delle misure stabilite dalla legge finanziaria è risultata di oltre 12.000 miliardi inferiore alle attese, in particolare per la modesta adesione ai provvedimenti di rivalutazione dei beni di impresa e di svincolo dei

fondi in sospensione di imposta (mancati introiti per circa 7.300 miliardi), per gli scarsi risultati dell'inasprimento dei provvedimenti miranti a ridurre l'evasione tributaria (3.000 miliardi) e delle misure introdotte nel comparto sanitario (per circa 2.000 miliardi). Sono altresì mancati, rispetto al preventivo, quasi 1.000 miliardi della manovra di maggio, poiché non ha avuto seguito il disegno di legge sulla riforma del contenzioso tributario.

Includendo il mancato risparmio di interessi (stimabile in circa 2.000 miliardi), l'azione correttiva congiunta della legge finanziaria del 1991 e della manovra di maggio è risultata inferiore alle attese per quasi 15.500 miliardi. Il risultato complessivo effettivamente conseguito con le due ricordate manovre è attualmente valutabile in poco più di 41.000 miliardi in ragione d'anno (contro 62.200 previsti), cui andrebbero aggiunti 5.700 miliardi per la parte di dismissioni patrimoniali ancora da attuare e per le misure amministrative concernenti la riscossione coattiva di alcuni tributi previste dalla manovra da maggio.

Nel mese di giugno veniva accertato un ulteriore allargamento dello squilibrio tendenziale nei conti pubblici, dovuto ai versamenti inferiori alle attese dell'autotassazione di maggio, presumibilmente dovuti ai riflessi, più accentuati del previsto, del rallentamento della congiuntura sulla redditività delle imprese e sui redditi dei lavoratori autonomi del 1990, e alla dinamica della spesa nel comparto sanitario (rispettivamente, mancati introiti per 6.500 e maggiori spese per 1.700 miliardi). Il fabbisogno tendenziale dell'anno saliva pertanto da 190.000 (secondo la valutazione della Relazione di cassa del marzo scorso) a quasi 199.000 miliardi. La previsione di fabbisogno per il 1991, tenuto conto dell'incidenza effettiva della duplice manovra (comprese le dismissioni e le suddette misure amministrative), era dunque valutabile in poco più di 152.000 miliardi.

Alla fine di settembre è stato varato il terzo pacchetto di misure (in parte comprese nel disegno di legge finanziaria per il 1992), contenente i seguenti principali provvedimenti: l'anticipo all'anno in corso dell'Invim decennale (che grava sulle imprese e la cui riscossione sarebbe dovuta avvenire nel 1993); la so-

sensione della facoltà di commisurare i versamenti di acconto dell'Irpef e dell'Ilor delle persone fisiche del novembre prossimo ai redditi attesi dell'esercizio in corso; l'aumento dell'aliquota dell'imposta sostitutiva sui depositi a risparmio e sui certificati di deposito (di durata non superiore a 12 mesi). Nel complesso, nelle valutazioni ufficiali la terza fase della manovra dovrebbe apportare 10.500 miliardi, comprimendo il fabbisogno dell'anno verso il nuovo obiettivo di 141.000 miliardi.

Le tre manovre inciderebbero quindi sulle occorrenze finanziarie del 1991 per 57.000 miliardi (pari al 4 per cento del PIL), di cui 26.000 imputabili al gettito tributario (1,9 per cento del PIL). La componente temporanea della manovra complessiva è pari a circa 30.500 miliardi, di cui oltre 19.000 attribuibile alle entrate tributarie. Le principali misure temporanee comprendono quasi l'intero pacchetto della terza fase della manovra (oltre 10.000 miliardi), poco meno di un terzo della manovra di maggio (oltre 4.000 miliardi), l'anticipo al mese di dicembre dell'ultimo versamento dell'Iva per l'anno in corso (5.800 miliardi) e le dismissioni patrimoniali (5.600 miliardi).

Sulla base degli andamenti in corso, nonostante lo scostamento dei risultati del complesso della manovra dagli obiettivi e i riflessi negativi del rallentamento dell'attività economica sulle entrate, il saldo al netto degli interessi dovrebbe risultare in sostanziale pareggio (tav. 13), contro quasi 12.000 miliardi di avanzo previsto. Alla riduzione rispetto al 1990 contribuirà precipuamente l'incremento della pressione fiscale, che, sebbene decurtato di poco meno di mezzo punto percentuale rispetto alle attese, sarebbe comunque dell'ordine di 2 punti percentuali del PIL, in forza degli inasprimenti discrezionali introdotti con le ricordate manovre. Come si è detto, peraltro, la parte preponderante dell'inasprimento, in particolare quella concentrata sulle imprese e sul lavoro autonomo, ha carattere temporaneo (equivalente a circa 1,4 punti percentuali del prodotto). La crescita del rapporto tra debito pubblico e PIL sarebbe dell'ordine di circa 3 punti percentuali, non inferiore all'espansione registrata nel 1990; il livello salirebbe a quasi il 104 per cento del prodotto. L'incidenza della spesa pubblica sul PIL aumenterebbe di quasi un punto percentuale, oltrepassando il 54 per cento del prodotto;

poco meno della metà dell'incremento sarebbe ascrivibile all'espansione della spesa diversa dagli interessi passivi.

Tav. 13

Saldi finanziari del settore statale
(miliardi di lire e valori percentuali)

VOCI	1989	1990	1991 (1)
Fabbisogno al netto delle regolazioni di debiti pregressi	132.335	140.431	141.000
<i>In % del PIL</i>	11,1	10,7	10,0
Regolazioni in contanti	1.065	249	....
Regolazioni in titoli	454	4.582	....
Fabbisogno complessivo	133.854	145.262	141.000
<i>In % del PIL</i>	11,2	11,1	10,0
Fabbisogno al netto degli interessi e delle regolazioni ...	27.066	15.112	2.760
<i>In % del PIL</i>	2,3	1,2	0,2
Disavanzo corrente	78.778	91.007	94.500
<i>In % del PIL</i>	6,6	7,0	6,7

(1) Stime indicate nella Relazione previsionale e programmatica per il 1992.

Nei primi nove mesi dell'anno la quota di fabbisogno coperta mediante il collocamento di titoli è salita dal 79,8 per cento a quasi l'86 per cento. Il principale contributo è venuto dal collocamento dei titoli a medio e a lungo termine, la cui quota sul totale dei mezzi di copertura è salita dal 49,4 al 78 per cento. Di converso, il peso dei titoli a breve (BOT e BTE) si è ridotto di oltre 22 punti percentuali, arrivando a coprire solo poco meno dell'8 per cento del fabbisogno. Il collocamento è avvenuto a tassi in media inferiori a quelli prevalenti nello stesso periodo dell'anno precedente; il rendimento all'emissione dei titoli a reddito fisso è sceso di quasi mezzo punto percentuale, quello dei BOT è lievemente salito (circa 2 decimi di punto). Inoltre, la persistente tendenza flettente dei rendi-

menti ha favorito lo spostamento degli investitori verso le scadenze più lontane. L'espansione della quota di titoli a medio e a lungo termine e la preferenza per le scadenze più lunghe hanno determinato l'allungamento della vita media residua dei titoli di Stato in circolazione, portatasi a 2 anni e 8 mesi alla fine di settembre.

L'aumento del classamento interno ha parzialmente compensato la diminuzione dell'apporto della raccolta di fondi all'estero (ridottasi dal 14,4 al 6 per cento). In declino è risultata anche la quota coperta dalla raccolta postale (dal 5 per cento al 2,1). L'ampliamento del ricorso al conto corrente di tesoreria (pari al 2,2 per cento del totale del fabbisogno), a fronte della diminuzione avvenuta nello stesso periodo del 1990 (-2,5 per cento), riflette l'andamento meno favorevole del fabbisogno nella prima parte dell'anno rispetto allo stesso periodo del 1990 (fig. 17), sia per l'inattesa flessione degli incassi dell'autotassazione del maggio scorso, sia per la concentrazione nell'ultimo trimestre dell'anno di parte degli effetti della manovra per il 1991. L'ampliamento del ricorso al conto corrente ha ridotto il margine disponibile alla fine di settembre a circa 8.600 miliardi, contro 9.100 dello stesso mese del 1990. Tenuto conto dello scoperto di tesoreria, la consistenza del debito pubblico detenuto dalla Banca d'Italia è lievemente diminuita rispetto al livello raggiunto alla fine del 1990 (la consistenza dei titoli di Stato si è ridotta di poco più di 4.000 miliardi).

Fig. 17



Tav. 14

Incassi tributari dello Stato (1)

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

VOCI	gennaio-giugno		1991	gennaio-settembre		1991
	1990	1991 (2)	1990	1990	1991 (2)	1990
Imposte dirette						
Imposta sul reddito delle persone fisiche	54.451	61.196	12,4	78.099	85.978	10,1
di cui: <i>ritenute dipendenti pubblici</i>	8.528	10.088	18,3	13.524	15.743	16,4
<i>ritenute su retribuzioni private e pensioni</i>	27.980	33.245	18,8	43.918	49.635	13,0
<i>autotassazione saldo</i>	6.980	6.359	-8,9	6.991	6.402	-8,4
» <i>anticipo</i>	4.886	5.030	2,9	4.897	5.061	3,3
Imposta sul reddito delle persone giuridiche	7.709	7.010	-9,1	11.018	10.675	-3,1
di cui: <i>autotassazione saldo</i>	3.482	3.205	-8,0	5.075	5.138	1,2
» <i>anticipo</i>	4.007	3.551	-11,4	5.614	5.198	-7,4
Imposta locale sui redditi	10.501	9.300	-11,4	12.812	11.807	-7,8
di cui: <i>persone fisiche</i>	4.641	4.033	-13,1	4.674	4.052	-13,3
<i>autotassazione saldo</i>	2.728	2.499	-8,4	2.752	2.515	-8,6
» <i>anticipo</i>	1.913	1.534	-19,8	1.922	1.537	-20,0
<i>persone giuridiche</i>	5.504	4.894	-11,1	7.624	7.250	-4,9
<i>autotassazione saldo</i>	2.457	2.146	-12,7	3.478	3.351	-3,7
» <i>anticipo</i>	3.047	2.748	-9,8	4.146	3.899	-6,0
Imposta sostitutiva sugli interessi	9.424	8.834	-6,3	17.924	19.706	9,9
di cui: <i>su interessi dei depositi bancari</i>	3.223	2.307	-28,4	8.410	7.839	-6,8
<i>su interessi dei titoli pubblici (3)</i>	4.294	4.331	0,9	6.557	8.288	26,4
Ritenute sugli utili distribuiti	1.436	1.433	-0,2	2.273	2.331	2,6
Altre (4)	925	1.451	56,9	1.162	2.455	111,3
Totale ...	84.446	89.224	5,7	123.288	132.952	7,8
Imposte indirette						
Imposta sul valore aggiunto (5)	45.606	47.100	3,3	64.771	69.607	7,5
Altre imposte sugli affari (6)	12.842	14.486	12,8	18.186	20.320	11,7
Imposte di fabbricazione sugli oli minerali	14.573	15.589	7,0	22.329	24.059	7,7
Altre imposte di fabbricazione e consumo (6)	3.041	5.291	74,0	4.936	8.164	65,4
Imposta sul consumo dei tabacchi	2.940	3.093	5,2	4.417	4.582	3,7
Lotto e lotterie	1.412	1.600	13,3	1.942	2.354	21,2
Altre	48	44	-8,3	70	77	10,0
Totale ...	80.462	87.203	8,4	116.651	129.163	10,7
Totale incassi tributari ...	164.908	176.427	7,0	239.939	262.115	9,2

Fonti: Banca d'Italia e Ministero del tesoro.

(1) Al netto di aggi esattoriali e commissioni bancarie e delle regolazioni contabili con le regioni a statuto speciale. - (2) Dati provvisori. - (3) I dati sono rettificati per tener conto dei ritardi di contabilizzazione. - (4) Nel 1991 è compresa la rivalutazione dei beni d'impresa e lo smobilizzo dei fondi in sospensione d'imposta per un importo pari a 491 miliardi nei primi sei mesi e 1.094 miliardi nei primi nove mesi. - (5) Comprende il gettito affluito alle contabilità speciali di Tesoreria e quello destinato alla CEE. - (6) Comprende i proventi delle addizionali (erariale e a favore degli enti locali) sui consumi di energia elettrica nonché la parte del gettito della tassa automobilistica erariale da devolvere agli enti locali.

Le entrate e le spese statali

Nei primi nove mesi dell'anno gli incassi tributari dello Stato hanno raggiunto 262.120 miliardi, con una crescita del 9,2 per cento rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente (tav. 14).

Il ritmo di sviluppo delle imposte dirette (aumentate del 7,8 per cento) ha risentito della flessione dei versamenti dell'autotassazione di maggio; è mancata anche la gran parte del gettito atteso dai provvedimenti di rivalutazione dei beni di impresa e di svincolo dei fondi in sospensione di imposta varati con la legge finanziaria per il 1991. Di converso, la manovra correttiva (rafforzata dalle misure del maggio scorso) e gli effetti dei provvedimenti del maggio 1990 hanno trainato l'espansione delle imposte indirette (accresciutesi del 10,7 per cento), in virtù degli aumenti discrezionali delle accise (segnatamente, delle imposte di fabbricazione sugli oli minerali e dell'imposta di bollo).

Il principale sostegno alla crescita del gettito delle imposte dirette è venuto dall'Irpef, cresciuta del 10,1 per cento nei primi nove mesi dell'anno. La definizione di alcuni rinnovi contrattuali del settore privato avvenuta alla fine del 1990 e gli effetti di trascinarsi dei contratti pubblici siglati nello stesso anno hanno contribuito ad accelerare, più del previsto, la crescita delle ritenute alla fonte sui redditi da lavoro dipendente (pubblico e privato) e sulle pensioni (accresciutesi complessivamente del 14 per cento); anche le ritenute alla fonte sui redditi dei lavoratori autonomi hanno fatto segnare una crescita abbastanza sostenuta (13,2 per cento).

Il profilo discendente del ciclo economico nel 1990 sembra aver concorso in modo determinante alla flessione dei versamenti dell'autotassazione e dell'acconto del maggio scorso. In particolare, ad accentuare la caduta del gettito sarebbe stato l'effetto combinato del drastico rallentamento della crescita degli utili delle imprese e dei redditi dei lavoratori autonomi e dell'adeguamento solo parziale degli acconti versati nel 1990 alle prospettive di redditività dell'esercizio allora in corso. La parzialità dell'adeguamento pare sia stata relativamente più frequente per le imprese minori e per i lavoratori autonomi.

Nonostante l'inasprimento delle rendite catastali (25 per cento) e dei coefficienti presuntivi di reddito dei lavoratori autonomi e delle imprese minori attuato con la manovra per il 1991, i versamenti del saldo dell'autotassazione dell'Irpef e dell'Ilor delle persone fisiche sono diminuiti per entrambi i tributi (8,5 per cento). Tenuto conto dei ricordati effetti della manovra e della maggiore incidenza dei redditi catastali sulla base imponibile effettiva dell'Ilor (nonché degli acconti versati nel 1990), l'andamento del gettito sottende una sostanziale stazionarietà dei redditi dei lavoratori autonomi e delle imprese minori. Alla flessione degli incassi ha anche contribuito lo scomputo da parte dei contribuenti dei crediti di imposta dell'Irpef (valutabili nell'ordine di 500-1.000 miliardi), formati con la dichiarazione dei redditi del maggio 1990 in seguito agli sgravi prodotti dalla revisione delle aliquote e delle detrazioni promulgata nel 1989. Infine, i versamenti di acconto dell'Ilor delle persone fisiche (ridottisi del 20 per cento) hanno risentito dell'esenzione dall'imposta accordata con la legge finanziaria (in seguito a varie sentenze della Corte Costituzionale) ai redditi di alcune categorie di imprese minori prodotti a partire dal 1991.

Una sostanziale stazionarietà ha contraddistinto anche l'evoluzione degli imponibili (impliciti nella dinamica del gettito) delle persone giuridiche. Il ristagno della redditività delle imprese nell'esercizio 1990 è rispecchiata anche dalla modesta crescita delle ritenute sugli utili distribuiti.

Il gettito dell'autotassazione dell'Irpeg è rimasto pressoché invariato rispetto allo stesso periodo del 1990. La flessione dell'acconto riflette essenzialmente il declino di redditività dell'esercizio 1990. I proventi derivanti dalle misure di rivalutazione dei beni di impresa e di emersione dei fondi in sospensione di imposta, che, nelle attese della manovra, avrebbero dovuto apportare 8.400 miliardi, hanno fruttato solo poco meno di 1.100 miliardi (appostati, nella tav. 14, tra le altre imposte dirette).

Le entrate derivanti dall'imposta sostitutiva sono aumentate del 9,9 per cento circa, in virtù del ritmo di crescita sostenuto delle ritenute sui titoli pubblici, salite del 26,4 per cento. Poco più della metà dell'aumento è imputabile alla dilatazione dello *stock* di titoli in circolazione, il resto al rinnovo di titoli esenti con

titoli tassati. In crescita sostenuta sono risultate anche le ritenute sugli interessi delle obbligazioni emesse dagli ICS e dalle imprese. Al contrario, gli introiti derivanti dalle ritenute sugli interessi dei depositi bancari sono diminuiti del 6,8 per cento, a causa della compensazione dei crediti di imposta maturati (stimabili in poco più di 500 miliardi) in occasione del versamento della prima rata di acconto intervenuto alla fine di giugno.

Le tasse e le imposte sugli affari, interessate dagli inasprimenti attuati dalla manovra per il 1991, sono cresciute dell'8,4 per cento. Il confronto è peraltro alterato dagli slittamenti, provocati dalle agitazioni sindacali nel settore bancario, di parte del gettito dell'Iva (per 1.000-1.500 miliardi) di pertinenza dell'esercizio 1989, che hanno gonfiato il gettito del 1990. Al netto di questo effetto, il ritmo di crescita del gettito sarebbe di circa il 10 per cento. Anche l'Iva, in virtù della menzionata correzione, aumenterebbe nel complesso della stessa percentuale. La parte proveniente dalle importazioni (salita del 9,7 per cento) ha risentito degli effetti della riduzione dei termini di versamento dell'imposta riscossa in dogana (introdotta con la manovra di maggio). Tali effetti hanno accelerato il gettito del mese di settembre; fino ad agosto, la crescita dei primi otto mesi era pressoché in linea con la dinamica relativamente lenta del valore delle importazioni (salito del 4,3 per cento nel periodo in questione). La parte incassata sugli scambi interni (cresciuta di oltre il 10 per cento) non si discosta significativamente dall'evoluzione dei consumi nominali. La lieve accelerazione degli incassi del mese di settembre è dovuta agli effetti dell'inasprimento delle aliquote dell'Iva, varati con la manovra di maggio e finalizzati al graduale avvicinamento all'armonizzazione comunitaria. Tali effetti sono stati solo parzialmente compensati, in via temporanea, dalla proroga dell'aliquota agevolata per le calzature disposta alla fine del 1990.

L'accelerazione delle altre imposte sugli affari, salite dell'11,7 per cento, è imputabile agli inasprimenti dell'imposta di bollo, delle tasse automobilistiche regionali e del canone RAI varati contestualmente alla legge finanziaria per il 1991; i maggiori incassi sono valutabili in oltre 2.000 miliardi.

Anche le imposte sulla produzione e sul consumo, salite del 17,2 per cento, sono state sospinte dagli

inasprimenti varati con la manovra per il 1991; gli aumenti delle aliquote hanno interessato pressoché tutto lo spettro della base imponibile. In termini di gettito, il flusso di incremento più rilevante proviene dagli oli minerali e dall'imposta di consumo sul metano, che risente del pieno esplicarsi degli effetti dell'innalzamento dell'aliquota disposto nel maggio del 1990 (valutabili in poco più di 1.000 miliardi). Il gettito dell'imposta di fabbricazione sugli oli minerali è salito del 7,7 per cento, nonostante l'estensione dei termini di versamento concessa all'inizio dell'anno (valutabili 1.400 miliardi). Esso è stato sospinto dall'aumento dell'aliquota del gasolio, innalzata in media del 25 per cento rispetto ai primi nove mesi del 1990. Assai più contenuto è risultato il corrispondente incremento medio dell'aliquota della benzina (circa il 5 per cento), nonostante gli aumenti sostenuti del primo trimestre in seguito alla fiscalizzazione delle riduzioni del prezzo industriale, legate alla discesa dei corsi petroliferi avvenuta dopo la fine della crisi del Golfo. Alla fine di settembre, tuttavia, questa aliquota è ritornata su livelli lievemente inferiori a quelli stabiliti con la legge finanziaria alla fine del 1990, a causa delle ripetute defiscalizzazioni attuate negli ultimi sei mesi volte a compensare la crescita del prezzo alla produzione.

Sulla base degli andamenti in corso, la crescita delle entrate tributarie del 1991 dovrebbe superare il 15 per cento. La pressione tributaria dovrebbe salire di circa 1,8 punti percentuali, raggiungendo il 26,5 per cento. Se le tendenze in atto risultassero confermate a consuntivo, la pressione tributaria sarebbe inferiore di circa 0,4 punti percentuali del PIL rispetto all'obiettivo fissato nel Documento di programmazione del maggio scorso.

Nel primo semestre del 1991 le erogazioni del settore statale sono risultate pari a 284.650 miliardi, con un aumento del 10,2 per cento sullo stesso periodo dell'anno precedente (tav. 15). La crescita è stata particolarmente sostenuta per i pagamenti in conto capitale (15,2 per cento) e per gli interessi (12,7 per cento). Le spese correnti al netto degli interessi sono cresciute a un tasso pari al 10 per cento; le partite finanziarie si sono ridotte dell'11,3 per cento.

Rispetto al primo semestre 1990, le spese per il personale in servizio sono aumentate del 7,2 per cen-

to, un tasso di crescita lievemente inferiore a quello atteso per l'intero anno. L'operare della contingenza ha determinato circa 3 punti percentuali di aumento; l'occupazione dovrebbe essere cresciuta di circa mezzo punto. Gran parte dell'aumento residuo deriva dall'entrata a regime degli aumenti contrattuali relativi al periodo 1988-1990; nel secondo semestre del 1990 e nel primo di quello in corso, infatti, sono state erogate le ultime *tranches* dei benefici previste dagli accordi.

La spesa per interessi, corretta per tener conto degli sfasamenti nelle contabilizzazioni delle ritenute sugli interessi dei titoli di Stato (valutabili in circa 1.300 miliardi), è risultata pari a 68.000 miliardi, con un aumento del 14,8 per cento rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente.

Gli oneri sui BOT (il 29 per cento della spesa complessiva) sono aumentati del 6,4 per cento; tale dinamica rispecchia il limitato ricorso ai BOT nella copertura del fabbisogno del primo semestre; i tassi del semestre sono risultati sostanzialmente equivalenti a quelli del corrispondente periodo del 1990. La spesa per interessi sui CCT (il 42 per cento del totale) è aumentata del 20,4 per cento; dalla variazione delle consistenze sono derivati quasi 14 punti della crescita degli oneri; il residuo incremento è attribuibile all'andamento dei tassi dei BOT, che si riflette sulle cedole dei CCT con un ritardo medio di circa un anno. Infine, gli interessi sui BTP (pari a quasi il 15 per cento della spesa complessiva) sono aumentati dell'1,7 per cento; la riduzione della consistenza registrata nei dodici mesi terminanti a dicembre 1990 (pari al 6,5 per cento) è stata più che compensata dall'innalzamento del livello delle cedole.

Gli acquisti di beni e servizi si sono ridotti dell'1 per cento; tale andamento è in parte da attribuire agli interventi operati sugli stanziamenti nell'ambito della legge finanziaria, in parte riflette un contingente accumulato in tesoreria dei pagamenti di bilancio.

I trasferimenti correnti alle regioni sono cresciuti del 22,4 per cento; gran parte dell'incremento è imputabile al finanziamento del fondo sanitario nazionale, i cui stanziamenti sono stati adeguati con la legge finanziaria per il 1991 (circa 10.000 miliardi), al fine di ridurre la formazione di debiti sommersi. I trasferimenti agli enti previdenziali sono aumentati dell'11,3

per cento; quelli all'INPS, al netto degli oneri fiscalizzati, sono cresciuti del 12 per cento, raggiungendo i 21.080 miliardi. Tenendo conto della quota dei contributi di pertinenza del Fondo sanitario nazionale imputabile al primo semestre, ma ancora non versata dall'INPS al bilancio dello Stato, lo squilibrio dei conti dell'Istituto è risultato in questo periodo all'interno dei 6/13 dei trasferimenti in favore dell'INPS previsti per l'intero anno (58.500 miliardi).

Tav. 15

**Conto consolidato di cassa del settore statale:
principali poste della spesa**
(miliardi di lire e variazioni percentuali
sullo stesso periodo dell'anno precedente)

VOCI	1990 I sem.	1991 I sem.	I sem. 1991 I sem. 1990
Pagamenti correnti	228.347	252.701	10,7
Personale:	55.070	59.741	8,5
di cui: in servizio	42.064	45.106	7,2
Acquisto di beni e servizi ..	11.523	11.412	-1,0
Trasferimenti	94.015	105.928	12,7
di cui: a enti previdenziali	22.064	24.565	11,3
a regioni	37.141	45.451	22,4
a comuni e prov. ..	16.860	16.313	-3,2
a famiglie	8.049	8.227	2,2
a imprese	5.421	5.943	9,6
Interessi	59.239	66.742	12,7
Pagamenti in conto capitale	20.558	23.678	15,2
di cui: Capitali fissi	7.702	9.077	17,9
Trasferimenti	12.661	14.025	10,8
Partite finanziarie	9.314	8.266	-11,3
di cui: Partecipazioni e conferimenti	440	1.056	140,0
Mutui e anticipazioni	8.874	6.635	-25,2
Totale pagamenti	258.219	284.645	10,2

Fonte: Relazione trimestrale presentata dal Ministro del tesoro sulla situazione di cassa al 30 giugno 1991.

La dinamica delle occorrenze finanziarie degli enti previdenziali è stata influenzata in senso espansivo dall'ampio scarto fra le rivalutazioni apportate alle pensioni nel corso del 1990, sulla base del tasso di inflazione programmato, e quelle calcolate al termine dell'anno sulla base del tasso effettivo; per recuperare

tale scarto, all'inizio dell'anno in corso le pensioni sono state rivalutate di circa il 2,7 per cento e sono stati effettuati pagamenti a titolo di conguaglio pari a quasi l'1,2 per cento del loro ammontare annuo complessivo. La spesa è stata inoltre accresciuta dagli effetti della legge n. 59 del 27 febbraio 1991, che ha stabilito che le pensioni superiori al minimo dell'INPS e quelle per i dipendenti statali e degli enti locali siano gradualmente rivalutate secondo coefficienti collegati all'anno di liquidazione. Non è invece stata apportata la rivalutazione connessa con la crescita delle retribuzioni in termini reali; per il secondo anno consecutivo, l'indice utilizzato per il calcolo dell'adeguamento non ha infatti registrato variazioni nel periodo di riferimento.

L'aumento dei trasferimenti agli enti previdenziali è stato limitato dall'elevato tasso di crescita del gettito contributivo (11,6 per cento), che nel complesso dell'anno dovrebbe superare di circa un punto quello della base imponibile. La dinamica delle entrate contributive del primo semestre è stata contenuta dalla riduzione delle aliquote a carico dei datori di lavoro del settore manifatturiero (1,2 punti percentuali nel Centro-Nord e 2,1 punti percentuali nel Mezzogiorno). Di converso, hanno operato in senso espansivo l'istituzione di un contributo (dello 0,9 per cento) volto a finanziare la Cassa integrazione straordinaria, gli

inasprimenti delle aliquote previdenziali dei lavoratori degli enti locali e gli introiti del condono contributivo disposto nel settembre 1990 (circa 1.500 miliardi). A partire da maggio, sono state inoltre accresciute dello 0,25 per cento le aliquote previdenziali a carico dei lavoratori dipendenti; contestualmente, è stato aumentato dal 12 al 13 per cento il medesimo contributo dovuto dai lavoratori autonomi.

Nell'ambito delle spese in conto capitale, gli investimenti diretti sono aumentati del 17,9 per cento, da 7.700 a 9.100 miliardi; l'aumento è interamente attribuibile alla sostenuta crescita delle erogazioni delle aziende autonome e dell'Ente ferrovie dello Stato, passate da 4.500 a 5.800 miliardi.

La riduzione delle partite finanziarie, passate da 9.300 a 8.300 miliardi, riflette la forte caduta dei mutui erogati dalla Cassa depositi e prestiti per il ripiano dei disavanzi delle USL (passati da 2.300 a 500 miliardi). In seguito ai limiti introdotti sulle concessioni di mutui agli enti locali, le erogazioni della Cassa a tale titolo sono scese a 3.850 miliardi (tra il primo semestre del 1989 e il primo semestre del 1990 le concessioni erano passate da 5.200 a 4.180 miliardi). Di converso, sono aumentate le erogazioni per partecipazioni e conferimenti e i mutui della Cassa DD.PP. alle Aziende Autonome.

I mercati monetari e finanziari

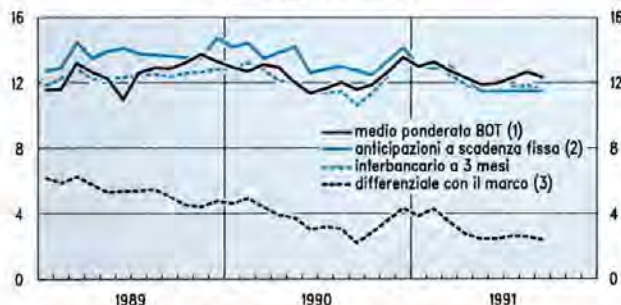
La politica monetaria

L'esaurirsi, nei primi mesi dell'anno, delle pressioni valutarie, anche in seguito all'indebolimento del marco nei confronti del dollaro, ha reso possibile un allentamento delle tensioni sul mercato monetario: i tassi interbancari a tre mesi si sono ridotti, nel primo quadrimestre, di quasi due punti percentuali, fino all'11,8 per cento; il differenziale con i tassi tedeschi è sceso sotto il 3 per cento (fig. 18). I tassi bancari attivi sono invece rimasti elevati fino ad aprile; l'aggiustamento verso il basso è stato favorito, a metà maggio, dalla riduzione del tasso di sconto, dal 12,5 all'11,5 per cento. L'aumento dell'inflazione e l'aggravarsi del disavanzo pubblico hanno peraltro reso necessario mantenere un orientamento restrittivo della politica monetaria; i tassi d'interesse e di cambio reali si sono collocati, nella primavera, vicino ai livelli massimi dell'anno precedente (fig. 19).

tative di aumento dei tassi ufficiali in Germania hanno sospinto nuovamente al rialzo i tassi sui titoli di Stato. Pur in presenza di una domanda ancora sostenuta, nel bimestre giugno-luglio i rendimenti d'asta sono aumentati di oltre 6 decimi di punto sui BTP a scadenza settennale e decennale, e in misura lievemente inferiore sui CCT. Nel comparto dei BOT, i tassi di aggiudicazione sono gradualmente aumentati, dal minimo toccato a metà giugno, fino ad agosto. Anche la lira si è temporaneamente indebolita, scendendo all'inizio di agosto al di sotto della parità centrale col marco. La politica monetaria ha trasmesso al mercato un segnale di stabilità; graduando l'offerta di finanziamenti temporanei si è consentito che i deflussi valutarie determinassero una moderata restrizione delle condizioni di liquidità (cfr. il riquadro: *Gli interventi della Banca d'Italia sul mercato monetario*).

Fig. 18

Tassi d'interesse a breve termine e differenziale con il marco (valori percentuali)

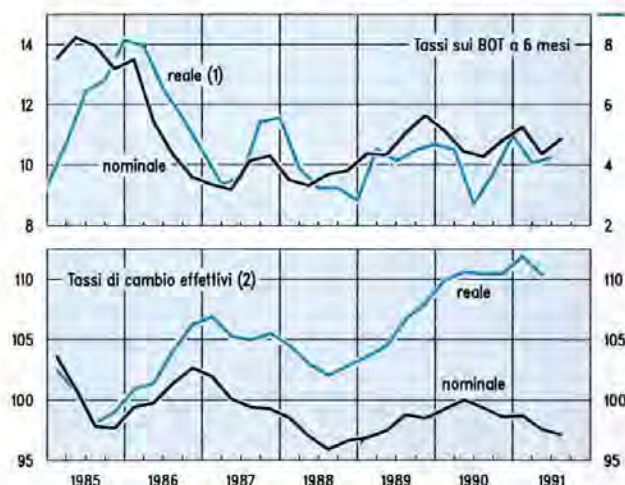


(1) Media ponderata dei rendimenti semplici di aggiudicazione al lordo d'imposta. - (2) Media ponderata dei tassi effettivi. - (3) Differenziale fra il tasso interbancario italiano a 3 mesi e il corrispondente tasso tedesco.

Da giugno, la percezione del mercato di un divario crescente fra l'andamento dei conti del Tesoro e gli obiettivi della legge finanziaria e il formarsi di aspet-

Fig. 19

Tassi d'interesse e di cambio nominali e reali (valori percentuali e indici 1985=100)



(1) Deflazionato con la variazione effettiva dei prezzi al consumo nei sei mesi successivi al periodo di rilevazione del tasso, espressa in ragione annua; i dati dell'ultimo trimestre sono parzialmente stimati. - (2) Indici del tasso di cambio effettivo della lira rispetto alle valute dei 14 principali partners commerciali dell'Italia; il cambio reale è basato sui prezzi alla produzione dei manufatti. Un aumento degli indici indica apprezzamento (perdita di competitività per il cambio reale).

I fattori di tensione si sono allentati subito dopo l'annuncio, da parte della Bundesbank, di un aumento moderato dei tassi ufficiali. Nelle settimane successive i rendimenti interbancari e quelli sui titoli si sono ridotti su tutte le scadenze; la lira si è apprezzata nello SME, collocandosi, nella media di settembre, poco sopra la parità centrale col marco tedesco.

Tav. 16

Base monetaria
(variazioni in miliardi di lire)

VOCI	1990 (1)		1991 (2)
	Gen.-Set.	Anno	Gen.-Set.
Creazione			
Estero	23.801	15.454	3.589
Tesoro	-2.326	-1.383	-9.761
<i>Fabbisogno</i>	<i>83.439</i>	<i>145.262</i>	<i>104.585</i>
<i>(escluse regolazioni debiti pregressi)</i>	<i>83.225</i>	<i>140.431</i>	<i>104.572</i>
<i>Titoli sul mercato</i>	<i>-66.698</i>	<i>-114.648</i>	<i>-101.474</i>
<i>Raccolta postale e debiti esteri (3)</i>	<i>-19.067</i>	<i>-31.997</i>	<i>-12.872</i>
Mercato aperto	-12.649	2.392	7.423
Rifinanziamento alle aziende di credito	-1.371	1.260	-3.712
Altri settori	-4.498	-4.048	-1.808
Totale ...	2.957	13.675	-4.269
Utilizzo			
Circolante	-3.934	1.780	443
Riserve bancarie	6.891	11.895	-4.711
Depositi presso B.I.	8.020	10.745	-2.816
- per memoria: riserva obbligatoria (4) .	8.342	13.026	-2.510
Altre voci (5)	-1.130	1.150	-1.895

(1) I dati risentono dell'espansione anomala della base monetaria verificatasi a seguito degli scioperi bancari di fine 1989. - (2) Dati provvisori. - (3) Include le altre voci minori. - (4) Dall'ottobre del 1990, obbligo medio di riserva; include, fino al maggio del 1991, la riserva obbligatoria sulla raccolta netta in valuta. - (5) Cassa contante e margine disponibile sulle anticipazioni ordinarie.

Nei primi nove mesi dell'anno, la base monetaria ha subito una contrazione di 4.300 miliardi, contro l'aumento di 3.000 registrato nell'analogo periodo del 1990 (tav. 16). Il diverso andamento è dovuto principalmente a due fattori, di segno opposto. Da una parte, le riserve obbligatorie si sono ridotte di 2.500 miliardi, contro un aumento di 8.300 nei primi tre tri-

mestri del 1990; questa dinamica è attribuibile in parti uguali agli effetti dei provvedimenti di maggio, che hanno escluso dall'obbligo di riserva la raccolta netta in valuta e le operazioni "pronti contro termine" delle aziende di credito, e alla decelerazione verificatasi nella crescita degli aggregati monetari. D'altra parte, il circolante è cresciuto di 400 miliardi, contro una riduzione di 3.900 dell'anno precedente, all'inizio del quale aveva risentito dell'espansione anomala dovuta agli scioperi bancari. Dal lato della creazione, il contributo del canale estero è risultato molto inferiore a quello del 1990 (3.600 miliardi contro 23.800 nei primi nove mesi), mentre il finanziamento monetario del Tesoro è stato fortemente negativo (9.800 miliardi contro 2.300); l'effetto di questi due canali è stato parzialmente compensato dalla creazione di base monetaria da parte del mercato aperto (7.400 miliardi contro un valore negativo di 12.600). Il tasso di incremento annuo destagionalizzato della base monetaria, calcolato su dati medi e corretto per tenere conto della riduzione di giugno nell'obbligo medio di riserva, è stato nei primi tre trimestri del 9,2 per cento, contro il 10,1 dell'intero anno precedente (tav. 17).

Tav. 17

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

VOCI	1990		1991 (2)
	Gen.-Set.	Anno	Gen.-Set.
Riserve bancarie (3) .	8,5	10,4	7,5
Base monetaria (3) ..	9,7	10,1	9,2
Depositi bancari	8,7	9,2	5,9
Moneta (M2)	9,6	9,9	7,1

(1) Annualizzate e al netto della componente stagionale. I dati delle riserve bancarie e della base monetaria sono calcolati come medie di dati giornalieri nel periodo di mantenimento della riserva obbligatoria, quelli dei depositi e della moneta come medie nel mese di calendario. - (2) Dati provvisori. - (3) Dati aggiustati per la variazione del coefficiente di riserva obbligatoria.

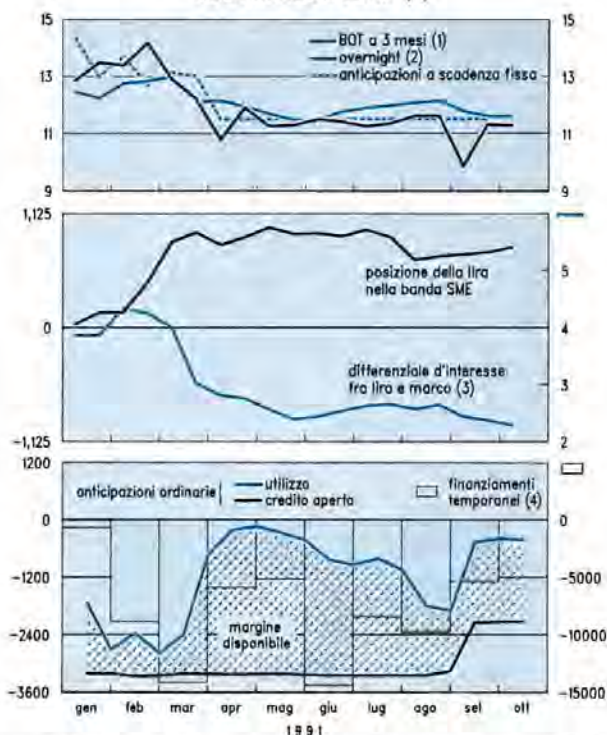
Nei nove mesi terminanti a settembre la moneta (M2) è cresciuta, in ragione annua e su dati medi mensili, del 7,1 per cento, contro il 9,9 del 1990. A mantenere l'aggregato entro la fascia-obiettivo, fissata per quest'anno fra il 5 e l'8 per cento (fig. 20), hanno contribuito, oltre al livello in media più elevato dei tassi a breve termine, il rallentamento dell'attività econo-

Gli interventi della Banca d'Italia sul mercato monetario

Nel bimestre marzo-aprile, sostenuta anche dal recupero del dollaro, la lira si è ripresa, ritornando a essere, per la prima volta dal settembre del 1990, la valuta più forte fra quelle appartenenti alla banda stretta. La Banca d'Italia non ha compensato per intero gli effetti monetari degli afflussi valutari, determinando condizioni di liquidità più distese. Il differenziale d'interesse a tre mesi con il marco si è assottigliato di circa un punto e mezzo rispetto a febbraio, portandosi al di sotto del 3 per cento (cfr. figura). La flessione dei tassi interbancari si è trasmessa all'intera struttura dei rendimenti dei titoli pubblici: il tasso di aggiudicazione dei BOT, al netto dell'imposta, è passato dall'11,4 per cento di febbraio al 10,7 di aprile, mentre quello sui BTP settennali si è portato nello stesso periodo dal 12,2 all'11,2 per cento.

La lira si è mantenuta in posizione di forza anche agli inizi di maggio, dopo la riduzione di mezzo punto del tasso di sconto negli Stati Uniti e le conseguenti pressioni al ribasso sul dollaro. Alla metà del mese, all'indomani dell'approvazione da parte del Governo della manovra di bilancio volta a ricondurre il disavanzo previsto verso l'obiettivo programmato per il 1991, il tasso ufficiale di sconto è stato ridotto dal 12,5 all'11,5 per cento. Contestualmente, gli strumenti di controllo della politica monetaria sono stati rafforzati, attribuendo alla Banca d'Italia la potestà di variare, in relazione alle condizioni di liquidità, la maggiorazione del tasso sulle anticipazioni a scadenza fissa rispetto a quello base entro un valore di 1,75 punti percentuali; inizialmente è stata fissata una maggiorazione nulla. Le operazioni "pronti contro termine" delle banche con la clientela e la riserva sulla raccolta netta in valuta sull'estero sono state escluse dall'aggregato di riferimento della riserva obbligatoria. La riduzione del tasso ufficiale, pur in larga parte anticipata dal mercato, si è riflessa sui tassi di aggiudicazione dei BOT, diminuiti in media di 3 decimi, al 10,2 per cento netto. I rendimenti sulle scadenze più lunghe hanno subito decurtazioni dell'ordine di 4 decimi. Nonostante l'ulteriore restringimento del differenziale a breve termine, sceso nei confronti del marco attorno ai 2,5 punti, la lira ha mantenuto la propria posizione nella fascia alta dello SME.

Tassi di mercato monetario, posizione della lira nella banda dello SME e finanziamenti della Banca d'Italia (*)



(*) Medie quindicinali di osservazioni giornaliere, ad eccezione del tasso sui BOT a 3 mesi e della posizione in via temporanea del sistema bancario. - (1) Tasso semplice lordo di aggiudicazione alle aste. - (2) Media ponderata delle quotazioni denaro-lettera. - (3) Differenziale fra il tasso interbancario italiano a 3 mesi e il corrispondente tasso tedesco. - (4) 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).

In giugno, le incertezze sull'andamento dei conti pubblici hanno innescato un movimento al rialzo dei rendimenti di mercato dei titoli di Stato a medio e a lungo termine. Le tensioni si

mica e, negli ultimi mesi, il calo dell'inflazione. Sul dato di fine periodo, che al contrario di quello medio include le operazioni "pronti contro termine" delle aziende di credito (tav. a38), ha influito la riemersione di queste operazioni verificatasi dopo il provvedimento di esenzione dall'obbligo di riserva.

La crescita moderata della moneta è stata resa possibile, nonostante la dilatazione del fabbisogno del

Tesoro, dall'andamento prevalentemente favorevole della domanda di titoli di Stato. All'inizio di marzo, la propensione degli investitori all'allungamento delle scadenze ha reso possibile l'introduzione del BTP decennale, che, assieme con il settennale, ha assicurato nei primi nove mesi dell'anno la copertura del 38,2 per cento del fabbisogno. La tendenza all'allungamento delle scadenze si è manifestata anche

sono estese al mercato primario, dove, all'asta di metà mese, i BTP settennali sono stati aggiudicati a un tasso netto dell'11,6 per cento, in rialzo di 6 decimi rispetto ai valori di maggio. La Banca ha contrastato la tendenziale debolezza del mercato acquistando titoli pubblici sul mercato secondario per 2.600 miliardi netti, concentrati sul segmento a tasso fisso. Inoltre, per limitare gli effetti restrittivi dell'avanzo stagionale di cassa del Tesoro, pari a 8.000 miliardi, la Banca d'Italia ha effettuato operazioni temporanee di finanziamento al sistema per quasi 29.000 miliardi lordi; l'indebitamento del sistema bancario nei confronti dell'Istituto si è innalzato, nella media del mese, oltre i 14.000 miliardi. In giugno, le riserve bancarie obbligatorie sono diminuite di quasi 5.000 miliardi, per effetto della menzionata riduzione, in maggio, dell'aggregato soggetto a riserva.

In luglio, l'Istituto è intervenuto per moderare la tendenza al rialzo dei tassi d'interesse; sono stati effettuati acquisti netti a titolo definitivo sul mercato aperto per 3.700 miliardi, in gran parte di BTP, e, a fronte di una domanda insufficiente sulla scadenza annuale, la Banca d'Italia è intervenuta all'asta dei BOT di fine mese per 1.400 miliardi. L'aumento dei tassi d'interesse è stato contenuto in circa 3 decimi, sia nel comparto dei titoli a breve termine sia in quello a più lunga scadenza.

Nella prima metà di agosto, le aspettative di rialzo dei tassi ufficiali tedeschi hanno indebolito la lira, che è discesa, per la prima volta da febbraio, al di sotto della parità centrale con il marco. Gli interventi in finanziamento della Banca d'Italia sul mercato aperto hanno parzialmente compensato gli effetti restrittivi dei deflussi valutari; il differenziale d'interesse a breve rispetto alla moneta tedesca è rimasto sostanzialmente invariato, attorno ai 2,6 punti percentuali, in seguito a un uguale aumento, commisurato in 2 decimi di punto, dei rendimenti sulla lira e sul marco. Nella media del mese il tasso interbancario a tre mesi è salito all'11,9 per cento. La decisione della Bundesbank di rialzare di un punto il saggio ufficiale di sconto e di un quarto di punto il Lombard, ampiamente scontata dai mercati, non si è riflessa negativamente sulla lira che, anzi, si è rafforzata negli ultimi giorni del mese, ritornando, insieme con il franco belga, la valuta più forte all'interno della banda stretta. L'aprirsi di un margine positivo fra i tassi del mercato monetario

e quello di sconto ha determinato un ampliamento del ricorso all'anticipazione a scadenza fissa: nel mese esso si è collocato, in media, sui 1.300 miliardi, il valore più elevato dell'anno.

In settembre, il venir meno delle pressioni al rialzo dei tassi esteri e i segnali di raffreddamento dell'inflazione hanno favorito una nuova tendenza alla flessione dei tassi di mercato monetario. All'approssimarsi della scadenza tecnica del mese di mantenimento della riserva obbligatoria, il tasso overnight ha subito una sensibile diminuzione, scendendo, nella media della prima quindicina, al di sotto del 10 per cento, mentre i rendimenti interbancari a uno e a tre mesi si sono riportati in prossimità del tasso di sconto. In presenza di una riduzione del differenziale d'interesse con il marco, sceso al 2,4 per cento, la lira è rimasta sostanzialmente stabile attorno alla parità centrale con la valuta tedesca. L'inizio delle trattazioni di contratti futuri sui BTP sui mercati di Parigi e di Londra e l'avvio dei rimborsi delle ritenute fiscali agli investitori esteri in titoli di Stato italiani hanno stimolato il ribasso dei tassi anche nel comparto a medio e a lungo termine, favorendo l'appiattimento della curva dei rendimenti. Il tasso di aggiudicazione dei BTP settennali ha subito una riduzione di 4 decimi rispetto ad agosto, portandosi, a fine mese, all'11,2 per cento al netto dell'imposta.

Agli inizi di ottobre, in assenza di movimenti di rilievo della lira all'interno della banda di oscillazione, i tassi d'interesse del mercato monetario si sono mantenuti sui livelli registrati in settembre. È proseguita, invece, la tendenza alla riduzione dei rendimenti sul segmento a medio e a lungo termine; alle prime aste del mese, il tasso netto di aggiudicazione dei BTP è sceso, sia sulla scadenza quinquennale sia su quella decennale, all'11,1 per cento, riducendosi di circa 4 decimi rispetto alle emissioni di settembre. A partire dal 15 ottobre, la quota mobilizzabile della riserva obbligatoria è stata elevata dal 3 al 5 per cento, come previsto dalla delibera CICR del 20 gennaio 1989. Con decorrenza dalla stessa data, inoltre, il parametro di riferimento per la determinazione dei tassi di aggiudicazione delle operazioni pronti contro termine della Banca d'Italia è divenuto il rendimento lordo dei titoli utilizzati; in tal modo si sono resi omogenei i tassi di operazioni poste in essere su titoli con diverso trattamento fiscale.

attraverso la decisa riduzione delle emissioni nette di BOT, risultate, nei primi tre trimestri, pari a 8.900 miliardi (8,6 per cento del fabbisogno), contro 29.600 dello stesso periodo del 1990 (35,5 per cento). Nei primi sette mesi, i titoli a medio e a lungo termine detenuti dal settore non statale sono cresciuti a un ritmo quasi doppio di quello del totale delle attività finanziarie (19,8 per cento contro 11,0; tav. 18),

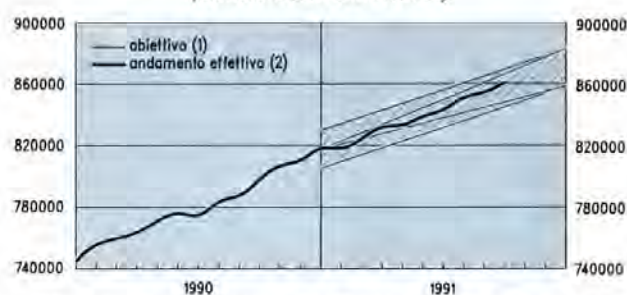
arrivando a costituire il 31,7 per cento contro il 29,8 del dicembre 1990. In decelerazione è risultata, invece, la dinamica dei titoli a breve termine compresi in M3.

La crescita degli aggregati creditizi si è mantenuta elevata in rapporto a quella del prodotto lordo nominale, seguendo la tendenza emersa negli ultimi anni. Nell'industria manifatturiera, la fase ciclica ha

influito in due modi, di segno opposto: da un lato, il rallentamento congiunturale ha ridotto la domanda di prestiti più direttamente collegati all'attività produttiva; dall'altro, il deterioramento del conto economico delle imprese e la necessità di finanziare la variazione delle scorte di prodotti finiti hanno alimentato la domanda di credito. Nel complesso, i finanziamenti interni al settore non statale si sono accresciuti, nei primi otto mesi dell'anno, del 14,5 per cento, contro il 15,4 dell'intero 1990. Il credito totale, comprendente i finanziamenti erogati a tutti i settori dall'interno e dall'estero, è cresciuto nello stesso periodo del 12,3 per cento, contro il 14,6 del 1990.

Fig. 20

**Moneta (M2):
obiettivi e andamento effettivo**
(consistenza in miliardi)



(1) La fascia obiettivo è compresa tra il 5 e l'8 per cento. - (2) Dati medi mensili destagionalizzati, al netto delle operazioni pronte contro termine delle banche con la clientela.

Tav. 18

Attività finanziarie e credito
(variazioni e quote percentuali; dati di fine periodo)

VOCI	Tassi di crescita		Quote percentuali sulle consistenze		
	1990	1991	1990	1991	
	Anno	Gen.-Lug. (1)	Dic.	Lug.	
Attività Finanziarie (2)	12,2	11,2	100,0	100,0	
di cui: M2	11,7	8,4	48,9	46,3	
Bot e accettazioni	12,8	15,3	15,5	16,0	
Titoli a medio e a lungo termine	14,1	16,0	29,8	31,7	
Altri (3)	20,9	21,5	5,8	6,0	
	Anno	Gen.-Ago. (1)	Gen.-Ago. (1)	Dic.	Ago.
Credito totale	14,6	11,9	12,3	100,0	100,0
di cui: Finanziamenti interni al settore non statale ..	15,4	14,0	14,5	37,5	37,4
da: Aziende di credito	17,2	14,1	14,4	23,7	23,5
ICS	16,0	17,6	15,6	12,4	12,5
Obbligazioni	-10,5	-9,0	7,7	1,4	1,4
Finanziamenti interni al settore statale	11,7	6,8	9,7	57,0	56,7
Finanziamenti dall'estero	46,3	66,8	24,7	5,5	5,9

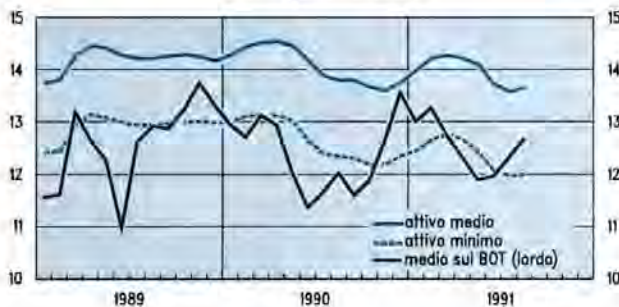
(1) Variazioni percentuali calcolate su dati destagionalizzati e rapportati ad anno. - (2) Attività finanziarie del settore non statale, al netto delle azioni. - (3) Quote di fondi comuni, certificati di deposito degli ICS, attività sull'estero.

L'attività degli intermediari creditizi

L'ascesa dei tassi bancari attivi, sfasata rispetto alle condizioni restrittive della fine del 1990, si è protratta fino a marzo. Dopo la riduzione del tasso di sconto si è avviata una fase di discesa; a luglio, la riduzione cumulata dei tassi attivi medi è arrivata a 7 decimi di punto. Lo scarto tra il tasso attivo medio e quello sui BOT a sei mesi, crescente fino a maggio, si è ridotto nei mesi successivi (fig. 21). Si è accresciuta nel primo semestre la forbice tra tasso medio e tasso minimo, anche in seguito al rafforzamento degli elementi di differenziazione tra la clientela.

Fig. 21

Tassi bancari attivi e tasso sui BOT
(valori percentuali)



Dal lato dei depositi, i rendimenti sono rimasti sostanzialmente stabili fino ad aprile, sia nella componente ordinaria sia in quella dei CD; nel bimestre successivo alla riduzione del tasso ufficiale di sconto, essi si sono ridotti su entrambe le componenti di circa 3 decimi di punto. Nei primi sette mesi dell'anno il divario fra tassi medi attivi e passivi si è collocato su livelli analoghi a quelli registrati in media nel 1990.

Il tasso di crescita tendenziale degli impieghi bancari, riferito a tutte le unità bancarie (interne ed estere) e comprensivo dei finanziamenti in valuta, è passato dal 19,9 del dicembre del 1990 al 16,0 per cento dello scorso agosto. Il nesso con l'andamento congiunturale trova riscontro nella ripartizione per settori destinatari (tav. 19); gli impieghi erogati alle categorie più direttamente legate alla produzione, come le società non finanziarie, le famiglie produttrici e le società di *leasing* e *factoring*, risultano in rallentamento; in controtendenza si sono mossi i finanziamenti concessi alle società di partecipazione e i comparti direttamente o indirettamente destinati a finanziare la spesa di consumo.

Sulla composizione degli impieghi bancari e sul loro finanziamento ha influito la misura, introdotta a maggio, di esenzione dall'obbligo di riserva della raccolta netta in valuta delle aziende di credito, che ha eliminato l'incentivo a far transitare attraverso l'estero flussi di credito destinati a clientela residente (cfr. il riquadro: *Effetti della modifica del regime di riserva obbligatoria del maggio 1991*). Gli impieghi delle filiali di banche italiane all'estero, di cui circa la metà sono denominati in valuta, hanno continuato a espandersi fino ad aprile, sfiorando i 47.000 miliardi contro i 30.000 del dicembre precedente; da maggio essi hanno subito un brusco arretramento, arrivando ad agosto vicino ai 35.000 miliardi. Per contro, i prestiti delle aziende di credito italiane hanno mostrato, da maggio, una corrispondente accelerazione, che, per l'effetto di composizione determinato dal trasferimento in Italia del credito delle filiali estere, ha interessato soprattutto la componente in valuta; nei tre mesi successivi a maggio questa componente è cresciuta a un tasso annuo del 51,0 per cento, contro il 17,4 della componente in lire. Infine, da maggio si sono accentuati i fenomeni di sostituzione valutaria (provista in valuta per finanziare crediti in lire) da parte delle aziende di credito.

Nonostante la netta riduzione del divario fra i tassi sui BOT e quelli sui depositi, avvenuta nel primo semestre, l'espansione dei depositi bancari si è mantenuta moderata; nei primi nove mesi, il tasso di crescita calcolato su dati medi mensili è stato del 5,9 per cento, contro il 9,2 dell'intero 1990. La decelerazione, determinata dai fattori già richiamati a proposito dell'andamento della moneta, si è accompagnata a un ulteriore aumento della quota rappresentata dai certificati di deposito, passata, nei dodici mesi terminanti a settembre, dal 18,0 al 21,6 per cento della raccolta complessiva. Al loro interno, l'incentivo fiscale ha fatto crescere ancora la quota dei certificati oltre il breve termine, passata dal 37,0 al 42,2 per cento nei dodici mesi terminanti a luglio; il vantaggio fiscale di questi certificati è aumentato ulteriormente con il recente innalzamento della ritenuta d'acconto sugli interessi sulla raccolta vincolata a non oltre 12 mesi (cfr. il riquadro: *I provvedimenti fiscali nel settore del credito*). Al provvedimento di esonero dalla riserva obbligatoria ha fatto seguito una forte espansione delle operazioni "pronti contro termine" con la clientela, più che raddoppiate fra aprile e luglio.

Effetti della modifica del regime di riserva obbligatoria del maggio 1991

In maggio è stato modificato il regime della riserva obbligatoria a cui sono sottoposte le aziende di credito. Con decreto del Ministro del tesoro, l'aliquota da applicare alla "raccolta netta in valuta" è stata azzerata; contestualmente sono stati inseriti nell'aggregato soggetto agli obblighi di riserva i flussi dei depositi in valuta dei residenti. Al tempo stesso la Banca d'Italia ha escluso dal medesimo aggregato le somme acquisite mediante vendite temporanee di titoli alla clientela e cessioni di credito pro-solvendo. Le modalità di applicazione hanno determinato, in giugno, la liberazione di circa 5.400 miliardi, pari al 4,4 per cento dello stock di riserva, così ripartiti: 2.300 miliardi determinati dall'azzeramento dell'aliquota sulla raccolta netta in valuta, 3.100 dall'esclusione delle operazioni "pronti contro termine".

L'esenzione dall'obbligo di riserva ha favorito un rapido sviluppo delle operazioni "pronti contro termine" segnalate. Sui dati di fine periodo l'aggregato è passato da 13.900 miliardi ad aprile a 32.500 in luglio; in agosto, secondo dati stimati, si è ragguagliato a 37.400 miliardi. Dei 147 istituti che a luglio intrattenevano tali rapporti con la clientela, 63 li hanno segnalati solo a partire dallo scorso aprile: nel complesso a essi va imputato un quarto del flusso netto di queste operazioni nel trimestre considerato. Alla crescita dell'aggregato ha contribuito l'accenramento presso le aziende di credito di operazioni che prima della modifica normativa venivano eseguite da società finanziarie ad esse collegate. Limitando l'analisi agli istituti per i quali gli incrementi sono stati più rilevanti, non si riscontrano correlazioni negative con gli andamenti dei depositi in conto corrente e dei certificati di deposito a breve termine, che indicherebbero effetti di sostituzione tra i diversi strumenti.

È rimasta sostanzialmente stabile la composizione delle cessioni temporanee per categorie di titoli: nello scorso luglio, l'80 per cento risultava effettuato con CCT, il 10 per cento con obbligazioni emesse da istituti di credito speciale e il 7 per cento con BTP. L'incidenza dei CCT sul totale dei titoli ceduti temporaneamente è quasi doppia rispetto a quella sul portafoglio di proprietà delle banche; l'elevato ricorso a questi titoli, date le caratteristiche di indicizzazione e l'esistenza di uno spread con i tassi sui BOT, risponde all'esigenza di garantire alla clientela rendimenti simili a quelli dei titoli di Stato a breve termine.

Sempre tra aprile e luglio, si è registrato un aumento di 21.600 miliardi dell'indebitamento in divisa delle banche italiane ai cambi correnti; tale ammontare è ampiamente superiore al flusso netto di attività in valuta che si è ragguagliato, nello stesso periodo, a 11.600 miliardi. Le aziende di credito hanno quindi fatto ricorso alla provvista in valuta per finanziare crediti in lire, secondo modalità che si sono da tempo diffuse presso gli istituti di credito speciale. Il flusso di raccolta in valuta si è concentrato per quasi il 90 per cento nei rapporti interbancari con istituti non residenti. Al contrario la raccolta presso clientela ordinaria è rimasta pressoché stazionaria: il suo tasso di crescita sui dodici mesi è sceso al 18 per cento in luglio, dal 31 per cento registrato in aprile.

La modifica del regime di riserva ha determinato uno spostamento delle erogazioni di credito dalle filiali estere a quelle italiane. Gli impieghi in valuta delle filiali estere sono diminuiti dai 22.600 miliardi registrati in aprile fino ai 15.400 in agosto; a distanza di dodici mesi l'aggregato si è contratto del 12,3 per cento, a fronte della crescita del 44,4 per cento registrata in aprile. La sostituzione è avvenuta in via prevalente all'interno degli stessi gruppi bancari ai quali appartengono queste filiali; nondimeno tra aprile e agosto la quota di mercato di tali gruppi sugli impieghi in valuta erogati sia all'interno sia all'estero è scesa dal 69,3 al 66,4 per cento.

Operazioni di cessione temporanea di titoli "pronti contro termine" e impieghi in valuta delle filiali estere

PERIODO	Pronti contro termine		Impieghi in valuta		
	Consistenze	Numero di banche	Consistenze filiali estere	Quota erogata dalle filiali estere	Quota erogata da gruppi con filiali estere
Lug. 1988 ..	7.569	37	8.952	18,6	69,4
Lug. 1989 ..	12.597	77	12.873	19,3	67,1
Apr. 1990 ..	11.897	79	15.619	21,2	67,0
Lug. 1990 ..	14.848	88	17.200	22,0	67,2
Apr. 1991 ..	13.866	84	22.550	27,0	69,3
Lug. 1991 ..	32.496	147	16.036	18,9	66,4
Ago. 1991 (*)	37.400	150	15.374	18,3	66,4

(*) Dati parzialmente stimati.

Tav. 19

Impieghi per settore di destinazione (1)
(consistenze in miliardi di lire e variazioni percentuali)

SETTORI	Aziende di credito				Istituti di credito speciale			
	Consistenze a fine:		Variazioni percentuali nei 12 mesi		Consistenze a fine:		Variazioni percentuali nei 12 mesi	
	Dic. '90	Giu. '91	Dic. '90	Giu. '91	Dic. '90	Giu. '91	Dic. '90	Giu. '91
Imprese assicurative	428	685	47,6	274,3	585	578	451,9	483,8
Imprese finanziarie	81.416	80.659	29,0	30,4	45.549	47.441	17,4	11,9
di cui: <i>di partecipazione</i>	16.331	22.225	24,9	59,3	8.478	9.879	34,1	28,7
<i>a partecipazione statale</i> ..	15.448	11.512	56,8	33,4	10.629	12.409	7,8	25,3
<i>leasing</i>	13.554	13.954	22,3	13,1	12.987	13.065	18,8	12,2
<i>factoring</i>	16.803	12.595	26,3	11,5	3.813	3.613	52,4	23,7
<i>credito al consumo</i>	4.751	5.341	25,5	34,7	3.718	3.837	25,5	7,8
Imprese non finanziarie	271.349	285.440	15,2	14,5	144.311	149.739	14,4	12,2
di cui: <i>manifatturiere</i>	129.752	136.183	11,5	10,2	55.218	55.876	9,7	8,2
Branche con fido medio per cliente:								
<i>fino a 1 miliardo</i>	124.045	134.273	22,7	21,1	50.651	54.248	16,4	18,1
<i>da 1 a 2 miliardi</i>	91.551	97.002	14,0	12,6	39.613	40.295	10,9	8,8
<i>oltre 2 miliardi</i>	55.753	54.165	3,2	3,7	54.047	55.196	15,1	9,5
Famiglie	91.788	101.796	18,6	17,8	28.815	31.663	23,3	23,6
di cui: <i>consumatrici</i>	19.773	23.205	30,0	32,5	11.668	13.362	34,0	34,3

Fonte: Centrale dei rischi.

(1) I dati non comprendono le posizioni debitorie inferiori agli 80 milioni.

Nell'anno in corso, è risultata in crescita la raccolta delle filiali estere di banche italiane; fra dicembre e luglio l'incremento è stato pari a 13.300 miliardi, di cui 12.300 da clientela non residente. Nella parte finale del semestre, dopo il provvedimento di maggio sulla raccolta netta in valuta, si è manifestata una leggera attenuazione della crescita. Anche i certificati di deposito in eurolire, che erano costantemente in ascesa fino ad aprile, toccando i 6.200 miliardi, hanno subito una flessione, scendendo a 5.300 miliardi a giugno. Le emissioni sono successivamente riprese, portando lo *stock* in circolazione alla fine d'agosto sui 6.600 miliardi.

La minore espansione della raccolta rispetto agli impieghi ha determinato un'ulteriore riduzione del portafoglio titoli del sistema bancario; esso rappre-

sentava, in settembre, il 27,6 per cento del credito bancario complessivo in lire, contro il 31,5 per cento del settembre del 1990. Dall'ulteriore ricomposizione dell'attivo in favore dei prestiti hanno tratto beneficio i conti economici delle aziende di credito, attraverso l'aumento del rendimento medio delle attività; si stima che il margine di interesse sull'intermediazione complessiva sia aumentato, nel primo semestre del 1991, del 9,0 per cento rispetto allo stesso periodo del 1990. L'ampliamento del margine di interesse ha consentito, nonostante l'evoluzione meno favorevole dei ricavi sui servizi, di conseguire un aumento del margine di intermediazione complessivo del sistema bancario dell'ordine dell'8 per cento; il miglioramento è stato però interamente eroso dai soli costi del personale, cresciuti del 14 per cento.

I provvedimenti fiscali nel settore del credito

La manovra di bilancio per il 1992 prevede l'abolizione della ritenuta d'acconto sugli interessi interbancari e l'esecuzione dei rimborsi delle imposte dirette per le persone giuridiche: a questo scopo la legge finanziaria ha predisposto, nei fondi speciali per il 1992, una copertura di 7.500 miliardi (9.075 nel 1993 e 12.550 nell'anno successivo); i provvedimenti di attuazione sono attesi in tempi brevi. La manovra (DDL 3005/S, art. 24) prevede anche l'attenuazione delle agevolazioni fiscali disposte dalla legge Amato. Infine, il DL 1.10.91, n. 307, ha aumentato le ritenute sugli interessi della raccolta vincolata a non oltre 12 mesi e ha accresciuto le misure dei relativi acconti.

1. Le ritenute sugli interessi interbancari e i rimborsi delle imposte dirette per le persone giuridiche

L'esistenza di ritenute d'acconto sugli interessi interbancari costituisce una peculiarità del regime fiscale italiano. La loro abolizione eliminerà oneri aggiuntivi per le nostre banche rispetto ai sistemi degli altri paesi europei ed extraeuropei; ridurrà fortemente le segmentazioni e le inefficienze nel mercato interbancario, migliorando la significatività dei tassi d'interesse, riducendo gli ostacoli alla trasmissione della politica monetaria e favorendo lo sviluppo dei mercati per gli strumenti derivati (come futures e options), che necessitano di coperture adeguate. La ritenuta sull'interbancario comporta per le banche un onere finanziario in termini di flussi di cassa, sia perché costituisce un pagamento anticipato di una parte dell'Irpeg, sia, soprattutto, perché il suo ammontare, assieme con quello delle ritenute sui titoli di Stato, può divenire talmente elevato da non poter essere interamente compensato al momento del versamento dell'Irpeg. I crediti d'imposta nei confronti dell'erario, che ne risultano, vengono remunerati a tassi d'interesse inferiori a quelli di mercato e il loro rimborso avviene con molti anni di ritardo, determinando un onere aggiuntivo per le banche.

Per esigenze di copertura di bilancio, le imposte dirette sulle persone giuridiche non sono mai state rimborsate con regolarità dalla riforma tributaria a oggi. Dopo il consolidamento attuato nel 1985 su quelli maturati fino al 1983, i crediti d'imposta hanno iniziato a cumularsi nuovamente: alla fine del 1988 (ultime informazioni pubblicate dal Ministero delle finanze) superavano i 14.000 miliardi, concentrati per quasi i due terzi nel settore del credito e delle assicurazioni. Per le aziende di credito, le statistiche di vigilanza indicavano, alla fine del 1990, crediti d'imposta (compresi gli interessi) superiori a 9.000 miliardi. L'abolizione della ritenuta sull'interbancario contribuisce a rimuovere le cause strutturali della formazione dei crediti: il solo

consolidamento di quelli maturati fino a oggi si limiterebbe a sanare le situazioni pregresse.

La formazione dei crediti d'imposta retroagisce sul mercato dei depositi interbancari, frenandone lo sviluppo: come quota dei fondi intermediati, si registra anzi un calo a partire dal 1988, anno in cui l'aliquota della ritenuta è stata elevata dal 25 al 30 per cento sui depositi con vincolo inferiore ai tre mesi. I confronti internazionali mostrano che il ridimensionamento del ruolo dell'interbancario sul totale degli attivi bancari, verificatosi in Italia nel corso degli anni ottanta, non trova riscontro nell'esperienza di altri paesi dell'OCSE (con le pur importanti eccezioni del Canada e degli USA).

La ritenuta sull'interbancario produce, per le banche che prestano fondi, oneri diversi da quelli sopportati dalle banche che li ricevono. Per la banca che dà i fondi, l'onere su 100 lire prestate a un anno, al tasso dell'11,5 per cento, è di 0,16 lire, nel caso di capienza della ritenuta in Irpeg; nell'ipotesi che la ritenuta dia luogo a rimborsi di imposta, e questi siano effettuati in cinque anni, l'onere sale a 1,12 lire. Gli oneri complessivi, considerando anche quelli subiti dalla banca che prende i fondi, salgono rispettivamente a 0,29 e a 1,25 lire. La difformità degli oneri a carico delle due parti può contribuire a creare segmentazioni che, assieme con la scarsa liquidità complessiva del mercato interbancario, ne compromettono l'efficienza. In sostanza, l'onere della ritenuta incentiva le aziende datrici di fondi a privilegiare altri investimenti rispetto ai depositi interbancari. Ciò contribuisce a ridurre lo spessore dell'interbancario sui segmenti che non sono direttamente connessi con la gestione della liquidità giorno per giorno, cioè le scadenze brevissime collegate all'overnight, e ad ampliare lo spread tra quotazioni lettera e denaro. Una conseguenza è quella di ridurre la significatività della struttura per scadenze dei tassi interbancari e il suo valore segnalitico nella fissazione dei saggi d'interesse praticati alla clientela. Inoltre, il fatto che l'onere della ritenuta cresce per la banca datrice all'aumentare della frequenza di rinnovo dei depositi costituisce un incentivo a dare agli investimenti interbancari non motivati da esigenze di gestione della liquidità la forma di depositi a vista, sui quali si ha un unico accreditamento annuale degli interessi; la loro quota sul totale dei depositi interbancari risulta maggiore di quanto osservato negli altri principali paesi. Poiché i tassi su questi depositi mostrano una notevole vischiosità rispetto ai movimenti nei tassi guida del mercato monetario, il permanere in questa forma di ampia parte dei depositi interbancari può costituire un ostacolo alla trasmissione degli impulsi della politica monetaria. Inoltre, nel caso plausibile di traslazione almeno parziale, la rimozione dell'onere fiscale porterebbe i tassi interbancari su livelli più bassi.

In regime di libertà valutaria, il tentativo delle banche di ridurre gli oneri di natura fiscale può trovare esito nel ricorso all'interbancario estero. Queste operazioni possono risultare convenienti; esiste un rischio concreto di spostamento dell'operatività bancaria verso l'estero, particolarmente elevato in questo comparto.

Va ribadito, infine, che per lo Stato il vantaggio derivante dal mantenimento della ritenuta d'acconto sugli interessi interbancari è costituito unicamente dai benefici finanziari connessi con l'anticipo del gettito; sostanzialmente, dal minore tasso d'interesse, rispetto a quello di mercato, con cui remunererà i rimborsi, procurandosi di fatto un finanziamento a costo ridotto.

2. Le modifiche alla legge Amato

Nel DDL 3005/S si prevede di modificare le agevolazioni per i conferimenti previste dalla legge Amato: le plusvalenze emergenti per l'ente conferente, finora totalmente esenti, lo saranno solo nella misura dell'85 per cento; il restante 15 per cento sarà assoggettato a tassazione normale (Irpeg e Ilor, con aliquota combinata del 47,8 per cento). Peraltro, è previsto che la parte di plusvalenza tassata sia riconosciuta come costo fiscale per l'ente conferitario: in pratica, le plusvalenze tassate potranno essere ammortizzate o ridurranno l'imposta dovuta in caso di vendita del cespite. Le nuove disposizioni si applicheranno ai conferimenti perfezionati a partire dal 1991; quindi, avrebbero effetto retroattivo e interesserebbero, in pratica, tutte le operazioni finora effettuate.

L'onere per le aziende di credito viene valutato ufficialmente in circa 1.100 miliardi, sulla base di una stima delle probabili plusvalenze da conferimento di circa 15.000 miliardi. A esso si aggiunge l'onere della rivalutazione obbligatoria degli immobili che, per il settore del credito, può stimarsi nell'ordine di 1.000 miliardi. Esiste una sovrapposizione tra gli effetti delle due norme: se l'ente conferente effettua prima la rivalutazione obbligatoria, riduce in parte la plusvalenza che emergerà all'atto del conferimento; se l'ordine temporale delle due operazioni è invertito, viene ridotto l'ammontare della rivalutazione obbligatoria. Dalle rivalutazioni dei cespiti patrimoniali le aziende trarranno due effetti positivi indiretti: permanendo l'attuale regime, vi sarà una riduzione della riserva obbligatoria dovuta; inoltre, saranno maggiori i gradi di libertà operativa nel rispetto dei coefficienti di capitalizzazione minima.

La stima delle plusvalenze da conferimento è piuttosto incerta: la loro emersione dipende da un complesso di fattori, incluso il trattamento fiscale, su cui le aziende valutano la convenienza delle operazioni. Con il regime previsto dalla legge

Amato, si sarebbero potute determinare plusvalenze largamente eccedenti la stima riportata. Il nuovo regime fiscale potrebbe portare a una riduzione sensibile della base imponibile, scoraggiando i progetti di trasformazione e di fusione in corso. Segnali in tal senso sono già pervenuti dagli enti interessati.

3. Le modifiche delle ritenute sugli interessi bancari

Il DL 1.10.91, n. 307, ha disposto: a) l'aumento dal 25 al 30 per cento della ritenuta sugli interessi dei certificati di deposito e dei depositi nominativi vincolati fino a 12 mesi; b) l'aumento della misura dell'acconto per le stesse ritenute, dal 45 al 50 per cento per ciascuna delle due rate dovute annualmente (giugno e ottobre); c) la seconda rata dell'acconto dovuto per il 1991 è stata aumentata, in modo da conseguire, assieme con la prima rata, un gettito pari al 100 per cento delle ritenute complessivamente effettuate sugli interessi dell'anno precedente; d) le aziende di credito risultanti da processi di ristrutturazione (ai sensi della legge Amato) sono state obbligate a effettuare i versamenti d'acconto dovuti dalle aziende conferenti, se non effettuati da queste ultime.

La revisione dell'aliquota non interessa i certificati di deposito a 18 mesi e oltre, che costituiscono lo strumento di raccolta in maggiore espansione, su cui le aziende più si avvicinano alla parità concorrenziale con i titoli di Stato. Tuttavia, l'aumento del carico impositivo colpisce la parte oggi preponderante, circa il 60 per cento, della raccolta vincolata. Permanendo il vantaggio nella remunerazione della riserva obbligatoria a fronte di certificati di deposito, la modifica della ritenuta spingerà ulteriormente le aziende verso una ricomposizione della raccolta su strumenti a vincolo temporale più lungo.

L'aumento della ritenuta dal 25 al 30 per cento grava sugli interessi corrisposti (non su quelli maturati) a decorrere dall'entrata in vigore del decreto legge. Ipotizzando una distribuzione uniforme nel corso dell'anno, il maggior introito di competenza per il 1991 si aggirerebbe sui 130 miliardi di lire; per l'anno prossimo, raggiungerebbe circa 550 miliardi. In termini di cassa, il maggior gettito verrà versato dalle aziende di credito con il saldo dovuto a gennaio dell'anno successivo. Nel triennio 1991-93 le modifiche sopra indicate ai punti a), b) e c) dovrebbero fruttare, nel complesso, incassi aggiuntivi per 200, 380 e 800 miliardi, secondo le valutazioni ufficiali.

La modifica di cui al punto d) intende porre rimedio al fatto che l'azienda conferitaria nel primo anno avrebbe potuto omettere i versamenti d'acconto, non avendo operato ritenute nell'esercizio precedente, né li avrebbero effettuati le aziende conferenti, ormai cessate. Questo fenomeno potrebbe aver comportato circa 100 miliardi di mancato versamento a giugno e circa 300 a ottobre.

A un anno dall'avvio della mobilitazione della riserva obbligatoria, il 15 ottobre scorso la riforma è entrata a regime, con l'aumento della fascia prelevabile al 5 per cento dell'obbligo. L'esperienza maturata nel primo anno di operatività della riforma consente di trarre un bilancio positivo: si è realizzata l'integrazione con il nuovo mercato interbancario telematico, cresciuto sia nel volume di attività sia nell'articolazione per strumenti; si sono stabilizzati i tassi d'interesse a brevissimo termine; si è sensibilmente ridotta la giacenza di riserve libere detenuta dalle aziende di credito. Nei dodici mesi terminanti il 14 ottobre scorso le riserve in eccesso presso la Banca d'Italia, remunerate allo 0,5 per cento, sono state in media pari a 140 miliardi; nei dodici mesi precedenti, i depositi liberi sui conti di anticipazione erano stati in media pari a oltre 700 miliardi. L'aumento, dallo 0,15 allo 0,3 per cento, della commissione quadrimestrale sul credito aperto in anticipazione ordinaria, motivato dall'opportunità di ridurre questa forma di liquidità dopo l'introduzione della mobilitazione, ha indotto le aziende di credito a chiedere una riduzione delle linee di credito da 3.200 a 2.100 miliardi.

Il rallentamento della dinamica complessiva del credito ha interessato anche gli Istituti di credito speciale, i cui prestiti sono passati da un ritmo di espansione del 16,3 alla fine del 1990 a uno del 14,6 nei primi nove mesi di quest'anno. La scomposizione per categorie di istituti e di clientela prenditrice denota anche per questi intermediari la natura congiunturale del rallentamento; esso si è infatti concentrato negli istituti mobiliari, mentre in controtendenza si sono mossi il credito fondiario e i finanziamenti alle opere pubbliche. In presenza di un tasso di espansione della raccolta complessiva pressoché invariato, la dinamica più contenuta dei prestiti ha lasciato spazio per un incremento degli acquisti netti di titoli di Stato, che nel periodo gennaio-agosto hanno toccato, per il totale degli istituti, i 4.600 miliardi, contro i 1.100 dell'analogo periodo del 1990.

Dal lato della raccolta, le condizioni sul mercato dei titoli, generalmente propizie all'allungamento delle scadenze, hanno favorito le emissioni obbligazionarie, che nei primi otto mesi del 1991 hanno raggiunto, per il complesso degli ICS e al netto delle scadenze, i 7.700 miliardi, pari al 28 per cento della

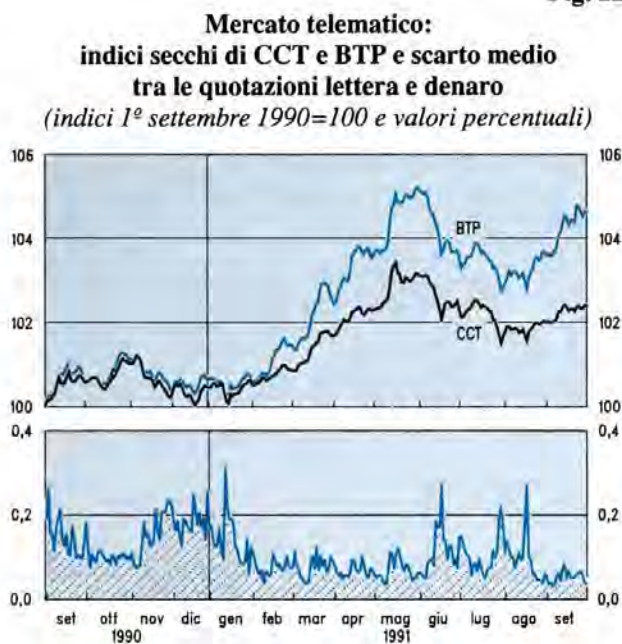
raccolta complessiva (2.600 miliardi, pari all'11,9 per cento, nei primi otto mesi del 1990). I collocamenti netti di certificati di deposito, ammontati a 4.400 miliardi nei primi otto mesi, hanno subito una contrazione rispetto agli andamenti dello scorso anno (8.700 miliardi nello stesso periodo). Oltre alla sostituzione con altri canali di provvista effettuata dai maggiori istituti mobiliari, sulla dinamica delle emissioni ha influito la crescita, inferiore alla media, del volume di attività di alcune categorie di intermediari, quali le S.p.a. e le Sezioni mobiliari, che tradizionalmente si finanziano in misura preponderante attraverso CD. Uno stimolo a questa forma di finanziamento potrà derivare, in futuro, dalla facoltà concessa agli ICS di riacquistare, entro limiti prestabiliti, i CD da loro emessi. Sostenuta è stata, per gli istituti mobiliari, la provvista all'estero, stimolata, soprattutto nelle fasi iniziali dell'anno, dall'elevato differenziale fra il costo della raccolta interna e quello prevalente sugli euromercati.

Il mercato finanziario

Il mercato dei titoli di Stato ha risentito favorevolmente, fino a maggio, dell'allentamento delle tensioni valutarie; i corsi dei titoli a medio e a lungo termine sono cresciuti, nei primi cinque mesi, di circa 4,6 punti percentuali nel comparto a tasso fisso e di 2,7 in quello a tasso variabile (fig. 22). Nei mesi estivi, due fattori già menzionati hanno contribuito a determinare un'inversione di tendenza: le incertezze sulle prospettive della finanza pubblica e l'andamento dei mercati monetari e valutarie, influenzati, da luglio, dalle aspettative di rialzo dei tassi in Germania. Dalla seconda metà di agosto, dopo l'aumento dei tassi ufficiali tedeschi, il mercato si è nuovamente rafforzato, ricevendo stimolo dal rallentamento dell'inflazione e, in settembre, dall'avvio dei mercati derivati sui titoli di Stato italiani a Parigi e a Londra (cfr. il riquadro: *I contratti futures sui BTP nei mercati esteri*) e dai primi rimborsi fiscali operati in favore degli investitori esteri.

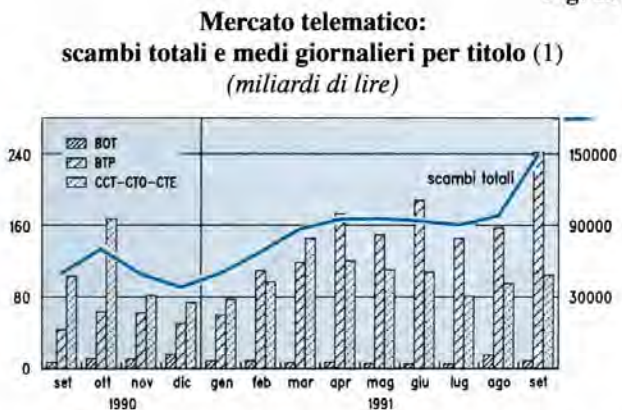
L'aumento degli scambi, quasi quadruplicati tra dicembre e settembre (su base mensile da 38.000 a 148.400 miliardi), ha conferito ulteriore spessore al mercato telematico dei titoli di Stato (fig. 23). La cre-

Fig. 22



scita delle contrattazioni ha interessato prevalentemente i BTP (da 13.700 miliardi a 100.400 miliardi) e si è concentrata sui titoli decennali: i tre prestiti quotati nel trimestre luglio-settembre hanno raggiunto un volume di scambi medio giornaliero di 1.860 miliardi, pari al 36 per cento delle contrattazioni totali.

Fig. 23

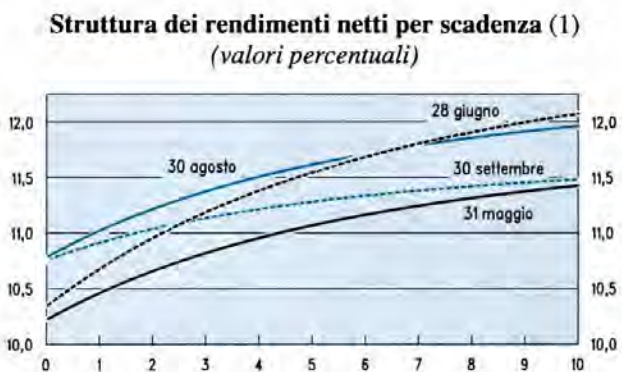


(1) Gli scambi totali sono costituiti dal volume complessivo di negoziazioni svolte nell'arco di ciascun mese; gli scambi medi per titolo sono costituiti, per ogni categoria, dal rapporto tra le negoziazioni medie giornaliere e il numero di titoli quotati.

Le tre fasi attraversate dal mercato dei titoli si sono riflesse anche nei movimenti della struttura per scadenza dei rendimenti (fig. 24). Dopo l'abbassa-

mento dei primi cinque mesi, che ha interessato tutto l'arco delle scadenze, in giugno i fattori di incertezza hanno prodotto un elevamento della curva nei segmenti a lungo termine; nei mesi successivi, l'orientamento più restrittivo della politica monetaria e la stabilizzazione delle aspettative sul cambio ne hanno invece determinato una rotazione verso il basso.

Fig. 24



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

Nei primi nove mesi dell'anno, le emissioni nette di titoli di Stato hanno raggiunto i 92.400 miliardi, contro i 72.500 del 1990 (tav. 20), pari all'88,4 per cento del fabbisogno del Tesoro. Rispetto all'anno precedente è stato più agevole il collocamento di titoli sul mercato, risultato, nello stesso periodo, pari al 97,4 del fabbisogno. A ciò ha contribuito l'operare dei meccanismi d'asta, che, in presenza di tassi base generalmente non vincolanti, hanno fatto sì che le oscillazioni del mercato secondario si trasmettessero sui rendimenti di aggiudicazione, anziché sulle quantità domandate. Il rapporto fra domanda e offerta di BTP alle aste, che nel 1990 era stato pari a 1,4, nei primi nove mesi del 1991 è salito a 1,9. In presenza di un'elevata domanda proveniente dal sistema, la Banca d'Italia si è generalmente astenuta dall'intervento sul mercato primario a medio e a lungo termine, realizzando così, attraverso i rimborsi, un disinvestimento complessivo di 11.700 miliardi; sono stati invece considerevoli gli acquisti netti in via definitiva sul mercato aperto, pari, nel periodo in esame, a 6.800 miliardi, che si confrontano con vendite nette per 7.800 nei primi nove mesi del 1990.

I contratti futures sui BTP nei mercati esteri

Dallo scorso settembre al *Marché à Terme International de France (MATIF)* di Parigi e al *London International Financial Futures Exchange (LIFFE)* di Londra sono scambiati contratti futures sui buoni poliennali del Tesoro italiani, le cui caratteristiche sono descritte nella tavola. Inoltre, dalla seconda metà di ottobre, sono state introdotte nei due mercati opzioni sugli stessi contratti futures. Nel nostro paese l'avvio del mercato futures sui titoli di Stato è previsto entro la metà del 1992, dopo l'emanazione di un decreto da parte del Ministro del tesoro. Contrariamente al MATIF e al LIFFE, che sono mercati alle "grida", gli scambi si svolgeranno su un circuito telematico, così come avviene sui mercati di più recente istituzione (*Bruxelles, Francoforte, Zurigo*). La Consob e la Banca d'Italia stanno definendo la struttura organizzativa e le funzioni di una cassa

di compensazione e garanzia, che svolgerà i compiti propri delle clearing houses.

La funzione economica dei mercati a termine, di cui i futures rappresentano la più diffusa forma contrattuale, è quella di preservare il portafoglio dei titoli dal rischio di variazioni dei tassi d'interesse e di consentire lo svolgimento di operazioni temporanee d'investimento. Chi voglia, ad esempio, proteggere un portafoglio di BTP dalla possibilità di una futura riduzione dei prezzi, potrà cedere a termine i titoli con la vendita di contratti futures, ciascuno dei quali comporta la cessione di BTP per un controvalore pari a 100 milioni di lire, nel caso del MATIF, e a 200 milioni, nel caso del LIFFE; il prezzo a termine pattuito, che rappresenta il compenso da ricevere per la consegna futura dei titoli, ne garantisce così il valore alla data di scadenza.

Caratteristiche dei contratti futures sui BTP

VOCI	MATIF	LIFFE
Valore nominale del contratto (1)	L. 100.000.000	L. 200.000.000
Tasso d'interesse lordo nozionale	10%	12%
Quotazione	per L. 100 di valore nominale	per L. 100 di valore nominale
Variazione di prezzo minima	L. 0,01 per 100 lire di v.n. (L. 10.000 per contratto)	L. 0,01 per 100 lire di v.n. (L. 20.000 per contratto)
Margine iniziale	L. 1.500.000 per contratto	L. 2.000.000 per contratto
Titoli consegnabili	BTP con vita residua alla data di consegna tra 6 e 10 anni, con flottante pari ad almeno 2.000 miliardi	BTP con vita residua alla data di consegna tra 8 e 10,5 anni, con flottante pari ad almeno 4.000 miliardi
Mesi di consegna	marzo, giugno, settembre, dicembre	marzo, giugno, settembre, dicembre
Ultimo giorno di contrattazione ..	quinto giorno di borsa prima del giorno di consegna	quarto giorno di borsa prima del giorno di consegna
Giorno di consegna	primo giorno di borsa del mese successivo a quello di consegna	decimo giorno del mese di consegna o, se non lavorativo, giorno successivo
Inizio contrattazioni	5 settembre 1991	19 settembre 1991

(1) L'ammontare dovuto dall'acquirente al venditore per la consegna dei titoli è calcolato come segue:

$$V_j = F \cdot C_j \cdot N + D_j \cdot N$$

dove V_j è l'ammontare dovuto per contratto, F è il prezzo a termine di regolamento relativo alla data di consegna, C_j è il fattore di conversione specifico del titolo j -esimo scelto per la consegna dal venditore, N il valore nominale del contratto futures diviso per cento, D_j il rateo netto di cedola maturato alla data di consegna sui titoli.

Un mercato di contratti a termine su CCT, BTP e CTO non regolamentato è già esistente in Italia. In esso gli scambi si svolgono con un rapporto bilaterale tra l'investitore e un dealer che rende note le condizioni del contratto, come la specie del titolo, la data di consegna, le quotazioni denaro e lettera. I mercati futures si differenziano da quello già esistente in Italia anzitutto per la standardizzazione dei contratti e delle scadenze, e in secondo luogo per la presenza di una cassa di compensazione che, gestendo il versamento giornaliero di margini di garanzia da parte degli investitori, elimina il rischio legato all'inadempienza di una delle parti e assicura così il buon fine dei contratti.

Il MATIF e il LIFFE sono soggetti alla vigilanza delle autorità nazionali e di mercato. Tra coloro che vengono ammessi alle contrattazioni, si distinguono i membri che effettuano le operazioni di compensazione direttamente con la clearing house, sottoposti a maggiori requisiti patrimoniali, e i membri che devono effettuarle per il loro tramite. I contratti futures del MATIF e del LIFFE prevedono la consegna a termine nel marzo, giugno, settembre e dicembre di ciascun anno. Secondo la consuetudine internazionale, in ogni giornata è possibile scambiare i contratti relativi alle successive quattro scadenze. In pratica, la quasi totalità degli scambi si concentra sul contratto con la scadenza più prossima, il quale viene spesso chiuso prima della consegna e rinnovato in avanti.

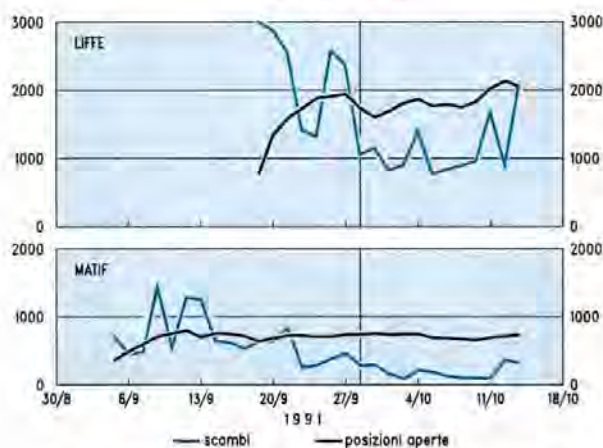
La consegna dei BTP a termine può essere effettuata, a discrezione del venditore, scegliendo tra le emissioni incluse in un "paniere" di titoli con caratteristiche prefissate. In particolare, il contratto del MATIF prevede lo scambio di buoni del Tesoro con vita residua compresa tra sei e dieci anni alla data di consegna, mentre il contratto del LIFFE riguarda i titoli con vita residua compresa tra otto e dieci anni e mezzo. Allo scopo di prevenire l'instabilità dei prezzi in prossimità delle date di scadenza, è stato inoltre stabilito che le emissioni consegnabili abbiano un importo in circolazione non inferiore a 2.000 e a 4.000 miliardi, rispettivamente, per il MATIF e il LIFFE.

Il prezzo futures è riferito a un titolo "nozionale", non esistente nella realtà ma definito come punto di riferimento per la consegna a termine dei titoli nel paniere: per i contratti sui BTP del MATIF e del LIFFE, esso è rappresentato da un titolo con cedola lorda pari, rispettivamente, al 10 e al 12 per cento.

Gli scambi giornalieri di futures nei due mercati sono cominciati a ritmi sostenuti, risultando in media pari nel mese di settembre a 650 e a 2.150 miliardi, rispettivamente, al MATIF e al LIFFE per la scadenza di dicembre 1991. Successivamente,

le contrattazioni hanno mostrato una flessione, e il loro valore medio giornaliero nei primi quindici giorni di ottobre si è ridotto a 180 e a 1.120 miliardi. Poiché alcuni operatori possono avere interesse a chiudere una posizione nella stessa giornata o nel giro di pochi giorni, per avere un'indicazione dell'andamento degli scambi che escluda le operazioni di breve periodo si considerano le cosiddette posizioni aperte, vale a dire quelle che non sono state chiuse dallo stesso operatore con operazioni di segno inverso. Il 15 ottobre scorso le posizioni aperte relative alla scadenza di dicembre 1991 presso il MATIF erano pari a 7.400 contratti, per un controvalore di 740 miliardi, mentre al LIFFE i contratti aperti alla stessa data erano 10.700, per un controvalore di 2.140 miliardi (cfr. la figura). A titolo di confronto, alla stessa data le posizioni aperte dei contratti sui titoli di Stato a lungo termine francesi e inglesi nei due mercati avevano un controvalore in lire, rispettivamente, di circa 12.500 e 5.700 miliardi per la scadenza di dicembre 1991.

**Contratti futures sui BTP al MATIF e al LIFFE:
controvalore degli scambi giornalieri
e delle posizioni aperte
(miliardi di lire)**



Nel mese di settembre lo sviluppo di strategie di arbitraggio connesse con l'apertura dei due mercati futures ha contribuito alla forte crescita degli scambi nel mercato telematico a pronti. In particolare, per i BTP decennali consegnabili a termine la quota degli scambi sul totale è passata dal 29 per cento di agosto al 43 per cento. Nello stesso mese il rendimento dei titoli decennali è diminuito in misura più accentuata che per gli altri BTP, riducendo il costo delle emissioni a lungo termine del Tesoro.

Tav. 20

Titoli di Stato
(miliardi di lire)

PERIODO	BOT (1)	BTE	CCT	BTP	CTO	CTE	Altri	Totale
Emissioni lorda								
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	74.460	27.161	8.017	4.582	755.063
1990 gen.-set. ...	412.949	3.017	52.038	56.394	16.661	5.694	—	546.753
1991 gen.-set. ...	449.592	3.458	71.000	68.000	18.000	2.602	—	612.652
Emissioni nette								
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	-13.347	26.678	7.262	-114	115.262
1990 gen.-set. ...	29.643	-4.251	42.580	-12.912	16.376	5.712	-4.697	72.451
1991 gen.-set. ...	8.948	-692	4.066	64.659	17.910	675	-3.145	92.421

(1) Le emissioni nette non tengono conto degli scarti di emissione.

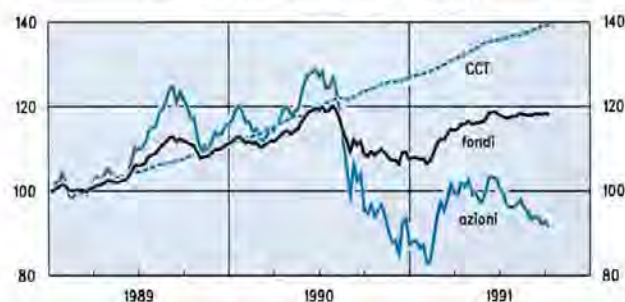
Il prevalere, nella maggior parte dell'anno, di condizioni di mercato favorevoli, ha consentito di concentrare le emissioni sul segmento dei BTP, in larga parte settennali e decennali, e di limitare quelle a breve termine e a tasso variabile. Nel periodo gennaio-settembre le emissioni nette di BTP hanno raggiunto i 64.700 miliardi, contro un valore negativo di 12.900 nel periodo corrispondente del 1990; al contrario, le emissioni di CCT hanno superato i rimborsi per soli 4.100 miliardi, contro 42.600 nel 1990. Le emissioni nette di BOT (8.900 miliardi), sono state meno di un terzo dell'anno precedente. Come risultato, la scadenza media del debito pubblico, pari a 2 anni e 5 mesi al dicembre scorso, è salita a 2 anni e 8 mesi a settembre.

In giugno, i corsi del mercato azionario, dopo aver raggiunto i valori massimi con un incremento del 20 per cento dall'inizio dell'anno, hanno subito un calo progressivo che ha ridimensionato la crescita nei primi nove mesi del 1991 al 3,8 per cento (fig. 25). La flessione dei corsi alla borsa di Milano nel periodo giugno-settembre è stata più elevata anche di quella della borsa di Tokio, sulla quale hanno pesato le con-

seguenze degli illeciti commessi da alcune tra le principali istituzioni finanziarie. Differenti andamenti hanno, invece, contrassegnato i mercati azionari statunitense e inglese dove, in concomitanza con la riduzione dei tassi di interesse e con i segnali di inversione ciclica, si è registrata una crescita dei prezzi (cfr. cap. *L'economia internazionale*). La "volatilità" dei rendimenti è risultata, nello stesso periodo, pari al 18,4 per cento a Milano, contro il 14,2 e l'11,6 per cento, rispettivamente, di New York e di Londra.

Fig. 25

**Investimenti sul mercato mobiliare:
indici di capitalizzazione**
(indici 31 dicembre 1988=100)



La riforma delle liquidazioni di borsa: recenti provvedimenti

In data 2 ottobre 1991 la Consob, d'intesa con la Banca d'Italia, ha emanato la delibera n. 5498, che dispone: la contrattazione "a contanti" di tutti i contratti di Borsa con la liquidazione al terzo giorno successivo alla conclusione del contratto; l'uso esclusivo della Monte Titoli, in qualità di istituzione di deposito accentrato, per il trasferimento dei titoli azionari e obbligazionari; la definizione di forme di prestito di titoli che favoriscano il reperimento dei valori mobiliari eventualmente mancanti al momento della chiusura delle liquidazioni (cfr. la sezione Documenti).

Questo provvedimento si inserisce nell'azione di riforma del mercato mobiliare italiano, avviata negli ultimi anni con l'obiettivo di definire assetti strutturali e funzionali del sistema di liquidazione idonei a favorire lo sviluppo delle transazioni e a minimizzare i rischi presenti nei procedimenti di liquidazione (cfr.: Banca d'Italia, Le procedure di liquidazione dei titoli, Roma, 1991).

Sul mercato italiano la liquidazione delle transazioni in titoli azionari viene attualmente effettuata in prevalenza nell'ambito delle liquidazioni mensili, la cui struttura prevede il regolamento, in unica soluzione nella giornata stabilita dal calendario di borsa, di tutti i contratti stipulati nell'arco dell'intero mese borsistico; ciò implica che tra il momento della stipulazione di un contratto e quello del suo regolamento possono trascorrere sino a 45 giorni. All'elevato effetto compensativo associato a tale modalità di liquidazione (vengono liquidati solo i saldi che derivano da tutti i contratti stipulati da ciascun operatore durante il mese, e non le singole operazioni) si contrappongono i rischi collegati con l'accumulo periodico delle posizioni e con la possibilità di verificare solo una volta al mese le condizioni di solvibilità degli operatori.

Nel corso dell'ultimo triennio lo svolgimento delle liquidazioni mensili è stato più volte intralciato dal manifestarsi di situazioni di insolvenza. Nella maggior parte dei casi l'inadempienza è stata formalmente accertata solo in prossimità della scadenza finale del ciclo di liquidazione; questa circostanza, data l'assenza di forme di garanzia immediatamente attivabili, ha impedito di concludere la liquidazione nei tempi originariamente previsti. I riflessi di queste inadempienze, seppure non particolarmente rilevanti sotto il profilo quantitativo, hanno inciso negativamente sull'immagine del mercato italiano.

Da un punto di vista generale, è opportuno ricordare che il rischio presente nel regolamento delle transazioni in titoli nasce dalla potenziale incapacità di un operatore di adempiere le obbligazioni contrattualmente assunte; esso può variamente configurarsi a seconda:

- del momento in cui si manifesta nell'ambito del processo di liquidazione (rischio di capitale, rischio di mercato);
- della capacità dell'operatore di far fronte agli impegni assunti (differimento del pagamento, rischio di liquidità, impossibilità di provvedere al pagamento per mancanza di mezzi finanziari, rischio di credito);
- dei meccanismi stessi del procedimento di liquidazione, che possono favorire la trasmissione agli altri operatori degli effetti del singolo inadempimento (rischio sistemico).

Nell'individuare i possibili interventi di riforma, si è tenuto conto sia degli elementi caratteristici del mercato italiano, nei suoi aspetti evolutivi, sia delle indicazioni provenienti dal contesto internazionale (Gruppo dei Trenta). In tale ambito, l'esigenza di evitare e/o contenere il rischio "di liquidazione" nelle sue varie configurazioni ha condotto a individuare nove Raccomandazioni, riferite ai diversi aspetti del procedimento di liquidazione; i maggiori paesi hanno fatto riferimento agli standard indicati per verificare la rispondenza delle proprie procedure e introdurre le modifiche che si rendessero necessarie.

Tra le condizioni da realizzare per garantire l'efficienza e la "sicurezza" di funzionamento del sistema assumono particolare rilievo: l'accorciamento dei tempi che intercorrono tra la conclusione del contratto e il suo regolamento; l'uso esclusivo di scritture contabili presso le istituzioni di deposito accentrato per il trasferimento dei titoli; la definizione di forme di prestito di titoli che favoriscano il reperimento di titoli eventualmente mancanti al momento della chiusura della liquidazione. Il provvedimento appena emanato è volto a realizzare queste condizioni anche nel mercato italiano.

Peraltro, le azioni orientate al contenimento dei rischi presenti nei procedimenti di liquidazione richiedono, per completarsi, la definizione di una struttura organica di garanzia in grado di assicurare al sistema continuità di funzionamento anche in presenza di una inadempienza.

Un insieme di garanzie di questo tipo, cui sostanzialmente spetterebbe la funzione di fornire il contante eventualmente mancante e/o la liquidità necessaria a procurarsi i titoli non consegnati dall'operatore inadempiente, non può mancare nel quadro di riferimento di medio periodo.

L'esigenza di aumentare il "grado di sicurezza" delle liquidazioni suggerirebbe tuttavia di prevedere, sin da oggi, forme di garanzia facilmente attivabili sotto il profilo dell'impianto e della gestione, quali fidejussioni rilasciate dalle aziende di credito a ciascun operatore; nel medio periodo queste forme di garanzia potrebbero sopravvivere ovvero mutare nella struttura organica che dovrà essere creata.

La recente caduta dei corsi sul mercato azionario italiano trova spiegazione nel peggioramento del quadro macroeconomico e nel contemporaneo acuirsi delle difficoltà operative che hanno contrassegnato il funzionamento della borsa valori di Milano. Sull'evoluzione degli utili hanno pesato negativamente anche le prospettive di rivalutazione obbligatoria degli immobili delle imprese; l'effetto è stato particolarmente rilevante per le società con maggiori attività immobiliari quali le compagnie di assicurazione, il cui indice settoriale nel quadrimestre giugno-settembre ha registrato una flessione prossima a una volta e mezza quella dell'indice generale. A rallentare l'operatività del mercato possono avere contribuito l'approvazione, a marzo, del provvedimento sulla tassazione dei guadagni in conto capitale e le ricorrenti difficoltà associate alla liquidazione mensile di borsa (cfr. il riquadro: *La riforma delle liquidazioni di borsa: recenti provvedimenti*); nel quadrimestre citato il volume medio degli scambi giornalieri si è ridotto a 114 miliardi, a fronte dei 227 dello stesso periodo del 1990. Nel corso dell'anno sono invece ulteriormente cresciuti gli scambi di azioni italiane al SEAQ di Londra, sia in rapporto a quelli della borsa di Milano, sia in termini assoluti.

L'avverso andamento dei corsi ha influenzato negativamente le emissioni lorde di azioni quotate, che

sono risultate pari a 1.400 miliardi nel quadrimestre giugno-settembre, rispetto a 6.100 nello stesso periodo dell'anno precedente. Nei primi nove mesi del 1991 tali emissioni hanno raggiunto il livello più basso degli ultimi tre anni, ammontando a 1.800 miliardi, contro i 9.800 dell'analogo periodo del 1990.

È proseguito, nel periodo gennaio-settembre, l'afflusso di risparmio ai fondi comuni mobiliari italiani; essi hanno effettuato una raccolta netta pari a 4.400 miliardi, contro un valore negativo di 200 miliardi nello stesso periodo dell'anno scorso. L'andamento dei vari comparti è stato differenziato. Alla considerevole raccolta netta dei fondi obbligazionari (7.000 miliardi) ha contribuito la diffusione delle formule di collegamento con conti correnti bancari; il fenomeno pare destinato a crescere, come è testimoniato anche dall'aumento, nei mesi estivi, da 12 a 21 del numero dei fondi che offrono tale servizio. Nei comparti azionario e bilanciato sono proseguiti i rimborsi netti, iniziati nel mese di aprile, in anticipo rispetto alla crisi borsistica estiva. Parallelamente al disinvestimento dei risparmiatori, i gestori hanno effettuato vendite nette di azioni. Il rendimento netto medio dei fondi obbligazionari è stato, fra gennaio e settembre, pari al 9 per cento; nello stesso periodo il rendimento netto medio realizzato dai CCT è stato pari al 9,8 per cento.

Le prospettive a breve termine

L'economia internazionale

La fase di debolezza ciclica in cui versa l'area dei paesi industriali dalla fine del 1989 dovrebbe aver toccato quest'anno il punto di minimo. Al suo manifestarsi, essa fu giudicata di breve durata e di bassa intensità. La crisi politico-militare del Golfo Persico l'ha acuita prima, prolungata poi, incrinando la fiducia dei consumatori e degli investitori in un rapido miglioramento delle prospettive di sviluppo del reddito.

Nella scorsa primavera, dopo la cessazione delle ostilità e il virtuale risolversi della crisi anche nei suoi effetti sul mercato del petrolio, i principali centri internazionali di previsione stimarono che una robusta ripresa si sarebbe potuta avviare fin dall'estate, portando nel 1992 a tassi di sviluppo del prodotto e del commercio internazionale sostenuti quasi quanto quelli di due anni fa, vigilia del punto di svolta del ciclo.

Oggi, allontanatisi gli echi delle vicende belliche in Medio Oriente, quelle valutazioni sono circondate da cautele. Prendono consistenza dubbi sull'imminenza e sull'impeto della ripresa produttiva nel complesso dei paesi industriali. A essi si è aggiunta la preoccupazione sulle prospettive, almeno a breve termine, delle economie dell'Europa centrale e orientale e dell'URSS; timori di disgregazione economica sono alimentati dal constatare quanto rapidamente si stiano deteriorando parti vitali della vecchia struttura produttiva e distributiva; quanto lentamente proceda la creazione delle nuove strutture di mercato. Tende peraltro a differenziarsi la valutazione delle prospettive economiche nell'URSS e nei paesi dell'Est europeo. Secondo le previsioni del Fondo monetario internazionale, fortemente riviste al ribasso rispetto allo scorso maggio e soggette a notevole incertezza, la caduta della produzione dovrebbe proseguire nell'URSS anche nel prossimo anno, mentre

nei paesi dove è più avanzato il processo di riforma dovrebbe avviarsi una moderata ripresa.

Si appesantisce il compito assegnato alle politiche economiche nei paesi industriali: nell'immediato, favorire l'uscita dalla recessione in condizioni non inflazionistiche; nel medio periodo, assicurare che un flusso adeguato di risparmio si formi e corrisponda alle esigenze della crescita, anche nelle aree del mondo che sono in via di ristrutturazione e di sviluppo.

In base alle stime più recenti del Fondo monetario, il prodotto interno lordo dei paesi industriali crescerebbe quest'anno dell'1,3 per cento, contro il 2,5 del 1990 (tav. 21). Negli Stati Uniti, nel Regno Unito, in Canada, il prodotto si ridurrebbe; al contrario, seguirebbe a crescere del 3-4 per cento in Germania e in Giappone, ancorché decelerando di un punto e mezzo rispetto ai brillanti risultati dell'anno precedente; gli altri paesi industriali registrerebbero, sì, una crescita ma molto moderata, ma in netto rallentamento rispetto al 1990.

L'inflazione, in un contesto di debolezza della domanda e delle quotazioni internazionali delle materie prime, si ridurrebbe in media nell'area industriale, dal 4,9 al 4,6 per cento fra il 1990 e il 1991. In Germania e in Giappone, dove il ciclo economico è sfasato rispetto agli altri paesi industriali, la crescita annua dei prezzi al consumo invece si accentuerebbe, portandosi al 3,5 per cento, sempre al di sotto della media dell'area.

Per gli squilibri nei pagamenti correnti fra grandi paesi e aree il 1991 si presenta, in base alle stime del Fondo, come un anno di mutamenti notevoli ma, per lo più, effimeri. Il disavanzo americano quasi si annullerebbe (portandosi dall'1,6 allo 0,3 per cento del prodotto nazionale lordo), anche grazie alla somma dei trasferimenti da parte di tutti i paesi che hanno contribuito alle spese belliche in Medio Oriente (45 miliardi di dollari); se ne prevede però il riformarsi

Tav. 21

Principali variabili macroeconomiche internazionali
(variazioni percentuali rispetto all'anno precedente)

	1990	1991 (1)	1992 (1)		1990	1991 (1)	1992 (1)
Prodotto lordo (2)				Bilancio correnti (4)			
Paesi industriali	2,5	1,3	2,9	Paesi industriali	-96,6	-37,6	-97,8
di cui:				di cui:			
Stati Uniti	1,0	-0,2	3,0	Stati Uniti	-92,1	-17,6	-92,0
Giappone	5,6	4,2	3,8	Giappone	35,8	55,8	58,4
CEE	2,8	1,4	2,3	CEE	-4,9	-44,3	-33,5
Germania	4,5	3,0	2,0	Germania (5)	47,1	-5,5	10,9
PVS	1,1	-0,4	2,9	PVS	-27,4	-103,5	-66,9
Prezzi al consumo (3)				Tasso di disoccupazione (6)			
Paesi industriali	4,9	4,6	3,8	Paesi industriali	6,2	7,0	7,0
di cui:				di cui:			
Stati Uniti	5,4	4,6	4,0	Stati Uniti	5,5	6,8	6,3
Giappone	3,1	3,5	2,8	Giappone	2,1	2,1	2,2
CEE	5,2	4,8	4,3	CEE	8,7	9,2	9,4
Germania	2,7	3,5	3,5	Germania	6,2	5,7	5,9
Deflatore del prodotto lordo				Esportazioni (2)			
Paesi industriali	3,9	4,1	3,7	Paesi industriali	5,9	2,5	4,6
di cui:				PVS	-1,0	-3,5	4,4
Stati Uniti	3,8	4,2	3,8	Importazioni (2)			
Giappone	1,9	2,4	2,6	Paesi industriali	5,3	2,1	4,5
CEE	5,0	4,9	4,3	PVS	3,0	-2,1	5,8
Germania	3,4	3,9	3,7				

Fonte: FMI.

(1) Il prezzo del petrolio è assunto pari, in media, a 17,8 dollari per barile nel 1991 e 18,2 dollari nel 1992. - (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.

l'anno prossimo, con l'avanzare della ripresa della domanda interna. Le conseguenze del conflitto nel Golfo Persico colpirebbero, negativamente ma transitoriamente, le bilance dei pagamenti dei paesi produttori di petrolio. Destinato a permanere appare l'abbattimento dell'avanzo tedesco, che aveva conservato nella seconda metà degli anni ottanta un'ampiezza fra il 4 e il 5 per cento del prodotto lordo (nella ex Repubblica federale tedesca); i trasferimenti unilaterali agli Stati Uniti, a titolo di contributo alle spese belliche (8 miliardi di dollari), addirittura determinerebbero quest'anno il formarsi di un disavanzo nella bilancia di parte corrente della Germania. L'avanzo giapponese, che era in contrazione dal 1987, tornerebbe a espandersi, nonostante i trasferimenti unilaterali agli Stati Uniti (9 miliardi di dollari), portandosi all'1,7 per cento del prodotto lordo.

Queste stime sono affette da discrepanze statistiche rilevanti, globalmente in aumento. Inoltre, esse si basano, come l'intero quadro preconsuntivo dell'economia mondiale nel 1991, sull'ipotesi che il prezzo del petrolio risulti, nella media dell'anno, pari a quello raggiunto a giugno (poco sotto i 18 dollari per barile). Nel corso dell'estate il prezzo del petrolio è però salito di oltre due dollari, sospinto da attese di ripresa della domanda mondiale nello scorcio dell'anno, da incertezze sui tempi di ripristino della capacità estrattiva nei paesi coinvolti nel conflitto del Golfo, da timori sulla regolarità del flusso di esportazioni di fonti di energia dall'URSS (pari al 9 per cento delle esportazioni mondiali).

Nell'incertezza se i segnali di risveglio dell'attività economica che si registrano nei paesi entrati in re-

cessione annuncino o no una vera e duratura ripresa, la politica monetaria di quei paesi resta orientata a facilitare la svolta ciclica. Negli Stati Uniti, le autorità monetarie hanno favorito un nuovo calo dei tassi di interesse a breve nella tarda estate; in settembre, il tasso di sconto è stato ridotto di mezzo punto. Anche i tassi a lunga sono scesi, per il consolidarsi dell'aspettativa che l'inflazione seguiti a ridursi, ma restano elevati in termini reali. Nel Regno Unito, dove pure i tassi di interesse sono calati, su tutte le scadenze, la lentezza della ripresa e la riduzione dell'inflazione possono dar luogo ad attese di un nuovo abbassamento dei tassi a breve.

La consapevolezza dell'opportunità di ridurre i tassi d'interesse dai livelli storicamente elevati ereditati dagli anni ottanta è diffusa, ma stenta a tradursi in un'azione concertata, che prenda avvio nei paesi dove l'inflazione è più bassa e il reddito fatica a riprendersi. Svezia, Francia e Danimarca hanno abbassato nel mese di ottobre i tassi ufficiali d'interesse.

L'orientamento della politica monetaria resta più restrittivo in Giappone e, soprattutto, in Germania. La severità delle condizioni monetarie è temperata in Giappone da preoccupazioni per il rallentamento produttivo. In Germania, la politica monetaria è mossa dalla preoccupazione di contrastare spunti inflazionistici che, al di là del breve periodo, potrebbero nascere dal crescente disavanzo pubblico e dall'espansione avutasi nel credito e nella liquidità. L'aumento dei tassi ufficiali di metà agosto ha interessato il tasso *Lombard*, principale riferimento del mercato, per un quarto di punto, variazione che il mercato aveva già scontato. Dopo di allora i tassi a breve si sono solo lievemente ridotti.

L'impostazione delle politiche monetarie nei vari paesi potrà essere calibrata a seconda degli andamenti dell'inflazione. Le politiche fiscali, invece, non potranno recedere dall'impegno di riequilibrare i bilanci pubblici ovunque questi assorbano quote ingenti del risparmio privato, che va scarseggiando. Gli Stati Uniti e la Germania hanno annunciato piani severi di riequilibrio a medio termine. Negli Stati Uniti, secondo le ultime stime del governo, il disavanzo federale salirebbe nell'esercizio 1992 a circa 350 miliardi di

dollari (pari al 6 per cento del PIL), principalmente per effetto delle maggiori spese per il risanamento delle Casse di risparmio, spese che però non apportano stimoli all'economia. Secondo il programma di rientro approvato con la legge di bilancio dello scorso anno, che prevede riduzioni di spese e aumenti fiscali per quasi 500 miliardi di dollari in cinque anni, il disavanzo dovrebbe scendere rapidamente negli anni successivi. In Germania, dovrebbe proseguire nei prossimi anni lo sforzo per compensare le maggiori spese dovute all'unificazione, con l'obiettivo di ricondurre il disavanzo complessivo del settore pubblico al 3 per cento del prodotto entro il 1994; secondo le stime ufficiali, esso dovrebbe ridursi al 4,3 per cento già nel 1992, dal 5,6 di quest'anno. In Giappone, l'avanzo del bilancio pubblico dovrebbe permanere intorno al 3 per cento del prodotto, quasi interamente grazie al saldo positivo del sistema previdenziale.

Nel quadro previsivo del Fondo monetario per il 1992, lo sviluppo del prodotto nell'area industriale sarebbe in ripresa (2,9 per cento). Lo sarebbe anche il commercio mondiale (4,8 per cento), ma di un punto e mezzo meno di quanto il Fondo stesso e l'OCSE avevano previsto in primavera, sull'onda dell'ottimismo suscitato dalla fine della guerra nel Golfo Persico. È atteso un richiudersi dei differenziali di sviluppo fra i maggiori paesi, con il Giappone e la Germania in rallentamento; ciò contribuirebbe al riformarsi di squilibri nelle bilance correnti. L'inflazione è prevista ovunque in regresso, tranne che in Germania, dove resterebbe stazionaria, sul 3,5 per cento.

Nel 1992 la crescita nei paesi in via di sviluppo dovrebbe accelerare, al 2,9 per cento; essa risulterebbe molto più elevata nel Medio Oriente (11 per cento) e in Asia (5 per cento). L'inflazione è prevista in forte declino in tutte le aree, compresa quella latino-americana, e dovrebbe raggiungere il valore più basso del decennio. Il rapporto tra debito estero ed esportazioni dovrebbe calare ovunque, tranne che nel Medio Oriente, dove continuerebbero a pesare le spese per la ricostruzione. Questi andamenti saranno condizionati dall'evoluzione congiunturale nei paesi industriali, dalla pressione della domanda complessiva sui tassi di interesse mondiali, dalle prospettive negoziali nell'ambito dell'Uruguay Round del GATT.

L'economia italiana

Per la nostra economia, quello che si avvia alla conclusione è un anno di risultati mediocri. Progressi solo parziali sono stati compiuti nei campi in cui più profondi e radicati sono gli squilibri e che più abbisognerebbero, pertanto, di decisi mutamenti di rotta: la finanza pubblica, l'inflazione. L'attività economica ha languito, da noi non meno che nel complesso dei paesi industriali. Il tasso di disoccupazione è potuto lievemente calare solo grazie alla crescente domanda di lavoro nel settore dei servizi, meno sensibile al ciclo. La bilancia dei pagamenti di parte corrente, nonostante la debolezza della domanda interna e il favore delle ragioni di scambio, seguita a non mostrare segni chiari di riduzione di quello che può configurarsi come un ragguardevole disavanzo strutturale.

Della finanza pubblica nel 1991 si è detto nell'apposito capitolo. Secondo i programmi aggiornati del Governo, il fabbisogno finanziario del settore statale dovrebbe ammontare nell'anno a 141.000 miliardi. Nonostante la complessa manovra di contenimento, effettuata in tre riprese, il fabbisogno eccederebbe di 9.000 miliardi l'obiettivo. Questo stesso risultato è legato all'effettiva realizzazione di provvedimenti su cui è ancora aperto il dibattito tecnico e politico: le ulteriori dismissioni di cespiti patrimoniali (3.500 miliardi), la modifica delle modalità degli acconti di novembre sull'Irpef e sull'Ilor (3.650 miliardi).

L'inflazione, in risalita dalla metà del 1990, ha ripreso a calare in estate, infine beneficiando degli effetti dell'indebolirsi delle quotazioni internazionali delle materie di base e della tenuta della lira nello SME. Tuttavia, il ritmo di discesa non basta a chiudere rapidamente il differenziale con i paesi le cui valute sono legate alla nostra da un vincolo stretto di cambio. Anche se alla fine dell'anno il tasso di crescita sui dodici mesi dell'indice del costo della vita scendesse da noi sotto il 6 per cento, il differenziale con quei paesi non si contrarrà. In settembre, esso era ancora vicino ai tre punti: a un'inflazione, nel costo della vita, superiore al 6 per cento in Italia si contrapponevano, in Francia, in Germania, nel Regno Unito, tassi di crescita dei prezzi al consumo pari, rispettivamente, al 2,6, al 3,9, al 4,1 per cento, con una netta tendenza alla diminuzione in tutti e tre i paesi. Il costo del lavoro per

unità di prodotto salirà di oltre il 7 per cento quest'anno nella nostra industria manifatturiera, un tasso doppio di quello stimato per il complesso dei paesi industriali. Il persistere di un differenziale nei costi aggrava progressivamente lo svantaggio competitivo delle nostre imprese negli scambi internazionali.

Secondo i dati di preconsuntivo dell'ultima *Relazione previsionale e programmatica* presentata dal Governo al Parlamento, il prodotto interno lordo crescerebbe nel 1991 dell'1,4 per cento (tav. 22). Questo dato è il frutto di una considerevole revisione al ribasso rispetto al valore previsto un anno fa (2,7 per cento); ora ne consegue chiaramente l'indicazione di un rallentamento dell'attività economica dal 2 per cento registrato nel 1990. Tuttavia, l'effettivo risultato dell'anno potrebbe essere ancor più vicino all'1 per cento: lo condurrebbero verso quel livello l'andamento tuttora in caduta del valore aggiunto nell'industria, desumibile dalle ultime stime della produzione industriale, e una dinamica dei servizi vendibili rallentata, non in grado di compensare in questa fase il ciclo industriale.

Tav. 22

Preconsuntivo e scenario programmatico dell'economia italiana

VOCI	1990	1991 (1)	1992 (1)
<i>(variazioni percentuali)</i>			
Grandezze reali			
Prodotto interno lordo	2,0	1,4	2,5
Domanda interna	2,5	1,6	2,6
Importazioni (2)	6,7	3,5	5,8
Esportazioni (2)	7,5	2,8	6,0
Deflatori			
Prodotto interno lordo	7,5	6,8	4,7
Consumi privati	6,2	6,2	4,5
Ragioni di scambio (2)	-0,1	2,5	-0,5
<i>(rapporti percentuali)</i>			
Saldi finanziari/PIL			
Fabbisogno statale (al netto delle regolazioni di debiti pregressi)	10,8	10,0	8,4
Saldo della bilancia dei pagamenti di parte corrente	-1,3	-1,2	-1,0

(1) Stime e previsioni indicate nella *Relazione previsionale e programmatica* per il 1992. - (2) Dati di contabilità nazionale.

Dal lato della domanda, si stima che il rallentamento sia particolarmente accentuato nella componente estera, il cui tasso annuo di crescita cadrebbe dal 7,5 per cento del 1990 al 2,8, pur nell'ipotesi di una ripresa della domanda mondiale e delle esportazioni fin dal semestre in corso (4,5 per cento rispetto al secondo semestre del 1990, dopo la stazionarietà della prima parte dell'anno). Fra le componenti della domanda interna, il risultato peggiore si avrebbe negli investimenti fissi, stagnanti.

La debolezza del ciclo economico non ha avuto effetti univoci sulla domanda di credito. Alla riduzione determinata dalla stazionarietà degli investimenti fissi si sono contrapposti gli stimoli dati dal ridursi dei margini di autofinanziamento, in presenza di scorte di prodotti finiti eccedenti le ordinarie necessi-

tà di magazzino. La dinamica dei finanziamenti complessivi al settore non statale ne è stata solo scalfita: nell'intero 1991, la crescita dovrebbe attersarsi attorno al 15 per cento, due punti meno che nel 1990. Il ritmo di aumento dell'indebitamento sull'interno seguirebbe a essere minore di quello dell'indebitamento sull'estero. Posto che il fabbisogno finanziario dello Stato si attesti quest'anno sul livello di 141.000 miliardi, il credito totale interno mostrerebbe un'espansione del 12,5 per cento circa, con un rallentamento di poco più di mezzo punto rispetto al tasso di crescita del 1990 (tav. 23). Il credito totale, comprensivo dei finanziamenti esteri a tutti i settori dell'economia, rallenterebbe di più, dal 14,6 per cento a poco più del 12. La crescita della moneta (M2) si manterebbe entro la fascia obiettivo del 5-8 per cento stabilita per il 1991.

Tav. 23

Flussi finanziari
(migliaia di miliardi e valori percentuali)

ANNI	Prodotto interno lordo		Fabbisogno statale (mld.) (1)		Finanziamenti interni al settore non statale (B)		Credito totale interno (A) + (B)			Attività finanziarie sull'interno del settore non statale (2)				Moneta (M2)		
	Mld.	Var. %	Complessivo	Interno (A)	Mld.	Var. %	Mld.	Var. %	% del PIL	Mld.	Var. %	% del PIL	% del PIL (3)	Mld.	Var. %	% del PIL (3)
1982 (4) ..	545,1	17,5	71,0	69,1	31,7	13,1	100,8	20,8	18,5	89,7	19,0	17,2	98,8	61,8	18,3	73,1
1983	633,4	16,2	88,2	85,2	36,1	13,2	121,3	20,6	19,1	109,9	20,4	18,8	102,6	48,9	12,3	70,6
1984 (5) ..	725,8	14,6	95,7	91,7	49,4	15,6	141,2	19,7	19,4	128,9	19,8	18,7	107,4	55,0	12,3	69,2
1985	810,6	11,7	110,1	107,3	46,2	12,6	153,4	17,8	18,9	134,7	17,3	17,4	113,0	56,0	11,1	68,9
1986	899,9	11,0	109,4	106,7	46,0	11,3	152,7	15,1	17,0	151,4	16,5	18,2	118,9	53,6	9,6	68,0
1987	983,8	9,3	114,0	105,9	46,1	10,2	152,0	13,0	15,4	155,9	14,6	16,5	124,8	52,6	8,6	67,6
1988	1.091,8	11,0	125,2	119,0	78,2	15,7	197,2	15,0	18,1	182,6	14,9	16,7	129,3	58,9	8,9	66,3
1989 (6) ..	1.192,7	9,2	132,2	122,7	106,9	18,5	229,6	15,2	19,2	196,2	13,9	17,1	134,9	81,8	9,5	67,5
1990 (6) (7)	1.306,8	9,6	140,4	124,4	105,5	15,4	229,9	13,2	17,6	191,6	11,9	15,3	138,2	79,6	9,9	67,7
1991 (7) (8)	1.415,1	8,3	141,0	132,0	114,7	14,6	246,7	12,5	17,4	201,0	11,5	14,7	141,8	62,0	7,0	66,9

Fonte: Per il prodotto interno lordo, *Istat e Relazione previsionale e programmatica*.

(1) Le regolazioni di debiti pregressi in titoli non sono incluse nel fabbisogno; quelle in contanti sono incluse solo nel fabbisogno interno. - (2) Al netto delle azioni. - (3) Consistenza di fine periodo. - (4) Al netto dell'effetto del deposito infruttifero sui pagamenti all'estero. - (5) I finanziamenti al settore non statale sono corretti per le distorsioni nelle statistiche bancarie connesse con l'uscita dal massimale. - (6) Il tasso di crescita della moneta è corretto per gli effetti degli scioperi bancari del dicembre 1989. - (7) Il tasso di crescita della moneta è calcolato su dati medi mensili, al netto delle operazioni pronti-contro-termine delle banche con la clientela - (8) Preconsuntivo.

La manovra di bilancio per il 1992

Secondo le valutazioni ufficiali, la manovra finanziaria per il 1992 dovrebbe assicurare una riduzione del fabbisogno del settore statale di circa 61.500 miliardi, rispetto a un valore tendenziale di 189.300 miliardi (la stima contenuta nella Relazione previsionale e programmatica per il 1992, pari a 183.300 miliardi, sconta l'attuazione di dismissioni patrimoniali per 6.000 miliardi; quindi, gli effetti della manovra sono valutati in 55.500 miliardi). Per il settore pubblico la riduzione sarebbe leggermente superiore (circa 61.800 miliardi). Facendo riferimento a quest'ultimo settore, gli interventi previsti dovrebbero assicurare maggiori entrate per circa 39.800 miliardi e minori spese per circa 22.000 miliardi. Le maggiori entrate deriverebbero per circa 21.100 miliardi da tributi, per 3.700 da contributi sociali e per 15.000 da alienazioni di beni patrimoniali (compresi i 6.000 miliardi inclusi nella stima ufficiale del fabbisogno tendenziale). Più della metà del gettito atteso dalle maggiori entrate tributarie è attribuibile agli effetti di un condono. Le riduzioni di spesa riguardano per 7.200 miliardi la spesa per il personale in servizio e in quiescenza, per 5.350 i trasferimenti, per 4.000 il settore sanitario, per 1.250 altre poste di spesa e per 4.200 miliardi i minori oneri per interessi derivanti dalla manovra stessa.

Va ricordato che sono previsti consolidamenti in titoli di crediti d'imposta per 7.500 miliardi, che non sono inclusi nell'obiettivo di fabbisogno, definito al netto delle regolazioni di debiti pregressi.

Le entrate

Entrate tributarie. - Il disegno di legge in materia di entrate concede ai contribuenti nei confronti dei quali non siano intervenuti accertamenti definitivi la facoltà di sanare le posizioni irregolari pregresse degli ultimi cinque anni, per imposte dirette (Irpeg, Irpeg, Ilor) o indirette (Iva, registro, successioni e donazioni, Invim, imposte ipotecarie e catastali). La sanatoria, cui si può ricorrere presentando una dichiarazione integrativa nel mese di marzo del 1992, deve riguardare tutti i periodi interessati e prevede limiti minimi per gli importi da versare. In assenza di accertamenti (escludendo coloro che non hanno originariamente presentato alcuna dichiarazione e che sono tenuti a presentarne una analitica che comprenda tutti i redditi) è prevista una definizione automatica dell'imposta dovuta, da effettuarsi con pagamento del 25 per cento (30 in taluni casi) dell'imposta lorda dichiarata, per le imposte dirette; del 3 per cento delle operazioni imponibili, aumentato del 3 per cento dell'imposta detraibile, per l'Iva; dell'imposta calcolata sul maggior imponibile dichiarato, aumentato del 25 per cento, per le restanti imposte. In presenza di notifiche di accertamento è comunque consentita la definizione del contenzioso pendente.

Le norme concernenti la rivalutazione dei beni aziendali, già contenute nella manovra per lo scorso anno, vengono rese obbligatorie per i fabbricati (compresi quelli strumentali per l'esercizio dell'impresa) e le aree fabbricabili. La rivalutazione si ottiene applicando una franchigia di 1 miliardo alla differenza tra il valore complessivo di tali beni (ottenuto applicando i nuovi estimi catastali nel caso dei fabbricati e considerando l'80 per cento del valore di mercato nel caso delle aree fabbri-

Effetti della manovra di bilancio sui flussi di cassa del settore pubblico (1) (miliardi di lire)

Maggiori entrate	39.800
Tributi	21.100 (2)
disegno di legge (Atto Senato n. 3005)	21.067
Condono generalizzato	12.000
Rivalutazione obbligatoria dei beni d'impresa	6.500
Modifiche alla "legge Amato"	100 (3)
Plusvalenze da esproprio e vendita di terreni	750
Revisione dei coefficienti presuntivi	700
Autoliquidazione delle imposte di successione ..	600
Deducibilità dei contributi sindacali	-100
Condono dei crediti inesigibili	500
Riscossione della tassa sulla salute nel modello 740	100
IVA sulle cessioni di beni usati venduti all'asta ...	100
Fondo di incentiv. dipendenti Amm.ne finanziaria	-183
Contributi	3.700
disegno di legge finanziaria (Atto Senato n. 3003) .	4.400
Contributi previdenziali	2.900 (4)
Minori sgravi per le impr. operanti nel Mezzogiorno	1.500
disegno di legge (Atto Senato n. 3004)	450
Provvedimenti minori in materia previdenziale ...	150
Aumento dei contributi per la gest. agricola Inail	300
altri provvedimenti (da adottare)	-1.150
Dismissioni (D.L. n. 309 del 3.10.91)	15.000
Minori spese	22.000
disegno di legge finanziaria (Atto Senato n. 3003) .	12.050
Regola di contenim. dei salari del pubblico impiego	6.200
Riduzione dei trasferimenti alle imprese	2.200 (5)
Riduzione di trasf. a enti esterni al Settore Statale	1.750 (6)
Riduzione del Fondo comune regionale	900
Riduzione dei trasferimenti ai paesi in via di sviluppo	500
Rinvio riliquidazione di pensioni dei dirigenti statali	500
disegno di legge (Atto Senato n. 3004)	4.500
Sanità	4.000
Assunzioni nel pubblico impiego	500
altri provvedimenti	1.250
Contenimento degli acquisti di beni e servizi	1.300
Riduzione dei mutui della Cassa Depositi e Prestiti	1.000
Alta velocità FF.SS	-1.050
risparmio interessi	4.200
TOTALE MANOVRA	61.800

(1) Valutazioni basate sulle indicazioni contenute nella *Relazione previsionale e programmatica* per l'anno 1992. - (2) La manovra contempla alcune misure il cui impatto netto risulta sostanzialmente nullo (tra queste, l'aumento dell'aliquota sui certificati di deposito e sui depositi bancari con scadenza inferiore a 12 mesi e la riduzione del gettito dell'imposizione diretta a seguito del contenimento della crescita delle retribuzioni del pubblico impiego). - (3) Le modifiche nel complesso dovrebbero garantire un gettito di circa 1.100 miliardi, di cui solo 100 dovrebbero essere incassati nel 1992 in quanto attribuibili ad operazioni effettuate nel 1991. - (4) Al netto della riduzione del gettito contributivo dovuta al contenimento della crescita delle retribuzioni del pubblico impiego. - (5) Riguarda soprattutto il Mediocredito Centrale e le rate di ammortamento dei mutui di Eni ed Enel. - (6) Riguarda riduzioni del Fondo Sanitario Nazionale di parte capitale, dei trasferimenti alle imprese pubbliche e di quelli in favore dei comuni terremotati della Basilicata e della Campania.

cabili) e quello iscritto in bilancio. Sul 42 per cento dell'importo così ottenuto le imprese sono tenute a versare un'imposta sostitutiva delle imposte sui redditi, con un'aliquota del 16 per cento; l'imposta può essere ripartita in tre rate (due, pari al 34 per cento dell'importo complessivo, da versare nel 1992; una terza, pari al 32 per cento, da versare nel 1993). Il tributo può essere compensato, per un importo non superiore al 25 per cento, con crediti d'imposta già maturati. La rivalutazione è riconosciuta ai fini del calcolo degli ammortamenti a partire dall'esercizio successivo a quello in cui viene effettuata; ai fini della determinazione delle plusvalenze nel caso di cessioni, il valore preso in considerazione è, per i tre esercizi successivi alla rivalutazione, quello precedente la stessa operazione.

Per le plusvalenze emerse nei casi di conferimenti avvenuti in base alle disposizioni della legge n. 218 del 30.7.90 in materia di ristrutturazioni e integrazioni patrimoniali degli Istituti di credito di diritto pubblico (cosiddetta legge "Amato"), è previsto il passaggio da un regime di esenzione completa a uno di esenzione parziale (pari all'85 per cento della plusvalenza).

La manovra prevede infine alcune norme volte all'allargamento delle basi imponibili (tra cui l'attenuazione del segreto bancario), a razionalizzazioni del regime di imposizione, alla semplificazione delle riscossioni e a una maggiore trasparenza dei rapporti tra contribuenti e Amministrazione finanziaria.

Il decreto legge n. 307 dell'1.10.91 ha stabilito l'aumento dal 25 al 30 per cento dell'aliquota su interessi, premi e altri frutti derivanti dai depositi bancari nominativi vincolati fino a 12 mesi e dai certificati di deposito con analoga scadenza (definendo per questi ultimi un regime di tassazione basato su tre aliquote, a seconda della scadenza); la misura degli acconti che le aziende di credito sono tenute a versare a giugno e a ottobre è stata elevata, a decorrere dal 1992, dal 45 al 50 per cento. Effetti negativi sul fabbisogno del 1992 deriverebbero da norme che non consentano, per il 1991, di commisurare al reddito atteso per l'anno in corso l'acconto dell'autotassazione delle imposte dirette da parte delle persone fisiche (il maggior gettito incassato nel 1991 si rifletterebbe in minori versamenti a saldo e in maggiori crediti d'imposta nel 1992).

Contributi sociali. – Sono previsti: l'aumento dello 0,9 per cento dell'aliquota relativa ai contributi previdenziali a carico dei lavoratori dipendenti e di quelli autonomi; la riduzione degli sgravi contributivi per le imprese operanti nel Mezzogiorno; l'aumento dei contributi per il finanziamento della gestione agricola dell'Inail dovuti dai lavoratori autonomi e dai concedenti terreni a mezzadria e a colonia. Quest'ultimo provvedimento non ha effetti sul fabbisogno del settore statale, ma solo su quello del settore pubblico. È invece prevista una riduzione dei contributi sanitari a carico delle imprese, che verrà effettuata con un provvedimento ancora da definire (lo stanziamento è già stato inserito nel disegno di legge finanziaria).

Dismissioni. – Il decreto legge n. 309 del 3.10.91, al fine di avviare la dismissione delle partecipazioni pubbliche, ha autorizzato la trasformazione in società per azioni degli enti di ge-

stione delle partecipazioni statali, degli altri enti pubblici economici e delle aziende autonome.

Le spese

Personale. – Il disegno di legge finanziaria stabilisce il contenimento entro il tasso di inflazione programmato dell'aumento delle retribuzioni nel pubblico impiego per rinnovi contrattuali e automatismi salariali. Inoltre, è previsto il rinvio dell'applicazione delle sentenze della Corte Costituzionale in materia di adeguamento delle retribuzioni nelle Forze armate e in quelle di polizia e in materia di equiparazione dei trattamenti del personale dell'Arma dei Carabinieri e della Polizia di Stato. Infine, il disegno di legge (Atto Senato n. 3004) prevede norme per il contenimento delle assunzioni di personale nelle amministrazioni pubbliche.

Sanità. – Gli interventi previsti dal disegno di legge (Atto Senato n. 3004) dovrebbero comportare una riduzione della spesa per 4.000 miliardi. Tenuto conto di questi interventi e del finanziamento regionale, lo stanziamento per il Fondo sanitario nazionale è stato fissato in 82.400 miliardi, di cui 800 destinati al Fondo per il riequilibrio regionale e 1.600 vincolati al ripiano del disavanzo relativo al 1990.

Le misure riguardano soprattutto l'assistenza farmaceutica: il ticket sui farmaci passa dal 40 al 60 per cento; la quota fissa per ricetta sale da 1.500 a 3.000 lire (da 1.000 a 1.500 lire per alcune categorie di farmaci, quali gli antibiotici); il plafond massimo per ricetta passa da 40.000 a 50.000 lire; sono previste riduzioni delle quote fisse attribuite alle industrie, ai grossisti e alle farmacie sul prezzo dei farmaci inseriti nel prontuario terapeutico. Inoltre, per le prestazioni diagnostiche e di laboratorio, il ticket aumenta dal 30 al 50 per cento e viene soppresso il limite massimo alla spesa a carico degli assistiti.

Previdenza. – Il disegno di legge finanziaria prevede il rinvio della riliquidazione degli arretrati relativi ai trattamenti pensionistici degli ex-dirigenti dello Stato.

Trasferimenti. – Il disegno di legge finanziaria prevede: la riduzione dei trasferimenti alle imprese (si tratta soprattutto degli stanziamenti relativi al Mediocredito centrale e del rimborso delle rate di ammortamento dei mutui contratti da ENEL ed ENI); la riduzione degli stanziamenti per il Fondo comune regionale, per i paesi in via di sviluppo, per la parte in conto capitale del Fondo sanitario nazionale, per i comuni terremotati di Basilicata e Campania e per i trasferimenti alle imprese pubbliche.

Altre voci di spesa. – Completano il quadro della manovra alcuni provvedimenti amministrativi volti al contenimento delle spese per l'acquisto di beni e servizi da parte del Ministero della Difesa e delle concessioni di mutui della Cassa depositi e prestiti (secondo il disposto della legge n. 202 del 12.7.91, con cui si stabilisce che le concessioni di mutui della Cassa vengano adeguate alle indicazioni del Comitato interministeriale per il credito e il risparmio).

In aumento delle spese agisce invece l'avvio del programma per la realizzazione di linee ferroviarie ad alta velocità.

Il quadro previsivo per il 1992 predisposto dal Governo per la *Relazione previsionale e programmatica*, oltre a fondarsi sull'assunto di una forte ripresa della domanda mondiale, contiene un considerevole, dichiarato, nucleo "normativo", in quanto sconta effetti pronti e rilevanti sulle aspettative, sull'economia, delle politiche di bilancio e dei redditi indicate nel disegno di legge finanziaria. Il fabbisogno finanziario "tendenziale" del settore statale a cui si fa riferimento nella legge finanziaria (189.300 miliardi, in assenza di dismissioni patrimoniali) è a sua volta basato su quelle medesime previsioni.

Nelle previsioni ufficiali, l'attuazione delle politiche economiche annunciate orienterebbe favorevolmente le attese degli operatori sulla redditività degli investimenti, assicurandoli anche sulla piena partecipazione del Paese alla costruzione europea. Gli investimenti fissi lordi tornerebbero quindi a crescere vivacemente, in particolare nel comparto delle macchine e attrezzature (4,5 per cento). I consumi mostrerebbero un'accelerazione più contenuta (da una crescita del 2 per cento nel 1991 a una del 2,3), risentendo, nella componente dei consumi collettivi, delle misure di contenimento della spesa pubblica e, in quella dei consumi delle famiglie, di redditi disponibili la cui dinamica sarebbe moderata dagli inasprimenti fiscali e dalla politica dei redditi. La domanda estera registrerebbe un'espansione del 6 per cento, superiore, sia pur di poco, a quella delle importazioni. Nel complesso, il prodotto interno lordo si svilupperebbe del 2,5 per cento.

L'inflazione al consumo si abbasserebbe al 4,5 per cento nella media del 1992, al 4 alla fine dell'anno. Il deflatore del PIL, indicatore della componente di origine interna dell'inflazione, avrebbe una dinamica quasi coincidente con quella del deflatore dei consumi delle famiglie (4,5 per cento). Le partite correnti della bilancia dei pagamenti darebbero luogo a un disavanzo pari all'1 per cento del PIL, nell'ipotesi, favorevole, di una riduzione del disavanzo nei redditi da capitale.

Condizione decisiva per il conseguimento dell'obiettivo governativo di inflazione nel 1992 (4,5 per cento per i prezzi al consumo) è il contenimento del costo del lavoro. La riduzione dell'inflazione sarebbe favorita dall'evoluzione prevedibile nei prezzi dei be-

ni importati e dall'impegno alla stabilità della lira nello SME.

Il Governo ha dichiarato di voler attuare una politica dei redditi rigorosa, a cominciare dal suo stesso comportamento come datore di lavoro in occasione del rinnovo dei contratti nel pubblico impiego. Caposaldo di questa politica è il contenimento della crescita delle retribuzioni unitarie nel settore pubblico entro il tasso programmato di inflazione del 4,5 per cento, eccezion fatta per gli aumenti dovuti a promozioni e agli interventi in favore dei corpi di polizia e dell'Amministrazione finanziaria. Negli scorsi cinque anni, dall'Amministrazione pubblica sono giunti al settore privato segnali incompatibili con politiche dei redditi attente a favorire la disinflazione: le retribuzioni unitarie nel settore pubblico sono cresciute nel quinquennio del 57 per cento in termini nominali, del 19 in termini reali.

Nel settore privato, la dinamica salariale è stata in questi anni meno accentuata. Nell'industria di trasformazione, le retribuzioni nominali per addetto sono aumentate del 45 per cento, quelle reali del 9. Tuttavia, il costo del lavoro per unità di prodotto si è innalzato del 27 per cento, 9 punti più che nella media delle imprese manifatturiere della Comunità europea, nonostante un andamento della produttività nell'insieme non dissimile. Sulla complessa trattativa fra le parti sociali in ordine alla struttura del costo del lavoro e alle procedure della contrattazione dovranno influire i segnali, provenienti dal settore pubblico, di un orientamento alla predeterminazione delle retribuzioni in accordo con il piano di rientro dell'inflazione.

Al perseguimento degli obiettivi di riduzione dell'inflazione e di risanamento della finanza pubblica il Governo ha improntato il Programma pluriennale di convergenza economica, recentemente presentato alla Commissione della CEE e che sarà oggetto già in novembre di esame da parte del Consiglio dei ministri finanziari della Comunità. Il Programma recepisce gli obiettivi di finanza pubblica per gli anni 1992-94 fissati nel Documento di programmazione economico-finanziaria approvato dal Parlamento nello scorso maggio.

Il Documento di maggio stabiliva, per il fabbisogno finanziario del settore statale nel 1992, il limite-obiettivo di 127.800 miliardi. Nel disegno di legge fi-

nanziaria per il 1992 quell'obiettivo è stato confermato. Il rapporto al PIL del fabbisogno complessivo scenderebbe all'8,4 per cento, dal 10 di quest'anno, con un avanzo al netto delle spese per interessi dell'1,7 per cento del PIL.

Per raggiungere l'obiettivo di fabbisogno, è stata progettata una manovra di bilancio intesa a ridurre il fabbisogno "tendenziale" del settore statale di 61.500 miliardi, quello dell'intero settore pubblico di 61.800; essa è descritta in dettaglio nel riquadro: *La manovra di bilancio per il 1992*.

L'entità della manovra è valutabile *ex ante* nel 4 per cento del PIL (gli interventi di contenimento del fabbisogno del 1991 risulterebbero di pari entità). La composizione, con riferimento al settore pubblico, risente della preponderanza degli aumenti di entrate (39.800 miliardi) rispetto ai risparmi di spese (22.000 miliardi). Fra i flussi in entrata, assoluta prevalenza assumono gli aumenti *una tantum* (34.000 miliardi). Questi sarebbero dovuti al ricavato di dismissioni di beni patrimoniali (15.000 miliardi), al gettito dei condoni tributari (12.500 miliardi), alla rivalutazione obbligatoria dei beni d'impresa (6.500 miliardi). Il carattere transitorio di queste entrate aggraverà il compito di contenere il fabbisogno negli anni successivi al 1992.

La piena attuazione della manovra è condizione necessaria per non deviare dalla linea di progressivo riequilibrio della finanza pubblica fissata nel Documento dello scorso maggio. Il progetto di bilancio per il 1992 deve anzi essere consolidato e arricchito aumentando il peso degli interventi di correzione "strutturale", nei settori, indicati nel Documento, della sanità, della finanza locale, della previdenza.

Gli interventi strutturali al momento previsti nel piano finanziario del Governo riguardano, dal lato delle entrate, disposizioni e norme per la lotta all'evasione e all'elusione fiscale (nuovo regime dei coefficienti presuntivi, eliminazione del segreto bancario nei confronti del Fisco, snellimenti procedurali). L'efficacia di queste misure nel determinare un ampliamento delle basi imponibili, a cui potrebbe concorrere lo stesso condono, andrà verificata in concre-

to. Dal lato delle uscite, si annoverano: i citati risparmi nelle spese per la retribuzione del personale in servizio (6.200 miliardi); interventi volti a ridurre l'assistenza sanitaria pubblica nella spesa per farmaci e per accertamenti diagnostici (3.000 miliardi) e i margini degli operatori del settore (1.000 miliardi).

Occorre che misure di riordino complessivo della spesa sanitaria, di quella degli enti locali, di quella previdenziale sostituiscano, fin negli effetti sul bilancio del 1992, le previste misure *una tantum*. Nei primi due settori le linee di intervento sono state già tracciate, nel disegno di legge sulla riforma sanitaria e in quello sull'autonomia impositiva degli enti locali, entrambi da tempo all'esame del Parlamento. Va aggiunta una sorveglianza continua sugli effetti reali dei singoli provvedimenti di cui si compone la manovra, a mano a mano che si producono, per colmare tempestivamente eventuali vuoti nel gettito tributario o nei risparmi di spesa.

La posizione della lira nella banda stretta di fluttuazione dello SME resta il fulcro dell'intera politica economica. La politica monetaria, improntata al rigoroso rispetto di quel vincolo, sarà coerente con la riduzione dell'inflazione al tasso del 4,5 per cento programmato dal Governo. L'obiettivo per la moneta (M2) indicato dalla Banca d'Italia al CIPE lo scorso 30 settembre è quello di una crescita compresa nella fascia 5-7 per cento, in presenza di un'espansione del PIL nominale prevista nel 7,3 per cento. L'obiettivo va nel senso di una maggiore convergenza con le condizioni monetarie dei paesi europei più stabili; è volto a contrastare debordi dell'inflazione dal limite programmato. Ove l'inflazione scendesse secondo i programmi, l'obiettivo di crescita monetaria sarebbe compatibile con un calo dei tassi d'interesse nominali.

Il credito totale, comprensivo di quello erogato dall'estero, dovrebbe espandersi anche nel 1992 più rapidamente della moneta. Tuttavia, esso rallenterebbe di circa due punti rispetto al 1991, per l'attenuarsi degli stimoli provenienti dalle trasformazioni nella gestione finanziaria delle imprese e dalla politica dell'offerta da parte degli intermediari. I finanziamenti interni al settore non statale rallenterebbero di tre punti.

Note

Revisione degli aggregati monetari

1. Motivazioni e criteri della revisione

Nella seconda metà degli anni ottanta la crescita dei principali aggregati monetari in Italia si è mantenuta sostanzialmente stabile, in linea con l'espansione dell'economia in termini nominali (tav. 1). Al lieve aumento della velocità di circolazione di M1 e di M2 verificatosi dopo il 1987 ha corrisposto un aumento dei tassi d'interesse, resosi necessario per contrastare le pressioni inflazionistiche di origine internazionale e interna. Gli obiettivi annunciati per M2 sono stati rispettati dal 1986 al 1988 e solo lievemente oltrepassati nel biennio successivo; in quest'ultimo periodo, la crescita monetaria è stata alimentata da intensi afflussi valutari. La stabilità di M2 nell'ultimo quinquennio, comprovata anche dalle analisi econometriche, ne ha accentuato il rilievo come "variabile di annuncio" e indicatore per la politica monetaria.

Tav. 1

Aggregati monetari, PIL e prezzi al consumo
(variazioni percentuali)

ANNI	M 1		M 2		PIL		Prezzi al consumo
	(1)	(2)	Obiettivo (1)	Effettivo (1) (2)	Reale	Nom.	
1986	11,1		7-11	9,6	2,9	11,0	5,8
1987	7,9		6-9	8,6	3,1	9,3	4,7
1988	8,1		6-9	8,9	4,1	11,0	5,1
1989	8,9		6-9	9,5	3,0	9,2	6,3
1990	9,6		6-9	9,9	2,0	9,6	6,5

(1) Fino al 1989, dati di fine periodo; per il 1990, dati medi mensili (dicembre su dicembre). - (2) La serie è stata corretta per gli effetti degli scioperi bancari di fine 1989.

Di recente sono emersi nuovi elementi che rendono opportuno introdurre alcune modifiche nelle definizioni degli aggregati monetari (1).

Il primo è costituito dalla restrizione della banda di oscillazione della lira nello SME e dalla liberalizzazione valutaria, a cui si è unito, in tempi più recenti, il notevole sviluppo dell'intermediazione bancaria in lire al di fuori delle frontiere nazionali. In presenza di crescente mobilità dei capitali e di tassi di cambio stabili, lo *stock* di moneta tende a venire determinato endogenamente dalla domanda del mercato, più che dall'offerta della Banca Centrale e dal vincolo della riserva obbligatoria. In questo contesto, la relazione con gli obiettivi finali della politica economica acquista maggiore rilevanza, rispetto alla controllabilità, come criterio per la definizione dell'aggregato. Un trattamento il più possibile omogeneo dovrebbe essere quindi riservato a strumenti anche emessi da intermediari diversi (ad esempio, banche interne o estere, ICS, Stato), indipendentemente dal controllo esercitabile su di essi tramite la politica monetaria, purché dotati di caratteristiche di liquidità e rischio tali da renderli altamente sostituibili.

Un secondo elemento di novità è costituito dagli sviluppi del coordinamento delle politiche monetarie nell'ambito della "prima fase" dell'Unione Economica e Monetaria europea. Per rafforzare tale coordinamento, il Comitato dei Governatori ha stabilito di basarsi su un insieme comune di indicatori, fra cui gli aggregati monetari; per questi ultimi, ha ravvisato la necessità di pervenire a una maggiore omogeneità nelle definizioni fra diversi paesi, per favorire la confrontabilità internazionale ed evitare duplicazioni o incompletezze.

Infine, una revisione degli aggregati è giustificata anche dall'evoluzione del nostro mercato monetario e dall'introduzione delle nuove statistiche bancarie, entrate in vigore nel gennaio del 1989. La nuova fonte di dati offre l'opportunità di ottenere sensibili miglioramenti qualitativi, ivi inclusa una ricostruzione più accurata dei settori detentori.

Nelle revisioni, descritte in dettaglio nel paragrafo seguente, si sono seguite le linee di indirizzo appena esposte, anche se non sempre è stato possibile applicarle integralmente. Nella classificazione per strumenti il principio dell'omogeneità di trattamento degli emittenti si scontra con vincoli di ordine statistico (ad esempio, non esiste sufficiente informazione sui depositi all'estero detenuti da residenti presso banche estere) e con l'imperfezione dei mercati (l'evidenza statistica mostra, ad esempio, che il grado di sostituibilità della raccolta ordinaria con i certificati di deposito bancari è ancora molto più elevato di quello esistente con gli analoghi strumenti offerti dagli ICS). Anche la confrontabilità internazionale, pur già soddisfacente sia nell'ambito degli aggregati ristretti (M1) sia di quelli ampi (M2 italiana, M3 francese e tedesca), trova un limite nelle differenze che tuttora sussistono fra i mercati monetari nazionali.

In sintesi, la revisione affronta quattro aspetti:

1) *Classificazione degli strumenti.* I principali mutamenti riguardano: i vaglia cambiari e gli assegni circolari, inclusi nell'aggregato monetario ristretto (M1); la raccolta "pronti contro termine" da clientela delle aziende di credito e i buoni postali fruttiferi, esclusi dall'aggregato monetario (M2) (2) e compresi in una definizione più ampia di liquidità ("attività liquide"). Il novero degli aggregati comprende, inoltre, una misura più vasta, che include tutte le attività finanziarie.

2) *Definizione del settore detentore.* Viene mantenuta la tradizionale definizione di "settore non statale" (costituito essenzialmente da famiglie, imprese, istituti di assicurazione, amministrazioni locali ed enti di previdenza); la ricostruzione statistica è stata tuttavia migliorata, sfruttando le nuove fonti informative sul sistema bancario.

3) *Attività sull'estero.* Alle definizioni tradizionali, che includono solo attività sull'interno, si affiancheranno definizioni "estese", che comprendono le

attività detenute all'estero da residenti. Per ragioni di disponibilità statistica, ciò non è al momento possibile per la M1, che peraltro si può ritenere meno influenzata dalla mobilità internazionale dei depositi; per la M2, l'estensione è limitata ai depositi detenuti presso filiali estere di banche italiane. Questi mutamenti muovono nella direzione, condivisa nelle sedi europee, di formulare definizioni di moneta basate sulla residenza del detentore.

4) *Dati medi.* Agli attuali dati di fine mese, soggetti a una pronunciata accidentalità, si sostituiscono dati medi mensili. Ciò è coerente con la nuova disciplina della riserva obbligatoria, che dall'ottobre del 1990 commisura la riserva medesima al dato medio mensile della massa fiduciaria.

2. Le nuove definizioni

Le tavv. 2, 3 e 4 riportano la composizione per strumenti finanziari della M1, della M2 e dell'aggregato "attività liquide" e le relative consistenze alla fine del 1990; le principali differenze tra i nuovi aggregati e quelli utilizzati finora sono invece riportate schematicamente nella tav. 5.

Tav. 2

Componenti di M1	
STRUMENTI	Consistenze a dic. '90 (miliardi di lire)
Biglietti e monete, al netto delle giacenze presso le casse del Tesoro, della BI e delle aziende di credito, degli ICS e delle aziende autonome	69.320
Conti correnti liberi di residenti (1) presso le aziende di credito, in lire e in valuta	388.016
Conti correnti presso l'Amministrazione Postale, al netto di quelli detenuti dalle aziende di credito	8.257
Conti correnti presso altri enti (2)	3.295
Assegni circolari	12.366
Vaglia cambiari della B.I.	1.536
Totale M1	482.790

(1) Inclusi i conti correnti degli enti ammassatori. - (2) Inclusi i depositi volontari presso la Banca d'Italia e i conti correnti presso il Tesoro degli istituti di previdenza.

La M1 continua a identificarsi con la tipica nozione di moneta transattiva; la modifica più rilevante riguarda l'inclusione degli assegni circolari e dei vaglia cambiari della Banca d'Italia. Gli assegni circolari ri-

vestono un ruolo rilevante nel sistema italiano dei pagamenti, essendo impiegati per l'erogazione di salari e stipendi o per regolare transazioni commerciali. I vaglia cambiari sono invece impiegati soprattutto dal settore pubblico per effettuare pagamenti in favore del settore privato, come liquidazioni di fine rapporto o rimborsi di imposte. Si tratta di strumenti con elevato grado di liquidità, da ricomprendere pertanto in M1; ne erano finora esclusi a causa dell'insufficienza di informazioni sulla scomposizione per settori detentori. Le nuove segnalazioni statistiche di Vigilanza rendono attualmente disponibile questa informazione; è quindi possibile assicurarne un trattamento analogo ad altri strumenti dalle caratteristiche simili.

Tav. 3

Componenti di M2

STRUMENTI	Consistenze a dic. '90 (miliardi di lire)
M1	482.790
Depositi di residenti in lire presso le aziende di credito:	
– depositi a risparmio liberi e vincolati e depositi vincolati in conto corrente	176.153
– certificati di deposito	119.893
Depositi presso l'Amministrazione Postale:	
– libretti postali	23.627
Totale M2	802.463
Depositi di residenti presso filiali estere di banche italiane	1.640
Totale M2 "estesa"	804.103

La nuova definizione di M2 non comprende, a differenza della precedente, le operazioni "pronti contro termine" tra banche e clientela e i buoni postali fruttiferi. Le operazioni "pronti contro termine" sono costituite dalla cessione temporanea alla clientela (famiglie e imprese) di titoli in portafoglio, con scadenza tipicamente breve. Per il cliente l'operazione costituisce una forma flessibile di impiego, con l'ulteriore vantaggio della diversificazione rispetto al titolo di Stato. La scelta della collocazione nell'ambito degli aggregati monetari dipende dalla funzione svolta da queste operazioni e dalle loro caratteristiche di sostituibilità con gli altri strumenti finanziari; in particolare, esse possono essere considerate dal cliente un'alternativa ai depositi ovvero un'alternativa ai titoli. L'andamento dei rendimenti di queste operazioni, ge-

neralmente competitivi con quelli dei titoli, suggerisce l'esistenza di una elevata sostituibilità con questi ultimi; dal punto di vista della banca è plausibile ritenere che esse abbiano costituito un modo per realizzare in modo flessibile e redditizio lo smobilizzo del portafoglio, anziché un incremento complessivo della raccolta. Questi elementi, unitamente alla difficoltà di rilevazione statistica e ai fenomeni di riemersione generati dall'esenzione di questi strumenti dall'obbligo di riserva, attuata nel maggio del 1991, hanno fatto propendere per la loro esclusione dalla M2; essi sono stati invece inseriti nell'aggregato più ampio di attività liquide, analogamente ai titoli a breve termine.

I buoni postali fruttiferi, pur essendo formalmente un titolo a vista, rappresentano in pratica una forma di investimento a lungo termine, grazie al particolare meccanismo che ne regola il rendimento. Essi offrono infatti un tasso di interesse che aumenta con il periodo di detenzione, incentivando così una detenzione protratta fino alla scadenza ultima. A conferma dell'efficacia di tale meccanismo i BPF presentano una vita media elevata, pari a circa 7 anni. Sulla base di tali caratteristiche, è apparso opportuno escluderli dagli aggregati monetari; come le "operazioni pronti contro termine", essi sono inclusi fra le attività liquide.

Tav. 4

Componenti delle attività liquide

STRUMENTI	Consistenze a dic. '90 (miliardi di lire)
M2	802.463
BOT detenuti dal settore non statale	280.424
Accettazioni detenute dal settore non statale ..	1.539
Buoni postali fruttiferi	90.594
Raccolta bancaria con pronti contro termine ..	7.958
BTE	140
CD emessi da ICS	62.678
Totale attività liquide	1.245.796

L'aggregato M2 "esteso" include anche i depositi di residenti presso filiali estere di banche italiane. Come già accennato, ciò risponde all'esigenza di muovere verso una maggiore coerenza internazionale nella composizione degli aggregati monetari; l'orientamento prevalente in sede comunitaria è quello di avvicinarsi, a questo fine, a definizioni basate sul con-

petto di residenza del detentore, includendo cioè nella moneta nazionale tutti gli strumenti monetari in possesso di residenti, indipendentemente dall'emittente o dalla valuta di denominazione. Per ragioni di disponibilità dell'informazione statistica non è peraltro al momento possibile includere nella definizione anche i depositi di residenti presso banche estere, che vi sarebbero logicamente compresi. La scelta di aggiungere, anziché sostituire, l'aggregato "esteso" a quello tradizionale è coerente con gli indirizzi concordati con gli altri paesi membri della Comunità.

Le attività liquide comprendono, oltre alle voci già menzionate e alla M2, le accettazioni bancarie, i CD emessi dagli istituti di credito speciale, i BOT e i BTE. L'inclusione dei BTE, in precedenza presenti solo nel più ampio aggregato di attività finanziarie, è motivata dalla scadenza annuale di questi titoli, che li rende, assieme alla stabilità del cambio, altamente sostituibili ai BOT. I CCT non figurano nel novero delle attività liquide in considerazione delle forti oscillazioni che, come mostra l'esperienza degli ultimi anni, può subire il loro valore di mercato.

I CD degli istituti di credito speciale, esclusi dall'attuale M3, vanno quindi a confluire nella nuova definizione di attività liquide. In parziale deroga ai

criteri sopra enunciati, si è ritenuto di dover mantenere per il momento un diverso trattamento rispetto ai CD emessi dalle aziende di credito, che sono inclusi nella M2. L'evidenza empirica indica infatti che il pubblico tende tuttora a distinguere i CD sulla base dell'emittente: quelli emessi dagli ICS evidenziano, rispetto a quelli emessi dalle aziende di credito, una minore sostituibilità con i depositi bancari (3).

Dal punto di vista del settore detentore, si è scelto di mantenere la tradizionale definizione di "settore non statale", a grandi linee conforme alla prassi vigente nella maggior parte degli altri paesi. L'inclusione degli enti locali e degli istituti di previdenza fra i detentori, motivata originariamente da ragioni di ordine statistico, appare oggi giustificata anche dall'istituzione, nel 1984, della Tesoreria unica, che ha accentuato il carattere di scorte transattive dei fondi detenuti dagli enti locali, avvicinandone i comportamenti a quelli del settore privato. La metodologia di calcolo è stata tuttavia modificata: la definizione del settore statale, utilizzata per ricostruire, a residuo, il settore non statale, è stata rivista, per arrivare a una migliore classificazione degli enti inclusi nell'Amministrazione centrale.

Gli aggregati M1 e M2 (tav. 6) sono misurati utilizzando valori medi mensili, anziché dati di fine pe-

Tav. 5

Composizione degli aggregati monetari: raffronto tra nuove e vecchie definizioni

STRUMENTO	AGGREGATO		M 1		M 2		Attività liquide	
	Vecchia	Nuova	Vecchia	Nuova	"Estesa"	Vecchia (1)	Nuova	
Biglietti e monete	x	x	x	x	x	x	x	
Depositi bancari in c/c	x	x	x	x	x	x	x	
C/c in valuta di residenti	x	x	x	x	x	x	x	
Depositi postali in c/c	x	x	x	x	x	x	x	
C/c presso altri enti	x	x	x	x	x	x	x	
Vaglia cambiari		x		x	x		x	
Assegni circolari		x		x	x		x	
Depositi bancari a risparmio			x	x	x	x	x	
CD emessi da banche			x	x	x	x	x	
Libretti postali			x	x	x	x	x	
Depositi all'estero (2)					x			
Operazioni pronti contro termine			x			x	x	
Buoni fruttiferi postali			x			x	x	
CD emessi da ICS							x	
BOT						x	x	
BTE							x	
Accettazioni						x	x	

(1) M3. - (2) Depositi in lire e in valuta presso filiali di banche italiane operanti all'estero.

riodo come avveniva finora. Ciò risponde a una duplice esigenza: da un lato, aumentare la significatività del dato, altrimenti influenzato dagli andamenti accidentali dell'ultimo giorno del mese; dall'altro, mantenere la coerenza con la nuova disciplina della riserva obbligatoria, che dall'ottobre del 1990 commisura la riserva medesima al dato medio mensile

della massa fiduciaria, e non più a quello della fine del periodo.

Le consistenze medie mensili dei depositi bancari sono ottenute per il momento con stime basate sulle segnalazioni decadali; in prospettiva, esse saranno ricavate come medie dei dati giornalieri comunicati dalle aziende di credito (4).

Tav. 6

Aggregati monetari (1)
(dati medi mensili; consistenze in miliardi lire)

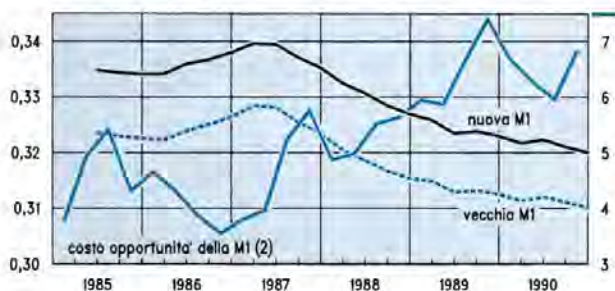
PERIODO	M 1	M 2	M 2 "estesa"	PERIODO	M 1	M 2	M 2 "estesa"
1985 - gen.	279.121	477.011	477.426	1988 - apr.	350.095	592.957	593.257
feb.	269.705	470.592	470.941	mag.	351.840	594.984	595.285
mar.	264.291	467.455	468.015	giu.	351.624	594.202	594.506
apr.	267.326	470.236	470.918	lug.	359.911	606.266	606.609
mag.	264.468	470.292	470.831	ago.	358.967	606.118	606.476
giu.	265.459	469.203	469.774	set.	360.515	610.266	610.746
lug.	273.233	475.806	476.370	ott.	369.763	621.294	621.939
ago.	272.299	478.067	478.575	nov.	370.358	622.932	623.649
set.	273.878	480.392	480.845	dic.	376.281	633.109	633.819
ott.	276.361	484.745	485.190	1989 - gen.	386.807	654.983	655.690
nov.	278.942	487.686	488.324	feb.	371.848	635.497	636.320
dic.	289.383	496.192	496.811	mar.	370.488	635.287	636.096
1986 - gen.	306.285	528.691	529.082	apr.	377.334	645.502	646.454
feb.	295.868	512.620	512.970	mag.	381.816	650.072	651.078
mar.	291.062	506.214	506.559	giu.	375.718	644.447	645.261
apr.	294.632	507.659	508.034	lug.	387.440	659.105	660.035
mag.	295.326	505.753	506.189	ago.	384.018	655.963	657.015
giu.	293.884	504.155	504.596	set.	384.215	658.638	659.658
lug.	299.222	508.507	508.912	ott.	389.964	665.109	666.154
ago.	297.861	509.661	510.046	nov.	391.496	669.007	670.009
set.	301.418	515.008	515.384	dic.	414.739	695.635	696.634
ott.	307.111	522.056	522.431	1990 - gen.	437.820	727.583	728.692
nov.	311.180	529.386	529.763	feb.	412.527	702.770	703.938
dic.	325.362	548.808	549.186	mar.	406.964	695.391	696.475
1987 - gen.	337.356	571.434	571.799	apr.	415.092	705.198	706.416
feb.	325.123	558.729	559.099	mag.	414.762	706.811	708.666
mar.	321.133	554.563	554.959	giu.	407.900	697.233	699.636
apr.	325.437	559.082	559.486	lug.	418.998	711.809	714.076
mag.	327.216	561.126	561.587	ago.	411.389	707.360	709.358
giu.	327.506	560.760	561.264	set.	418.943	716.627	718.649
lug.	333.755	566.627	567.077	ott.	426.719	729.559	731.395
ago.	332.939	565.307	565.690	nov.	426.490	732.581	734.220
set.	332.900	566.281	566.643	dic.	444.320	752.690	754.322
ott.	338.831	572.652	573.039	1991 - gen.	458.103	774.515	777.476
nov.	342.838	578.205	578.620	feb.	438.828	757.823	761.470
dic.	350.660	588.146	588.517	mar.	436.121	754.866	758.144
1988 - gen.	363.182	610.541	610.855	apr.	440.937	759.712	763.078
feb.	349.594	592.382	592.689	mag.	441.745	761.659	764.815
mar.	343.880	587.251	587.551	giu.	439.943	757.241	760.215

(1) A partire dal gennaio 1989, è stata adottata la nuova classificazione della clientela nelle statistiche di Vigilanza; ciò comporta una discontinuità verso il basso nelle serie valutabile in circa 1.500 miliardi.

3. L'andamento degli aggregati negli ultimi anni

Le modifiche di entità piuttosto contenuta apportate alla M1 non determinano variazioni sostanziali nella dinamica di questo aggregato; i tassi di incremento sono analoghi a quelli calcolati in base alla vecchia definizione. Il rapporto con il PIL rimane relativamente stabile (fig. 1); esso è costantemente maggiore per il nuovo aggregato che per il vecchio, in seguito all'introduzione, nel primo, degli assegni circolari e dei vaglia cambiari della Banca d'Italia. Fino al 1987, entrambi i rapporti si mantengono pressoché costanti; successivamente, prevale una tendenza alla diminuzione. In quest'ultimo periodo, l'aumento della velocità di circolazione si accompagna a un aumento del costo-opportunità dell'aggregato, espresso dal differenziale fra il rendimento dei BOT e il rendimento medio degli strumenti inclusi in M1.

Fig. 1
Rapporto tra M1 e PIL (1)

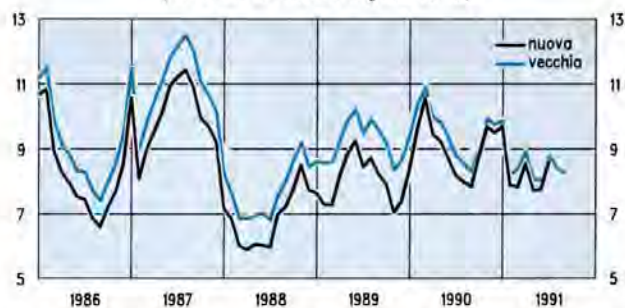


(1) Calcolato su medie mobili a 4 periodi per M1 e "somme mobili" a 4 periodi per il PIL - (2) Tasso netto sui BOT meno una media ponderata dei rendimenti delle diverse componenti di M1 (valori percentuali).

Per la M2 le differenze fra nuova e vecchia definizione sono più marcate. Come risulta dalla fig. 2, i tassi di crescita a dodici mesi del nuovo aggregato sono costantemente inferiori a quelli del vecchio, anche se in misura non elevata (0,8 punti percentuali in media, 0,2 punti percentuali alla fine del 1990). Questa diversa dinamica è principalmente dovuta all'esclusione dall'aggregato dei buoni fruttiferi postali; negli ultimi anni questi strumenti sono infatti stati caratterizzati da tassi di crescita più elevati rispetto alle altre attività incluse nella vecchia M2.

Fig. 2

Tassi di crescita a 12 mesi di M2 (1)
(vecchia e nuova definizione)

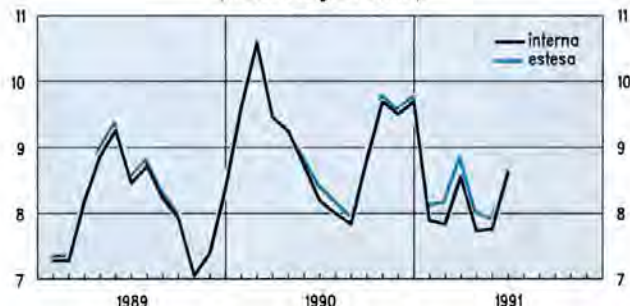


(1) Le serie di riferimento sono state corrette per gli effetti degli scioperi bancari di fine 1989.

I tassi di crescita dell'aggregato "esteso" sono quasi uguali a quelli della M2 fino al 1988; fino a tale data, infatti, la consistenza dei depositi all'estero dei residenti era estremamente ridotta, in seguito ai controlli sui movimenti di capitale allora vigenti. Negli anni successivi, alla progressiva rimozione dei vincoli valutari si è accompagnata una crescita di questi strumenti, che si è tradotta in una dinamica della M2 "estesa" lievemente più sostenuta di quella dell'aggregato "interno" (fig. 3).

Fig. 3

Tassi di crescita a 12 mesi di M2 (1)
(nuova definizione)

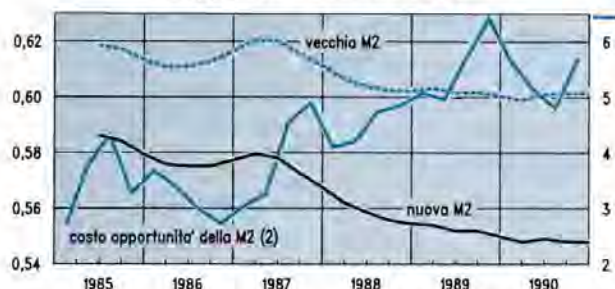


(1) Le serie di riferimento sono state corrette per gli effetti degli scioperi bancari di fine 1989.

In rapporto al PIL, il profilo della nuova M2 è inferiore a quello del vecchio aggregato (fig. 4); l'effetto dell'esclusione delle operazioni "pronti contro termine" e dei buoni postali fruttiferi supera ampiamente quello dell'inclusione dei vaglia cambiari e degli assegni circolari.

Fig. 4

Rapporto tra M2 e PIL (1)



(1) Calcolato su medie mobili a 4 periodi per M2 e "somme mobili" a 4 periodi per il PIL. - (2) Tasso netto sui BOT meno una media ponderata dei rendimenti delle diverse componenti di M2 (valori percentuali).

Dopo il 1987 inizia una progressiva diminuzione del rapporto al PIL della nuova M2, analogamente a quanto rilevato per la M1; anche in questo caso, il fenomeno avviene in concomitanza di un aumento del costo-opportunità della moneta (definito come differenziale tra rendimento dei BOT e rendimento medio

della M2), che ha incentivato la ricomposizione dei portafogli in favore dei titoli a breve termine. Nello stesso periodo, la diminuzione è assai meno marcata per la vecchia M2; presumibilmente, il processo di sostituzione dei depositi con attività assimilabili ai titoli a breve ha influenzato in misura limitata il vecchio aggregato, perché esso è in parte avvenuto al suo interno, interessando le operazioni "pronti contro termine" e i buoni postali fruttiferi.

(1) La precedente revisione è stata compiuta nel 1985; si veda la nota pubblicata sul Bollettino Economico n. 5.

(2) Corrispondente alla "M3 armonizzata" calcolata anche dagli altri principali paesi europei.

(3) Una sostituibilità maggiore potrà derivare, in prospettiva, dalla facoltà ora concessa agli ICS di riacquistare, entro certi limiti, i CD dalla propria clientela.

(4) Per le componenti degli aggregati per cui sono disponibili solo dati di fine mese, la consistenza media è stimata mediante interpolazione di mesi contigui.

Il sistema pensionistico: ragioni per una riforma

Negli ultimi anni, i sistemi pensionistici pubblici sono stati oggetto di proposte di riforma in molti paesi occidentali. Nonostante le differenze negli assetti istituzionali, le motivazioni di tali proposte sono in larga misura comuni. Le più importanti riguardano l'evoluzione demografica: si teme che le attuali politiche pensionistiche, che spesso hanno origini lontane nel tempo, non siano finanziariamente sostenibili da società in rapido invecchiamento. Si teme, inoltre, che le stesse politiche concentrino eccessivamente le risorse disponibili sui cittadini anziani, la cui posizione economica è notevolmente migliorata nel corso degli ultimi decenni, e con ciò impediscano di sostenere adeguatamente i gruppi sociali in cui il fenomeno della povertà è attualmente più diffuso.

Questi problemi si presentano in forma particolarmente accentuata in Italia. Fra i paesi occidentali, il nostro registra infatti la spesa per pensioni relativamente più elevata (13,9 per cento del prodotto interno lordo nel 1990), un tasso di fertilità fra i più bassi (1,3 figli per donna in età feconda) e un'incidenza delle erogazioni per pensioni su quelle complessive per la protezione sociale fra le più alte (65 per cento).

Ai problemi generali dei sistemi pensionistici dei paesi occidentali si aggiungono in Italia quelli derivanti dalla peculiare evoluzione del nostro sistema: notevole differenziazione delle normative riguardanti le varie categorie di cittadini; perseguimento di finalità sociali ed economiche non strettamente di pertinenza delle gestioni pensionistiche; continuo susseguirsi di innovazioni normative che determinano divari nel trattamento dei pensionati delle diverse annate. Oltre che da considerazioni di equilibrio finanziario, una riforma del sistema pensionistico italiano è pertanto resa pressante da esigenze di riordino di carattere equitativo e inerenti al funzionamento del mercato del lavoro.

La prima parte della nota è dedicata a un sintetico esame dell'evoluzione recente della spesa per pensioni in Italia e ad alcuni confronti internazionali. Nella seconda si delineano i problemi principali del sistema pensionistico italiano. Nell'ultima si riportano le linee-guida della riforma del sistema pensionistico indicate dal Governo nel Documento di programmazione economico-finanziaria dello scorso mese di maggio.

1. Il numero delle pensioni erogate in Italia è passato dai 12,5 milioni del 1970, ai 16,5 del 1980, agli oltre 19 del 1990. Negli anni settanta il contributo maggiore alla crescita è provenuto dai trattamenti di invalidità a carico dell'INPS (aumentati di due milioni di unità); nel decennio successivo la crescita ha invece riguardato soprattutto le pensioni di vecchiaia erogate dallo stesso ente (oltre un milione di unità), quelle di invalidità civile (800.000 unità) e quelle per i dipendenti pubblici (mezzo milione di unità). L'espansione è stata determinata dall'evoluzione dell'occupazione, dalla riduzione dei tassi di mortalità e dall'esplicarsi degli effetti delle riforme introdotte nei decenni precedenti. Fra queste ultime vanno ricordate, in particolare, l'estensione della tutela ai lavoratori autonomi e ai cittadini anziani o invalidi privi di mezzi di sostentamento e l'introduzione delle pensioni di anzianità. La dinamica del numero dei trattamenti è stata inoltre influenzata dall'ampliamento delle condizioni per la concessione di alcuni tipi di trattamenti, quali, in una prima fase, quelli di invalidità a carico dell'INPS e, negli anni ottanta, quelli di invalidità civile. In quest'ultimo periodo la dinamica è stata accentuata anche dai provvedimenti che consentivano il prepensionamento del personale di aziende in crisi e di settori che registravano un notevole declino dell'occupazione; al termine del decennio, i lavoratori prepensionati che non avevano ancora raggiunto l'età prevista per il trattamento di vecchiaia erano circa 200.000.

Nello stesso periodo è aumentato considerevolmente anche l'importo medio dei trattamenti: in rapporto alla retribuzione lorda media dei lavoratori dipendenti, esso è passato dal 25 per cento del 1970, al 28 del 1980, al 36 dello scorso anno. L'aumento degli importi è connesso con l'incremento delle anzianità contributive e con il progressivo miglioramento della normativa riguardante la liquidazione e l'indicizzazione delle pensioni. Nella seconda parte degli anni ottanta, l'espansione degli importi è stata, inoltre, accentuata da alcuni provvedimenti volti ad aumentare le pensioni sociali e quelle al livello minimo erogate a percettori di redditi modesti, a portare i trattamenti minimi dei lavoratori autonomi al livello di quelli corrisposti ai lavoratori dipendenti e ad accrescere le cosiddette "pensioni d'annata". Per quanto riguarda queste ultime, i provvedimenti tendevano a porre rimedio a differenze di trattamento determinate dall'evolversi della normativa riguardante le modalità di liquidazione delle pensioni e dall'interagire del sistema di indicizzazione precedentemente in vigore con un intenso processo inflazionistico. In senso espansivo ha operato anche l'applicazione di alcune decisioni giurisprudenziali. Infine, è progressivamente cresciuto il peso relativo delle categorie con i trattamenti di importo più elevato (quali i dipendenti pubblici), mentre si è ridotto quello di alcune categorie con importi relativamente bassi (quali i lavoratori autonomi del settore agricolo e i titolari di pensioni sociali).

Nel complesso, la spesa pubblica per le pensioni e le rendite è salita dal 7,5 per cento del prodotto interno del 1970, al 10,2 del 1980 e al 13,9 del 1990. Tale dinamica contrasta nettamente con quella delle altre spese di carattere sociale, che dal 6,5 per cento del 1970 sono passate rispettivamente al 6,9 e al 7,3 per cento della stessa grandezza di riferimento. Di fatto, anche a causa della particolare natura delle prestazioni pensionistiche, che non si adatta a interventi restrittivi operanti in tempi brevi, nelle decisioni di spesa le pensioni sono state privilegiate rispetto alla fornitura di servizi sanitari e al sostegno ai cittadini disoccupati o con carichi familiari.

Nel corso degli anni settanta, il peso relativo delle pensioni di carattere previdenziale e assistenziale si è progressivamente spostato in favore delle prime. Nel decennio successivo, soprattutto a causa del-

l'espansione dei trattamenti di invalidità civile, si è registrata la tendenza opposta. Nel 1990 le due categorie di trattamenti assorbivano rispettivamente il 90 e il 10 per cento della spesa. Sotto il profilo funzionale, nell'arco del ventennio è progressivamente aumentato il peso dei trattamenti di vecchiaia; nel 1990 essi rappresentavano oltre la metà della spesa complessiva. Si sono, invece, ridotte l'incidenza delle pensioni di invalidità e quella dei trattamenti ai superstiti.

Alla crescita della spesa si è accompagnato un netto miglioramento delle condizioni economiche dei cittadini anziani e, più in generale, dei titolari di pensione. Nel corso degli ultimi decenni l'incidenza della povertà fra i nuclei familiari con capofamiglia ultrasessantacinquenne è progressivamente diminuita, raggiungendo livelli sostanzialmente simili a quelli che si registrano fra gli altri nuclei. Fra i nuclei con capofamiglia pensionato la diffusione della povertà resta leggermente superiore a quella rilevata fra i nuclei di altro tipo (rispettivamente il 13 e l'11 per cento nel 1987); l'intensità del fenomeno, intesa come la differenza fra il reddito effettivo e la "linea di povertà", è tuttavia inferiore a quella che si riscontra fra i nuclei "poveri" di altro tipo (rispettivamente il 19 e il 28 per cento del reddito corrispondente alla linea di povertà nel 1987).

L'incidenza della spesa per pensioni sul prodotto interno è in Italia largamente superiore a quella che si registra nella maggioranza degli altri paesi occidentali. A metà degli anni ottanta, nei paesi membri dell'OCSE l'incidenza media era pari all'8,9 per cento; fra l'Italia e gli altri paesi vi era un divario di 4 punti percentuali.

La differenza nei livelli di spesa, che tende ad accrescersi, è dovuta all'utilizzo del sistema pensionistico italiano per finalità che vengono perseguite in altri paesi con prestazioni di tipo diverso e, soprattutto, a una normativa più favorevole sotto il profilo sia dell'acquisizione del diritto a una pensione sia della determinazione dell'importo della medesima.

Nell'ambito della CEE, in particolare, l'Italia presenta le età di pensionamento più basse (60 anni per gli uomini e 55 per le donne iscritti al Fondo pensioni lavoratori dipendenti dell'INPS), un coefficiente di determinazione dell'importo delle pensioni fra i più

elevati (2 per cento per ciascun anno di contribuzione) e periodi di riferimento per il calcolo della retribuzione pensionabile fra i più vantaggiosi (gli ultimi cinque anni per i dipendenti del settore privato e il momento del pensionamento per quelli del settore pubblico). Anche le modalità di indicizzazione delle pensioni sono fra le più favorevoli: i trattamenti sono collegati all'andamento delle retribuzioni, invece che a quello dei prezzi come in altri paesi (l'adeguamento dei trattamenti alla crescita delle retribuzioni in termini reali è tuttavia reso parziale dalle caratteristiche dell'indice di riferimento). La normativa italiana è inoltre relativamente poco restrittiva per quanto riguarda il cumulo di più trattamenti e la concessione delle pensioni di reversibilità, per le quali non sono previste condizioni di reddito e di età.

2. In prospettiva, in assenza di una revisione della normativa, la dinamica della spesa per pensioni dovrebbe restare superiore a quella del prodotto interno. Gli effetti della maturazione delle gestioni pensionistiche, in particolare dell'aumento delle anzianità contributive, si sommeranno infatti a quelli della crescita dell'incidenza della popolazione anziana su quella complessiva.

Le stime recentemente formulate dall'INPS e dalla Ragioneria dello Stato, che sostanzialmente confermano quelle formulate dalla Commissione Tecnica per la Spesa Pubblica, concordano nel rilevare notevoli incrementi delle aliquote contributive di equilibrio (ovvero del rapporto fra le pensioni e la massa dei redditi imponibili). Per quanto riguarda il Fondo pensioni lavoratori dipendenti, l'INPS prevede che l'aliquota di equilibrio passi dal 39,5 per cento del 1990 al 45 per cento del 2010 (dal 43 al 48,5 per cento se si depurano dal monte salari le quote soggette a contribuzione ridotta o a esoneri); secondo le più recenti stime della Ragioneria, essa raggiungerebbe il 48 per cento in quest'ultimo anno e il 57 per cento nel 2025. Anche le aliquote di equilibrio riguardanti le principali categorie di lavoratori autonomi aumenterebbero notevolmente in seguito alla riforma dei trattamenti previdenziali entrata in vigore lo scorso anno: secondo l'INPS, si passerebbe per gli artigiani dall'11 per cento del 1990 al 27 per cento del 2010 e per i commercianti dall'11 al 22 per cento. Infine, nello stesso

arco temporale, nelle valutazioni della Ragioneria, l'aliquota di equilibrio riguardante i dipendenti statali passerebbe dal 40 al 45 per cento.

In assenza di interventi correttivi, queste tendenze richiederebbero necessariamente un inasprimento delle aliquote contributive di legge, che per il Fondo pensioni lavoratori dipendenti sono già ora largamente inferiori a quelle di equilibrio, o un incremento degli oneri a carico del bilancio dello Stato. Nel primo caso, vi sarebbero effetti negativi sulla competitività delle imprese del nostro paese. Nel secondo, si dovrebbero effettuare pesanti interventi compensativi sulle entrate tributarie e sulle altre voci di spesa; il processo di riequilibrio dei conti pubblici sarebbe compromesso.

Il sistema pensionistico italiano solleva inoltre seri problemi sotto il profilo degli effetti sul mercato del lavoro e sotto quello redistributivo. La segmentazione del sistema in molteplici gestioni con differenti normative ostacola la mobilità dei lavoratori fra il settore pubblico e quello privato e fra i vari comparti dell'uno e dell'altro settore. L'assenza di una relazione di carattere attuariale fra l'importo del trattamento e l'età del pensionamento incentiva ad anticipare quanto più possibile quest'ultima. La mancanza di uno stretto collegamento fra i contributi versati e le prestazioni maturate incentiva forme di evasione e di elusione contributiva. Le norme riguardanti i trattamenti di anzianità e le restrizioni al cumulo di pensione e reddito da lavoro tendono a incentivare forme di occupazione irregolari o l'abbandono del mercato del lavoro.

La normativa concernente i limiti di reddito per l'erogazione di alcune prestazioni, quella riguardante le possibilità di cumulo dei vari tipi di trattamenti e l'irregolarità del collegamento anzidetto determinano effetti redistributivi disordinati. A parità di ogni altra circostanza, il potere d'acquisto dei trattamenti liquidati in anni diversi è inversamente proporzionale al tasso di inflazione registrato nell'anno precedente il pensionamento. Dopo la liquidazione, il potere d'acquisto dei trattamenti di importo medio ed elevato si riduce in misura proporzionale al tasso di inflazione, che così modifica anche il valore relativo delle pensioni. Il riferimento, ai fini della determinazione della base pensionabile, all'ultima retribuzione per i dipendenti pubblici e all'ultimo quinquennio di atti-

vità per quelli privati, favorisce i soggetti con la progressione economica più accentuata nella fase terminale della carriera.

3. Nel Documento di programmazione economico-finanziaria per il triennio 1992-94, la riforma del sistema pensionistico viene indicata fra gli interventi fondamentali per l'acquisizione del controllo della dinamica della spesa e, quindi, di un durevole risanamento dei conti pubblici. A tale scopo, il Governo ha conferito mandato al Ministro del lavoro e della previdenza sociale di presentare un disegno di legge di riforma del sistema pensionistico che limiti l'espansione della spesa attraverso aumenti dell'età di pensionamento, del periodo minimo di contribuzione

e del periodo di riferimento ai fini del calcolo della retribuzione pensionabile. La riforma dovrebbe anche rendere progressivamente omogenea la normativa riguardante le varie categorie di lavoratori.

Il Governo ha inoltre previsto una generale revisione degli interventi di carattere assistenziale, più specificamente dei limiti di reddito fissati per la loro concessione, e ha delineato il ruolo che dovrebbe essere svolto dai fondi pensionistici integrativi. Questi, operando in regime di concorrenza e in condizioni di equilibrio di gestione, dovrebbero accrescere le possibilità di scelta dei singoli lavoratori in merito all'importo e alle altre caratteristiche delle prestazioni previdenziali.

Il progetto di riforma bancaria negli Stati Uniti e lo stato del suo *iter* parlamentare (*)

1. Il quadro normativo di riferimento

Nel marzo scorso l'Amministrazione statunitense ha presentato al Congresso un disegno di legge di riforma del sistema bancario e finanziario, denominato The Financial Institutions Safety and Consumer Choice Act, che ricalca, con alcune modificazioni, i contenuti del Rapporto *Modernizing the Financial System* pubblicato all'inizio di febbraio dal Tesoro.

L'elaborazione del Rapporto del Tesoro, la presentazione del disegno di legge e, in precedenza, la produzione normativa della Riserva federale sull'espansione funzionale delle banche (1), nonché il prolungato dibattito parlamentare sui temi della ristrutturazione finanziaria, debbono essere inquadrati nel contesto di crescente instabilità del sistema bancario americano.

Dopo i fallimenti bancari della Grande Depressione, il sistema era stato caratterizzato da una sostanziale stabilità, e ciò fino all'inizio degli anni ottanta. Successivamente, il numero delle banche fallite o bisognose di assistenza dalla Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) ha cominciato ad aumentare rapidamente, attestandosi negli ultimi anni sulle 150-200 unità l'anno (su un totale attuale di circa 12.200 aziende).

Le crisi sono state in parte imputate a una struttura del sistema che, soprattutto nell'ultimo decennio, è apparsa inefficiente, non redditizia, poco competitiva, quindi instabile. Tale struttura viene ricondotta alla cornice normativa interbellica, e in particolare al Glass-Steagall Act del 1933 e al McFadden Act del 1927, il primo volto a porre limitazioni d'ordine funzionale, il secondo d'ordine geografico, all'espansione delle banche. Più controversa è la critica del ter-

zo pilastro della legislazione bancaria americana, il Bank Holding Company Act del 1956, che stabilisce la separazione fra Banca e Industria.

Le limitazioni funzionali mirano a isolare l'attività bancaria – intesa come raccolta di depositi dal pubblico ed erogazione di prestiti commerciali e industriali – dall'intermediazione mobiliare, considerata eccessivamente speculativa e fonte di potenziale conflitto d'interessi con la prima. Inoltre, alle banche è stata per lo più preclusa l'attività assicurativa. A questo "isolamento" corrisponde l'accesso esclusivo delle banche alla "rete di protezione federale", consistente nel credito di ultima istanza, nell'assicurazione pubblica dei depositi (anch'essa creazione degli anni trenta), nell'utilizzo dei sistemi di pagamento gestiti dalla banca centrale. La limitazione geografica, che si traduce nel divieto di espansione territoriale su scala nazionale, è prevalentemente volta alla tutela degli interessi locali. Ad entrambe le limitazioni e alla separazione Banca-Industria non sono estranee motivazioni *antitrust*.

Il limite funzionale ha frenato la diversificazione dell'attività delle banche e contribuito alla loro disintermediazione, causata soprattutto dal crescente ricorso delle imprese al mercato dei capitali. La diversificazione è stata anche contenuta dal limite geografico, che ha legato le banche agli alti e bassi della congiuntura locale, facendo loro avvertire le conseguenze delle crisi agricola, energetica e, più recentemente, immobiliare. A quest'ultimo settore è attualmente destinato circa il 30 per cento degli attivi bancari. Tali limiti hanno poi rallentato il processo di consolidamento dell'industria finanziaria, mentre un eccesso di capacità si sviluppava negli anni ottanta.

(*) A cura della Rappresentanza dell'UIC a New York.

Le situazioni di crisi hanno determinato pressioni crescenti sul fondo assicurativo, del quale il GAO (2) prevede l'incapienza per la fine del corrente anno, in assenza di ricapitalizzazione. A riguardo si evoca la recente, ampia crisi degli istituti di risparmio (Savings and Loan Associations-S&Ls), anche se occorre sottolineare che questi costituiscono un settore nettamente distinto quanto a modalità operative, organi di vigilanza, fondo assicurativo.

Una riforma che consenta l'espansione funzionale delle banche nel settore mobiliare – ben al di là della limitata espansione che, nel quadro normativo esistente, la Riserva federale è stata in grado di concedere – e anche in quello assicurativo, pur non ignorando l'attuale eccesso di capacità nel settore finanziario, è da molti vista come strumento di recupero nel lungo periodo della competitività nei confronti degli altri intermediari finanziari e delle banche di altri paesi, che tali funzioni già hanno. Per l'espansione territoriale si invoca l'esempio dell'Europa e del suo mercato unico dei servizi finanziari.

Il disegno di riforma presentato dall'Amministrazione ha previsto un'ampia espansione funzionale e geografica della banche, il superamento della separazione tra Banca e Industria, la riforma del sistema di assicurazione dei depositi, anche con la ricapitalizzazione del relativo fondo, e la ristrutturazione degli organi federali di vigilanza bancaria (3). Anche le banche estere operanti negli Stati Uniti sono state significativamente toccate dal disegno di legge.

I lavori parlamentari, ancora in corso, hanno tuttavia condotto alla elaborazione di altre versioni del progetto di riforma che, in alcuni aspetti, si discostano significativamente dal disegno di legge dell'Amministrazione.

Le differenze fra le varie versioni, tra loro e con il disegno di legge originario, sono indicative di forti contrasti in seno al Congresso, e fra questo e l'Amministrazione; contrasti che fanno ritenere difficile l'approvazione in tempi brevi di un'ampia riforma.

Per quanto il disegno dell'Amministrazione sia formalmente superato, esso costituisce la base delle successive versioni attualmente in discussione. Se ne dà qui di seguito una sintesi, considerando poi alcune prese di posizione sullo stesso e infine lo stato dell'*iter* parlamentare della riforma bancaria.

2. Il contenuto del disegno di legge governativo

Attraverso importanti emendamenti del Glass-Steagall Act e del Bank Holding Company Act, l'espansione funzionale delle banche verrebbe conseguita con un nuovo tipo di società finanziaria, la Financial Services Holding Company (FSHC), che potrebbe controllare sussidiarie, separatamente capitalizzate, specializzate in diverse funzioni: bancaria, mobiliare, assicurativa, e altre di natura finanziaria; sono previsti limiti alle transazioni fra affiliate, anche a discrezione dell'organo di vigilanza, volti a "isolare" la sussidiaria bancaria, avente – come si è detto – accesso esclusivo alla "rete di protezione federale".

Il disegno di legge limita la possibilità di espansione funzionale alle sole banche più capitalizzate. Esso individua diverse categorie ("zone") di banche in base alla loro capitalizzazione. L'appartenenza a una determinata "zona" condizionerebbe tutto l'esercizio della vigilanza: più essa è collocata in alto, più la banca sarebbe svincolata da procedure autorizzative e di controllo.

È poi prevista la possibilità di espansione sull'intero territorio nazionale, sia con banche sussidiarie sia con filiali, superando il divieto attuale di espansione fuori dello Stato, sancito dal McFadden Act per le filiali e ribadito dal Douglas Amendment per le sussidiarie.

Il superamento della separazione tra Banca e Industria, perseguito dall'Amministrazione soprattutto al fine di ricapitalizzare il sistema bancario, sarebbe attuato prevedendo la creazione della Diversified Holding Company (DHC), che non avrebbe limitazioni sul tipo di attività che può intraprendere. La partecipazione delle imprese industriali o commerciali nel capitale bancario si potrebbe realizzare, indirettamente, attraverso l'acquisizione, da parte della DHC, di una FSHC.

La DHC potrebbe acquisire il controllo di una FSHC a condizione che la banca da questa controllata sia nella "zona" di capitalizzazione più elevata, al fine di consentire commistioni di imprese industriali o commerciali solo con banche ben capitalizzate; clausole stringenti proibirebbero ogni forma di prestito fra la FSHC, ivi incluse le sue sussidiarie, bancarie e non, e la DHC.

Di fronte alla normativa attuale, che prevede la copertura assicurativa dei conti di deposito fino a 100.000 dollari, ma consente di avere più conti presso la stessa banca, e a maggior ragione presso più banche, il disegno di legge limita la copertura a due soli conti, uno ordinario e l'altro di "risparmio pensionistico", per ogni depositante e per ogni banca, demandando alla FDIC lo studio di un piano volto a limitare l'assicurazione a due soli conti per depositante.

I premi assicurativi sui depositi verrebbero commisurati alla rischiosità dell'istituzione. Le categorie di rischio andrebbero determinate dalla FDIC sulla base dei parametri usati dalla normativa sull'adeguatezza del capitale.

Circa la ricapitalizzazione del fondo assicurativo, il disegno di legge prevede che la FDIC possa indebitarsi con la Riserva federale fino a 25 miliardi di dollari, e col Tesoro per ulteriori 45 miliardi. Tali prestiti andrebbero serviti con i premi versati dalle banche, aumentabili fino a 0,30 dollari (dagli attuali 0,23) per 100 di depositi assicurati.

Si prevede inoltre che, nella risoluzione di una crisi bancaria, la FDIC debba usare il criterio della soluzione meno costosa; a tale criterio potrebbe derogare nei casi in cui il Tesoro e la Riserva federale ravvisino nella crisi un rischio sistemico.

Il disegno di legge ristruttura radicalmente la vigilanza bancaria a livello federale (4), ampliando i poteri del Tesoro, mediante la costituzione di una sua nuova agenzia, l'Office of Depository Institutions, che vigilerebbe sulle banche nazionali (nonché sulle S&Ls) e sulle relative *holdings*, sostituendosi, rispettivamente, al Comptroller (e all'organo di controllo delle S&Ls, detto OTS) e alla Riserva federale; la Riserva federale acquisirebbe la vigilanza su tutte le banche statali (da esercitare insieme con gli Stati), mantenendo quella sulle relative *holdings*; la FDIC perderebbe i suoi poteri di vigilanza e si specializzerebbe nel ruolo di assicurare le banche e di liquidare le istituzioni insolventi.

Il disegno di legge prevede la vigilanza "funzionale" sulle singole sussidiarie della FSHC (per la quale, ad esempio, la sussidiaria bancaria sarebbe sottoposta all'organo di controllo bancario, quella mobiliare alla Security Exchange Commission, e così via); prevede, inoltre, che le FSHCs siano sottoposte

a una vigilanza consolidata effettuata dalla Riserva federale o dall'Office of Depository Institutions, a seconda di quale delle due autorità vigili sulla principale sussidiaria bancaria.

Infine, quanto alle banche estere negli Stati Uniti, se esse intendono espandere la loro operatività nei settori finanziari non bancari (mobiliare, assicurativo), il disegno di legge prescrive che adottino la forma giuridica di FSHC, in applicazione del principio del "trattamento nazionale", per cui la loro attività bancaria e le altre attività dovrebbero essere svolte da sussidiarie della FSHC, indipendentemente capitalizzate. Le banche estere potrebbero operare attraverso filiali, come attualmente avviene, solo ove rinuncino ad espandersi nelle nuove funzioni.

3. Alcune reazioni al disegno di legge governativo

L'espansione funzionale e geografica delle banche in diversi settori finanziari ha riscosso in generale un certo consenso; ma al Congresso diversi parlamentari temono che essa crei situazioni di crisi simili a quelle delle S&Ls e quindi ponga le condizioni per un nuovo, ampio "salvataggio" pubblico, mentre le piccole banche temono che quell'espansione agevoli i processi di concentrazione, e costituisca quindi una minaccia per la loro sopravvivenza.

L'esigenza di maggior capitalizzazione delle banche è alla base della proposta di superamento della separatezza Banca-Industria; ma l'intento di evitare eccessive concentrazioni di potere economico e conflitti d'interesse rende critici numerosi esponenti del Sistema della Riserva federale; il presidente della Federal Reserve Bank di New York, Corrigan, ha ribadito recentemente la sua opposizione, osservando che, se il livello di redditività delle banche fosse soddisfacente, il capitale vi affluirebbe spontaneamente dal mercato senza necessità di acquisizioni di controllo da parte di imprese non finanziarie. Il presidente della Riserva federale, Greenspan, pur non contrario alla commistione Banca-Industria, ritiene i tempi non ancora maturi per attuarla. Altri osservatori hanno paventato la creazione di una sorta di *corporative State*, dominato da poche grandi concentrazioni societarie

(corporations). Altri ancora pensano che il tradizionale affidamento del sistema americano ai *checks and balances* renda indesiderabile tale squilibrata distribuzione di potere economico.

Circa la limitazione della copertura assicurativa dei depositi, prevale in taluni il timore che la possibile instabilità da essa generata, connessa con potenziali ritiri di depositi in caso di crisi, crei più forti rischi di quanto non faccia la sostanziale assenza di limiti ora vigente. Inoltre, ha guadagnato terreno al Congresso l'idea che, al fine di contenere l'impatto delle crisi bancarie sul fondo assicurativo e, infine, sul contribuente, le aziende bancarie debbano essere lasciate fallire con maggiore tempestività. Sul medesimo tema, pur riconoscendosi la difficoltà di non "salvare" aziende di credito ritenute essenziali all'economia nazionale (principio del "troppo grande per fallire"), si invoca un più stretto controllo sull'applicazione del principio e una più diretta responsabilità del Tesoro nella copertura delle perdite.

Negativa è la reazione della banca centrale alla previsione di un suo coinvolgimento nel rifinanziamento del fondo assicurativo, per timore che la natura delle sue funzioni venga alterata, la liquidità del suo portafoglio ridotta e che essa sia ritenuta, in conseguenza di tale coinvolgimento, incapace di controllare adeguatamente l'offerta di moneta.

Quanto alla normativa sulle banche estere negli Stati Uniti, le principali critiche – provenienti dalla banca centrale, dalla stessa associazione delle banche estere, dalla CEE – si riconducono alla più limitata operatività e alla necessità di dover disporre di più elevata capitalizzazione che da tale normativa conseguono (perché i loro limiti di fido sarebbero commisurati non al capitale globale della banca estera, ma a quello – più piccolo – della sussidiaria bancaria americana, e perché il disegno di legge consente le nuove funzioni solo a banche fortemente capitalizzate). Si rileva inoltre che se le banche estere dovessero operare non con filiali, in genere non assicurate, ma con sussidiarie, assicurate, crescerebbe l'affidamento dei depositanti alla "rete di sicurezza" americana, invece che a quella della casa-madre; si teme infine che la normativa sposti certe attività fuori degli Stati Uniti e incoraggi restrizioni di altri paesi a banche americane su base di reciprocità.

4. L'iter parlamentare

Sulla riforma bancaria si sono finora pronunciate diverse Commissioni del Congresso: le Commissioni Bancarie della Camera e del Senato, aventi la più diretta competenza in materia, e la Commissione Energia e Commercio della Camera, che ha specifica competenza per le attività mobiliari; emendamenti di minore portata provengono dalle Commissioni Agricoltura, Giustizia e Ways & Means della Camera.

Le versioni approvate differiscono dal disegno di legge dell'Amministrazione e fra di loro. Il disegno di legge governativo si riconosce maggiormente nel testo della Commissione Bancaria della Camera.

La necessità di un'espansione delle banche sull'intero territorio nazionale è riconosciuta da questo testo, peraltro con una moratoria di tre anni; alcune restrizioni sono state inserite nella versione del Senato e altre, a tutela delle zone rurali, dalla Commissione Agricoltura.

L'espansione funzionale è generalmente accolta, ma anch'essa con rilevanti limitazioni: la Commissione Energia e Commercio ha approvato clausole di garanzia alquanto severe contro abusi e conflitti d'interesse fra sussidiaria bancaria e mobiliare. Le clausole – nell'opinione di molte banche – vanificherebbero le sinergie del gruppo e costituirebbero addirittura un passo indietro rispetto alle limitate facoltà in materia di attività mobiliare già riconosciute, come sopra accennato, dalla Riserva federale. Inoltre, la versione del Senato reca forti limiti all'espansione nel campo assicurativo.

La commissione fra Banca e Industria, ammessa dalla Commissione Bancaria della Camera, è invece respinta sia dalla Commissione Energia e Commercio sia dalla versione del Senato.

Altre modifiche rispetto al testo presentato dall'Amministrazione interessano l'assicurazione dei depositi, il rifinanziamento del relativo fondo, la ristrutturazione degli organi federali di vigilanza e il trattamento delle banche estere.

Le Commissioni Bancarie hanno eliminato le norme limitative dell'assicurazione dei depositi, preferendo l'attuale disciplina. Nell'intento di attenuare gli oneri dell'intervento pubblico nelle crisi bancarie,

le Commissioni, diversamente dal disegno di legge governativo, intendono limitare il ricorso al finanziamento della banca centrale da parte di istituti in crisi, nella convinzione – prima ricordata – che tale ricorso prolunghi spesso la vita di banche ormai insolventi, accrescendo il costo dell'intervento quando la banca infine fallisce. Al riguardo, ove la Riserva federale prestasse a banche sottocapitalizzate, successivamente fallite, essa dovrebbe rimborsare alla FDIC il maggior onere derivante dal ritardato intervento.

Sul rifinanziamento del fondo di assicurazione dei depositi, le Commissioni hanno eliminato la possibilità del fondo di indebitarsi con la Riserva federale, prevedendo invece la sola possibilità di indebitarsi col Tesoro. Inoltre prevedono limiti al principio del "troppo grande per fallire", con più diretta responsabilità del Tesoro ove esso sia applicato.

Rispetto alla ristrutturazione della vigilanza, le Commissioni hanno respinto la proposta del Tesoro di modificare l'assetto esistente.

Le Commissioni hanno respinto la parte del disegno di legge governativo concernente le banche estere, accogliendo le severe critiche mosse in proposito. Le banche estere potrebbero così continuare a operare per mezzo di filiali, senza bisogno di costituire una FSHC, anche se espandessero la loro attività, mediante società apposite, sussidiarie della casa-madre estera, nei nuovi settori previsti dal disegno di legge stesso. L'autorizzazione a operare in tali nuovi settori sarebbe accordata dall'organo di vigilanza in base al grado di capitalizzazione della banca estera, la quale non sarebbe valutata applicando rigidamente i criteri delle "zone" di capitale previsti per le banche americane, ma sulla base di una "equivalenza sostanziale" delle risorse finanziarie della banca estera con quelle di una FSHC americana. La versione del Senato prevede peraltro che l'intera materia sia riesaminata dopo un anno dall'entrata in vigore della legge.

Sempre in tema di banche estere, le Commissioni hanno inserito nel progetto di riforma il contenuto di un disegno di legge, separatamente presentato su pro-

posta della Riserva federale, volto a rafforzare la vigilanza che essa esercita su tali banche, rispetto a quella demandata alle autorità statali.

Il cammino parlamentare è ancora lungo e complesso. Le varie versioni dovranno essere conciliate in un unico testo. I contrasti sopra delineati inducono molti osservatori a ritenere che, almeno per quest'anno, una riforma di ampio respiro non sarà approvata. Inoltre, ove il Congresso approvasse una riforma con contenuti assai diversi dal disegno di legge del Tesoro, il presidente Bush porrebbe probabilmente il suo veto. L'urgenza di ricapitalizzare il fondo assicurativo dei depositi potrebbe tuttavia agire da forza trainante per una legge più circoscritta, che potrebbe includere – oltre alla ricapitalizzazione – una certa attenuazione del divieto di espansione interstatale nonché norme per rafforzare la vigilanza della Riserva federale sulle banche straniere negli Stati Uniti.

(1) Per la quale si rinvia alla nota sulla ristrutturazione del sistema finanziario degli Stati Uniti, pubblicata sul *Bollettino Economico* n. 13 dell'ottobre 1989.

(2) General Accounting Office: per alcuni versi analogo alla nostra Corte dei Conti, ma negli Stati Uniti organo del Congresso.

(3) Il disegno di legge tratta anche di altri argomenti, come l'attività bancaria in favore degli strati meno abbienti della popolazione e i sistemi di pagamento. Questi argomenti, esulando dalla riforma delle strutture finanziarie, non sono qui considerati.

(4) La struttura della vigilanza bancaria è negli Stati Uniti assai complessa, anche risentendo della distinzione fra banche autorizzate ad operare dall'autorità federale e banche autorizzate da quelle statali. Le prime sono sottoposte alla vigilanza del Comptroller of the Currency, agenzia del Tesoro, le seconde alle autorità bancarie degli Stati, ove sono costituite. Peraltro, se la banca è aderente al Sistema della Riserva federale (cioè, se possiede una quota di capitale della Federal Reserve Bank competente per territorio), essa è sottoposta pure alla vigilanza di questa (si ricorda che tutte le banche nazionali sono aderenti al Sistema della Riserva federale, mentre quelle statali ne hanno l'opzione). Le *bank holding companies* sono sotto l'esclusivo controllo della Riserva federale. Inoltre, se la banca è statale (quindi non assoggettata al Comptroller) e non aderisce al Sistema della Riserva (quindi non assoggettata alla Riserva federale), ma è assicurata, essa è soggetta alla vigilanza della FDIC. Infine, se la banca è statale, non aderente al Sistema e non assicurata, essa è soggetta solo alle autorità statali.

Recente evoluzione della regolamentazione dei mercati creditizi e finanziari nei paesi della CEE (*)

L'accelerazione subita negli ultimi anni dal processo di integrazione tra le economie comunitarie è stata accompagnata da un intenso sforzo di armonizzazione normativa da parte dei paesi membri. All'approssimarsi della creazione dello spazio unico europeo, la preoccupazione che difformità normative possano determinare distorsioni nella concorrenza tra operatori residenti in diversi paesi membri ha pertanto contribuito a intensificare il confronto sui problemi aperti, mentre a livello nazionale procedeva il recepimento delle Direttive comunitarie.

Per quanto attiene più specificamente alla regolamentazione dei mercati creditizi e finanziari, l'introduzione della legislazione comunitaria negli ordinamenti nazionali ha costituito senza dubbio il tratto unificante dell'attività di produzione normativa nel corso del 1990 e nei primi mesi di quest'anno. Oltre al recepimento in senso stretto (§1), si è assistito ad alcuni tentativi di fissare limiti all'esposizione ai rischi di mercato, che hanno anticipato l'emanazione della normativa comunitaria in materia, riflettendo peraltro le difformità di vedute che ancora esistono tra i paesi membri (§2). Inoltre, il procedere dell'armonizzazione, mentre si portava a compimento un insieme di riforme già avviate, ha fornito l'occasione per avviare una riflessione più approfondita sulla struttura complessiva dei sistemi finanziari e del regime dei controlli. In non pochi casi tale riflessione è sfociata in una ridefinizione dei compiti e in una nuova divisione dei poteri tra le diverse autorità di controllo (§3), secondo linee che a volte prefigurano un approccio per finalità coerente con il modello recentemente affermatosi in Italia.

1. Il recepimento in via amministrativa delle Direttive fondamentali in campo bancario (Fondi propri, Coefficiente di solvibilità, 2ª Direttiva di Coordinamento, Direttiva Bilanci) è già avvenuto

pressoché completamente in **Danimarca e Francia**, mentre negli altri paesi si sono registrati sostanziali progressi.

L'innovazione di maggiore interesse introdotta in **Danimarca** è una legge che recepisce le prime tre Direttive menzionate (1); tale normativa introduce infatti i principi di mutuo riconoscimento e di vigilanza del paese di origine e prevede la riorganizzazione delle casse di risparmio in società a responsabilità limitata ai fini di agevolare la ricapitalizzazione; allo stesso tempo vengono accolti i limiti alla partecipazione degli enti creditizi in imprese non finanziarie fissati dalla seconda Direttiva, consentendo entro quei limiti partecipazioni in compagnie di assicurazione.

Anche per gli istituti di credito fondiario danesi è prevista una graduale trasformazione in società per azioni, processo che si accompagna peraltro al mantenimento di alcune peculiarità nella definizione di fondi propri, riconosciute anche in un emendamento alla Direttiva comunitaria in materia.

In **Francia**, con il Reg. n° 90-02 del Comité de la Réglementation Bancaire si è provveduto ad adottare la definizione di fondi propri della Direttiva CEE, mentre con il Reg. n° 91-05 è stata trasposta nell'ordinamento interno la Direttiva sul coefficiente di solvibilità degli enti creditizi, che entrerà a regime entro la fine del 1992. All'inizio del 1991 sono state inoltre recepite le Direttive sui conti annuali e consolidati degli enti creditizi e sui conti delle filiali estere (Regg. n° 91-01 e 91-02), e nel medesimo ambito di maggiore trasparenza verso i terzi della situazione economica e finanziaria delle banche si collocano le disposizioni sulla pubblicazione delle situazioni trimestrali e dei risultati di metà anno, nonché le misure volte a disciplinare il sistema contabile e l'organizzazione interna

(*) A cura del Servizio Normativa e Affari generali di Vigilanza.

del trattamento delle informazioni (Regg. n° 91-03 e 91-04).

L'introduzione in **Francia** della legislazione comunitaria giungerà pertanto a compimento con il recepimento della Seconda Direttiva, un passaggio per il quale è richiesta una modifica della legge bancaria; peraltro, le disposizioni dell'art. 12 della citata Direttiva sulle partecipazioni azionarie di enti creditizi al capitale delle imprese non finanziarie sono state già accolte ed estese anche alle società di investimento in titoli (Reg. n° 90-06).

Nel marzo del corrente anno la Commission Bancaire et Financière ha emanato in **Belgio** una regolamentazione che recepisce le Direttive sui fondi propri e sul coefficiente di solvibilità degli enti creditizi. Con riferimento alla definizione del patrimonio, pur avvalendosi della possibilità di tener conto delle garanzie statali a enti creditizi di diritto pubblico, concessa al solo Belgio fino al 31 dicembre 1994, la regolamentazione belga ha assunto in più rispetti un orientamento restrittivo, non sfruttando alcune possibilità offerte dalla Direttiva. La normativa sul coefficiente di solvibilità, oltre a introdurre la soglia comunitaria dell'8 per cento per il *risk asset ratio*, ha stabilito tre ulteriori limiti, e segnatamente: a) un coefficiente dimensionale compreso tra il 2 e il 6 per cento, a seconda del volume di passività, b) un limite pari ai fondi propri per l'ammontare delle attività fisse, c) un limite alla concentrazione del rischio, imponendo che l'esposizione verso un singolo soggetto non ecceda il 35 per cento dei fondi propri, mentre il coefficiente riferito al totale dei grandi fidi è pari all'800 per cento (2).

Anche in **Olanda** e **Portogallo** le Direttive sui fondi propri e sul coefficiente di solvibilità sono state accolte nell'ordinamento interno. Nel secondo paese, peraltro, sono state previste esenzioni dal rispetto del coefficiente per alcune istituzioni a carattere speciale e locale, mentre per il resto del sistema l'entrata a regime della regolamentazione avverrà gradualmente e solo in ultima istanza su base consolidata.

In **Spagna**, in vista del recepimento delle Direttive, è continuato il processo tendente a unificare e a rendere coerenti le norme relative ai diversi intermediari, in particolare attraverso l'estensione agli "enti creditizi non bancari" (istituti di credito ipotecario,

società di credito al consumo, società di *leasing* e *discount houses*) delle disposizioni applicabili alle banche in senso stretto. Ciò è avvenuto con riferimento alle regole di protezione degli investitori, alle condizioni per lo stabilimento, ai criteri di classificazione di "sofferenze" e "dubbi esiti", ai requisiti di accantonamento e al coefficiente di solvibilità; le modifiche introdotte per il calcolo del coefficiente non costituiscono peraltro un adeguamento alla Direttiva 89/647/CEE e mantengono per gli enti creditizi non bancari alcuni principi particolari miranti a cogliere il rischio di tasso di interesse.

2. I negoziati in sede CEE e BRI in materia di regolamentazione dei servizi di investimento in valori mobiliari e di rischi di mercato hanno fatto registrare divergenze di vedute tra i paesi membri, che trovano riscontro anche nell'evoluzione delle normative nazionali in materia. Infatti, mentre in **Germania** le autorità hanno provveduto a fissare direttamente limiti all'esposizione ai rischi di mercato, in **Francia** e in **Belgio** si è fatto ricorso alle disposizioni sui sistemi di controllo interno per indurre le istituzioni creditizie e le società di investimento in titoli a contenere tali rischi.

In **Germania**, il significativo aumento registrato nell'ultimo triennio dalle operazioni fuori bilancio ha costituito lo stimolo alle modifiche introdotte nell'ottobre 1990 ai requisiti sulla solvibilità degli enti creditizi.

Il Principio I, che fissa a diciotto volte il patrimonio il limite alle attività di rischio, è stato così esteso ai contratti a termine, *swaps* e *options*; le modalità di calcolo sono quelle dettate dalla Direttiva sui coefficienti patrimoniali, mentre si mantiene una nozione più restrittiva di capitale, prossima al concetto di patrimonio di base definito dalla Direttiva sui fondi propri (3).

Il Principio Ia (4) è stato emendato in maniera sostanziale: si è fissato un limite pari al 60 per cento del capitale per le attività comportanti rischi di prezzo, in particolare quelli derivanti da operazioni fuori bilancio. All'interno di questo limite generale sono state fissate delle soglie per singole categorie di rischio: a) permane al 30 per cento del capitale il limite alle posizioni in cambi ed in metalli preziosi, estese ora per in-

cludere operazioni fuori bilancio; *b*) viene fissato al 20 per cento del capitale quello relativo al rischio di tasso di interesse su contratti a termine e *options* su tassi di interesse; *c*) è infine posto al 10 per cento il limite ad altri rischi di prezzo (essenzialmente rischi connessi a contratti a termine e *options* su titoli azionari o legati ad indici di borsa). La caratteristica saliente di tale normativa può essere rinvenuta nell'elevato livello di dettaglio dei criteri di determinazione del rischio di tasso di interesse, basati su un bilancio a tasso fisso, per identificare le operazioni che accrescono il rischio e distinguerle da quelle poste in essere per coprire il rischio di tasso dell'attività tradizionale della banca (*hedging*).

In sintonia con l'art. 13 della Seconda Direttiva, un regolamento di carattere generale emanato in **Francia** (Reg. n° 90-08) prevede la messa in opera di sistemi di controllo interni che assicurino sia la conformità dell'organizzazione e delle procedure alla regolamentazione in vigore, sia la qualità dell'informazione contabile e finanziaria, imponendo anche la fissazione di limiti interni all'esposizione ai rischi di credito e di mercato.

Altri tre regolamenti più specifici stabiliscono che gli enti creditizi e le società di investimento in titoli predispongano sistemi interni di misurazione, contenimento e controllo dei rischi interbancari (Reg. n° 90-07), del rischio di tasso di interesse su operazioni di mercato finanziario (Reg. n° 90-09), infine delle operazioni di *swaps* su tassi di interesse o su valute (Reg. n° 90-15). Per quanto concerne i rischi interbancari, tali meccanismi di controllo dovrebbero consentire di vigilare sulla diversificazione delle fonti di finanziamento sul mercato interbancario, anche tramite la determinazione e la comunicazione alla *Commission Bancaire* di limiti interni alla concentrazione della raccolta e degli impieghi su questo mercato; con riferimento al rischio di tasso di interesse, il sistema deve consentire di determinare le posizioni globali e per strumento, individuando e comunicando anche in questo caso i limiti all'esposizione e le procedure volte ad assicurarne il rispetto; infine, viene proposta una griglia di analisi che permette di applicare alle operazioni di *swaps* metodi di registrazione e valutazione coerenti con la finalità economica degli interventi su tali strumenti.

Il Belgio ha emanato una normativa sull'organizzazione interna di cui devono dotarsi gli enti creditizi per le operazioni sui mercati monetario e valutario: in tale contesto un ruolo centrale è affidato all'istituzione di meccanismi di controllo interni relativi ai rischi di credito, di mercato e del rischio paese, rispetto ai quali vengono definite procedure e responsabilità, senza fissare limiti precisi in via amministrativa. Analoghe disposizioni – benché transitorie, in attesa dell'emananda direttiva sull'adeguatezza patrimoniale delle società di investimento in titoli – sono previste per l'attività delle banche in valori mobiliari. L'attenzione ai rischi di mercato si riflette anche sulla nuova procedura di segnalazioni periodiche, che affianca a fonti contabili tavole su trasformazione delle scadenze, esposizione al rischio di tasso di interesse e classificazioni per settori economici dei debitori.

Anche per quanto riguarda i rischi connessi alla detenzione di partecipazioni azionarie la *Commission Bancaire* ha sottolineato il rilievo dei meccanismi di controllo interni, ma in questo caso è stata determinata anche una soglia specifica, prevedendo che gli enti creditizi non possano detenere partecipazioni in imprese non finanziarie eccedenti il 5 per cento dei diritti di voto della partecipata o il 5 per cento dei fondi propri dell'ente creditizio stesso, mentre il valore contabile di tutte le azioni detenute non può superare il 35 per cento del patrimonio dell'ente creditizio (5), limiti che devono essere soddisfatti anche a livello consolidato.

3. In un momento in cui l'integrazione comunitaria e il sostenuto processo di innovazione finanziaria rendono più evanescenti i confini tra mercati e tra attività esercitate da soggetti istituzionali diversi, l'esigenza di regolamentare in modo più compiuto alcuni settori dell'intermediazione non bancaria – realizzando una disciplina omogenea e coerente tra le diverse forme di attività finanziaria – ha costituito in alcuni paesi l'occasione per ridisegnare la ripartizione delle responsabilità di vigilanza tra le diverse autorità.

In **Belgio**, l'entrata in vigore della legge sui mercati finanziari all'inizio del 1991 ha rappresentato un passo importante all'interno di un processo globale di riforma, mirante ad incorporare la legislazione comunitaria in un singolo codice finanziario. La legge pre-

vede l'obbligatorietà della forma societaria per svolgere attività di intermediazione finanziaria, e l'acquisizione di partecipazioni in queste società è stata completamente aperta ad enti creditizi e compagnie di assicurazioni, mentre permane una valutazione preventiva dell'organo di vigilanza per i soggetti non finanziari.

La responsabilità per l'organizzazione e la vigilanza del mercato finanziario si ripartisce tra cinque autorità: *a*) Commissioni di Borsa (Commissions des Bourses), responsabili dell'organizzazione del mercato dei titoli, con il compito di controllare le transazioni di borsa e diffondere l'informazione; *b*) un Comitato (Conseil d'Agrément et de Discipline des Agents de Change) che concede l'autorizzazione ad operare e disciplina le società di intermediazione in titoli; *c*) Comitati che decidono sui ricorsi contro le precedenti autorità; *d*) una Cassa (Caisse d'Intervention des Sociétés de Bourse) che ha il compito sia di garantire che le prestazioni professionali degli intermediari rispettino gli accordi presi con i clienti, sia di esercitare controlli prudenziali sugli operatori sulla base dei criteri stabiliti dall'organo di vigilanza bancaria (Commission Bancaire) – responsabilità, quest'ultima, che in futuro potrà essere delegata alla Commission Bancaire stessa (principio di sussidiarietà); *e*) la Commission Bancaire, che a seguito della legge ha cambiato la propria denominazione in Commission Bancaire et Financière, è competente per la concessione di autorizzazioni alle società di intermediazione finanziaria e per l'adozione di regole generali – tramite la determinazione di coefficienti – tese a limitare i rischi ed a controllare la solvibilità di tali soggetti; essa può inoltre intraprendere tutte le azioni correttive ritenute necessarie, e conserva la responsabilità di fissare i requisiti per l'emissione di titoli quotati nonché di approvare i prospetti informativi richiesti per l'ammissione alla quotazione. La medesima legge provvede inoltre a recepire la Direttiva sugli Organismi di Investimento Collettivo in Valori Mobiliari (OICVM), attribuendo responsabilità di vigilanza alla Commission Bancaire et Financière.

Nell'ambito di questo globale ripensamento della regolamentazione in materia creditizia e finanziaria va collocata anche la legge sulla ristrutturazione del settore creditizio pubblico, entrata in vigore nel luglio

1991. Tale normativa prevede il passaggio della proprietà dei sei istituti di credito di diritto pubblico a due *holdings* bancarie, e la conseguente armonizzazione delle regole per operatori pubblici e privati; in questo contesto è prevista la progressiva abolizione del regime di garanzia statale e il passaggio dei controlli di vigilanza su tali soggetti dal Ministero delle Finanze alla Commission Bancaire et Financière.

Anche in **Lussemburgo** è stata introdotta una nuova legge sulla vigilanza sui mercati finanziari, che individua nell'Istituto Monetario Lussemburghese (IML) l'organo di supervisione sugli operatori finanziari, attribuendogli poteri analoghi a quelli già esercitati sul sistema creditizio. È prevista una procedura autorizzatoria, facente capo all'IML, che mira ad evitare che nel mercato finanziario permangano operatori non soggetti a regolamentazione.

In linea generale l'IML può fissare dei coefficienti patrimoniali ed ha il compito di tenere e pubblicare registri delle diverse categorie di professionisti operanti sul mercato. Inoltre, la legge ha esteso alle società che gestiscono fondi per conto terzi i provvedimenti di rigore (amministrazione controllata e liquidazione coatta) applicabili ad enti creditizi.

In questo quadro si inserisce anche la riforma della Borsa, che prevede l'istituzione di una Commissione di Borsa in sostituzione del Commissario Governativo; i poteri attribuiti a tale nuovo organismo sono volti ad assicurare il rispetto delle regole attinenti l'informazione al pubblico, l'offerta, la vendita e la quotazione di titoli, funzioni queste esercitate in precedenza dall'IML. Le responsabilità della Commissione sono pertanto limitate al controllo sul corretto operare della Borsa Valori, proponendo uno schema di ripartizione delle competenze che affida all'IML la vigilanza sulla stabilità degli operatori ed alla Commissione il controllo della trasparenza del mercato.

Anche in **Portogallo** una nuova legge relativa all'attività di intermediazione mobiliare ed alle società di investimento in titoli ha previsto la costituzione di un nuovo organo cui sono conferiti poteri di controllo sul mercato mobiliare (Commissao Nacional dos Valores Mobiliarios). È comunque al Banco de Portugal che la legge ha attribuito la vigilanza sulla stabilità delle società di investimento in titoli, a seguito del passaggio a tale organismo delle competenze sulla

fissazione delle regole prudenziali, prima attribuite al Ministero delle Finanze.

In **Olanda**, due sono le aree in cui il quadro normativo è sottoposto a rilevanti modifiche: la vigilanza sull'attività in titoli e sui gruppi misti creditizi ed assicurativi.

Sul primo aspetto, due leggi entrate in vigore nell'autunno 1990 disciplinano rispettivamente l'attività di vigilanza sui mercati finanziari e sugli organismi di investimento collettivo. Al fine di assicurare la protezione dell'investitore e un adeguato funzionamento del mercato dei titoli, la nuova normativa regolamenta i criteri di informazione al pubblico nonché i requisiti di professionalità degli operatori, richiedendo il possesso di autorizzazione a chiunque svolga attività di intermediazione o di gestione del risparmio.

Mentre l'organizzazione e il controllo delle Borse sono attribuiti ad organismi di autoregolamentazione, i poteri di vigilanza in senso lato, relativi ad operazioni sui mercati ufficiali e non, pur facendo sempre capo al Ministero delle Finanze, possono venire delegati con Ordinanza Reale ad una persona giuridica esterna al governo. Tale responsabilità sarà demandata a un apposito organo, rispetto al quale il Ministero delle Finanze mantiene potestà di approvazione di modifiche statutarie nonché di nomina, sospensione e rimozione dei direttori; inoltre, la stessa delega dei poteri di vigilanza può essere soggetta a condizioni e restrizioni.

All'autorità di vigilanza è attribuita la responsabilità di stabilire requisiti relativi alla regolamentazione delle operazioni nonché di controllarne l'applicazione, con facoltà di revocare l'autorizzazione o sottoporla a condizioni, di richiedere informazioni e sollecitare ispezioni (6), e anche di emettere un avvertimento al pubblico se sospetta comportamenti illeciti.

Nel recepire la Direttiva 85/611/CEE, la legge sugli organismi collettivi di investimento si propone di ridefinire e potenziare i poteri dell'autorità di vigilanza. La normativa ha introdotto un regime autorizzatorio, limitandosi a definirne i criteri generali, mentre la determinazione di requisiti specifici è demandata a successive Ordinanze Reali, al fine di consentire un

più flessibile adattamento della regolamentazione alle mutevoli condizioni dei mercati finanziari. Anche in questo caso la legge prevede la delega dei poteri di vigilanza ad una persona giuridica esterna al governo, ma l'organo designato è la banca centrale.

L'altro terreno sul quale sono da segnalare significativi mutamenti riguarda la vigilanza sui gruppi misti bancari ed assicurativi. Nel Protocollo di Accordo tra la Banca d'Olanda e l'organo di vigilanza sulle assicurazioni lo strumento fondamentale di vigilanza è individuato nella dichiarazione di nulla osta che deve essere ottenuta da qualsiasi banca (compagnia di assicurazioni) che desideri ottenere una partecipazione superiore al 15 per cento (5 per cento) in una compagnia di assicurazioni (banca). Nella dichiarazione, se possibile congiunta, i due organi di vigilanza fissano condizioni che possono applicarsi anche alle società capogruppo che non sono né banche né compagnie di assicurazioni; è infatti sulla *holding* che ricadono i maggiori obblighi, relativi in particolare all'informativa sulla solvibilità, le esposizioni e le acquisizioni di partecipazioni del gruppo stesso (7).

I singoli enti creditizi e compagnie di assicurazione appartenenti al gruppo misto rimangono comunque soggetti alla usuale normativa di vigilanza, ma verrà loro richiesta una dichiarazione che autorizzi la Banca d'Olanda e l'organo di vigilanza sulle assicurazioni a scambiarsi informazioni.

Nel **Regno Unito**, è entrata in vigore nell'aprile del 1990 la riforma del sistema dei controlli sui servizi finanziari. Come noto, la struttura introdotta con il Financial Services Act del 1987 era stata messa in discussione dagli operatori del settore per la complessità ed onerosità delle norme e per le duplicazioni nei controlli di vigilanza. Il sistema "multiplo" di controlli di tipo funzionale esistente pone infatti problemi di interferenza tra le responsabilità dei diversi organi di vigilanza e in prospettiva sembra anche difficilmente adattabile ai risultati dei lavori di integrazione delle norme e dei mercati che si svolgono presso la CEE.

La crisi finanziaria del gruppo Drexel all'inizio del 1990 ha fornito ulteriori elementi di riflessione per una migliore regolamentazione degli intermediari in titoli. Il caso Drexel ha dimostrato infatti che la crisi di una componente di un gruppo bancario-finanziario

può estendersi rapidamente ad altri comparti dello stesso; si rendono di conseguenza necessari una più elevata cooperazione tra le autorità nei diversi paesi e un approccio di vigilanza maggiormente orientato al gruppo, focalizzando l'attenzione sull'esposizione intra-gruppo e sull'esistenza di appropriate strategie di rifinanziamento in casi di difficoltà, soprattutto qualora ci siano entità non regolamentate che effettuano operazioni molto rischiose.

Si può dunque affermare che, mentre in **Belgio, Lussemburgo e Portogallo** e, limitatamente ai fondi comuni di investimento, anche in **Olanda** sembra emergere un criterio di ripartizione dei controlli di vigilanza per finalità, nei paesi ove prevalgono altri orientamenti la complessità dei mercati finanziari, soprattutto in presenza di conglomerati, spinge verso una crescente cooperazione tra autorità di vigilanza preposte a settori di attività diversi.

(1) La scelta danese di escludere i prestiti subordinati dal patrimonio ha rappresentato l'unico aspetto nel quale la legge si è discostata dalla Direttiva comunitaria.

(2) Il limite del 35 per cento è elevato al 90 per cento per esposizioni verso autorità regionali e locali e verso enti creditizi,

se appartenenti all'area dell'OCSE, e nei confronti di banche multilaterali di sviluppo.

(3) La legge bancaria tedesca, al Tit. §10, prevede l'inclusione nel capitale proprio di garanzia solo del capitale versato e delle riserve, cui vanno detratte le perdite o aggiunto l'utile netto di cui sia stata deliberata l'assegnazione al capitale sociale o alle riserve; i depositi patrimoniali dei soci vengono inclusi solo se partecipano pienamente alle perdite, se possono essere richiesti in restituzione solo dopo il soddisfacimento dei creditori e se sono stati messi a disposizione dell'ente creditizio per un periodo non inferiore ai cinque anni.

(4) Tale principio prevedeva che la differenza tra attività e passività in valuta ed in metalli preziosi, a prescindere dalle scadenze, non potesse eccedere su base giornaliera il 30 per cento del capitale; inoltre la differenza tra attività e passività in valuta a scadenza sia nel mese sia nel semestre non poteva superare il 40 per cento del capitale.

(5) I limiti alle partecipazioni di enti creditizi in società non finanziarie stabiliti dall'art. 12 della Seconda Direttiva di Coordinamento Bancario risultano meno stringenti di quelli fissati dalla "Commission Bancaire" (la singola partecipazione non può eccedere il 15 per cento dei fondi propri dell'ente creditizio, mentre il totale delle partecipazioni qualificate -10 per cento del capitale o dei diritti di voto della partecipata - non può superare il 60 per cento dei fondi propri del medesimo ente).

(6) Delle ispezioni è responsabile un altro organo.

(7) Nel protocollo, ad una classificazione dei gruppi misti secondo l'attività prevalente sono associate diverse modalità di comunicazione delle informazioni ed una diversa ripartizione di responsabilità tra i due organi di vigilanza.

Sistema dei pagamenti: la procedura "circuito veloce" per i bonifici bancari (*)

La qualità del servizio offerto dalle banche alla clientela per le operazioni di bonifico è da tempo soggetta a critiche. Nel corso del 1990 l'apposito gruppo di studio costituito nell'ambito della Convenzione Interbancaria per i Problemi dell'Automazione (CIPA), coordinato dalla Banca d'Italia, ha rassegnato le conclusioni dei lavori, ponendo in evidenza principalmente la necessità di migliorare il livello qualitativo, la tempestività e la certezza di esecuzione del servizio.

Il gruppo riconosceva l'esigenza di avviare adeguati interventi sull'organizzazione operativa delle aziende di credito, per rimuovere consuetudini e comportamenti che rallentano il trasferimento dei fondi. Veniva rilevata la necessità di convogliare nella procedura automatizzata operante sulla rete interbancaria (SITRAD) quote sempre maggiori di disposizioni di bonifici, abbandonando i tradizionali circuiti di tipo cartaceo. Era inoltre ritenuto necessario prevedere la possibilità di regolare in base monetaria le operazioni derivanti da questa procedura, in conformità degli obiettivi del macroprogetto sul sistema dei pagamenti della Banca d'Italia.

Il gruppo rilevava la necessità di attivare una nuova procedura, inizialmente ristretta ad alcune banche, in grado di assicurare maggiore tempestività nell'esecuzione delle operazioni di bonifico, similmente a quanto gruppi di banche hanno fatto nella gestione delle operazioni di incasso. È stato quindi proposto di costituire un "circuito veloce" per i bonifici, al quale prenderanno parte solo le banche in grado di assicurare il rispetto di requisiti e di livelli di servizio predeterminati. In tal modo, oltre a migliorare la qualità del servizio offerto alla clientela, sarà stimolata una più ampia concorrenza tra le aziende di credito.

La Banca d'Italia, l'ABI e la CIPA hanno spinto per un avvio sollecito dell'iniziativa. Nella scorsa primavera è stato costituito un apposito gruppo di banche-pilota con l'obiettivo di definire le caratteristiche tecniche, organizzative e normative del "circuito".

I lavori del gruppo sono pressoché completati: l'avvio della procedura "circuito veloce", alla quale hanno finora dato la disponibilità ad aderire 44 aziende di credito, è previsto per i primi mesi del 1992, dopo la pubblicizzazione delle caratteristiche tecniche e operative dell'iniziativa e l'approvazione della relativa normativa da parte degli organismi interbancari competenti.

1. Caratteristiche della procedura

La procedura prevede per le banche partecipanti i seguenti impegni:

- eseguire i bonifici e procedere a eventuali storni entro determinati tempi massimi;
- rendere noti alla clientela i tempi nei quali i bonifici sono stati eseguiti;
- in caso di esecuzione dei bonifici oltre i tempi fissati, non addebitare o stornare al cliente ordinante l'importo della commissione e riconoscergli la valuta coincidente con il termine massimo di esecuzione della disposizione;
- diffondere presso la clientela la notizia della propria partecipazione al "circuito", precisando gli impegni che ne derivano e le opportunità per la clientela stessa.

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

2. Tempi massimi di esecuzione del bonifico

I tempi massimi di esecuzione fissati per i bonifici scambiati fra banche aderenti decorrono dalla data di conferimento dell'ordine da parte della clientela ordinante (per i soli bonifici ordinari multipli la decorrenza è prevista dal giorno lavorativo successivo a quello di presentazione della disposizione); ovviamente, per il rispetto dei tempi della procedura è necessario che la disposizione impartita alla banca sia formalmente corretta e completa degli elementi che le stesse norme che regolano la procedura automatica indicano come obbligatori, e che sia costituita la relativa provvista fondi.

Come obiettivo da raggiungere, i bonifici ordinari, in cui sono correttamente riportate le informazioni del cliente beneficiario necessarie per il trattamento automatizzato, dovranno essere eseguiti dalle banche aderenti al circuito in un lasso di tempo previsto in quattro giorni dalla data di conferimento dell'ordine; eventuali storni derivanti da incomplete o inesatte informazioni del cliente beneficiario dovranno essere eseguiti nel tempo massimo di sei giorni lavorativi dalla data dell'ordine.

3. Comunicazioni alla clientela

La banca ordinante è tenuta a comunicare al cliente ordinante, nel documento relativo all'esecuzione del bonifico, la data di conferimento dell'ordine. In caso di storno dell'operazione, il cliente va informato il giorno lavorativo successivo a quello di ricezione del messaggio di storno dalla banca del cliente beneficiario.

La banca destinataria deve comunicare al cliente beneficiario, nel documento relativo all'accredito effettuato nei suoi confronti, la data di conferimento dell'ordine, nonché l'eventuale urgenza del bonifico eseguito. Quest'ultima notizia va data nel più breve tempo possibile.

4. Adempimenti nei confronti della clientela in caso di mancato rispetto dei tempi massimi fissati dalla procedura

La banca ordinante provvede d'iniziativa a non addebitare al cliente ordinante, o a stornare, l'importo della commissione se il bonifico è eseguito oltre i termini fissati, per ritardo della stessa banca ordinante; analoga procedura verrà seguita, su richiesta motivata e documentata da parte del cliente ordinante, in caso di ritardo imputabile alla banca destinataria.

La banca destinataria provvede d'iniziativa ad attribuire all'accredito dell'importo del bonifico al cliente destinatario correntista valuta coincidente con il termine massimo di esecuzione previsto dal "circuito veloce", qualora il bonifico venga per qualsiasi motivo eseguito in ritardo. È inoltre prevista un'attività di controllo e supervisione sul corretto funzionamento del circuito da parte di un organismo interbancario.

A tutti questi adempimenti le banche sono tenute anche in caso di interruzioni del collegamento o di altri disguidi di natura tecnica, non dovuti a sciopero o a causa di forza maggiore, che non consentano il tempestivo scambio attraverso la rete interbancaria dei messaggi relativi ai bonifici.

Documenti

I Supplenti del Gruppo dei Dieci nel loro incontro del 9 marzo 1991 hanno esaminato le problematiche connesse con i mutamenti avvenuti nell'Europa centrale e orientale. Il Presidente del Gruppo dei Supplenti, basandosi sulla discussione svolta, ha redatto un Rapporto e lo ha inviato il 23 aprile 1991 al Presidente del Gruppo dei Dieci. Di quel Rapporto si presenta qui il Capitolo I, dedicato alle problematiche politiche della transizione. La situazione dell'Unione Sovietica non è stata specificamente presa in considerazione dai Supplenti. Essi hanno tuttavia notato nel corso della loro discussione come alcuni dei temi affrontati riguardassero anche l'Unione Sovietica. Gli eventi colà successivamente accaduti hanno reso quei temi ancora più attuali.

Questioni poste dalla transizione nell'Europa centrale e orientale

Aprile 1991

CAPITOLO I

Problematiche politiche della transizione

I Supplenti sono dell'opinione che l'obiettivo politico, sia dei loro rispettivi paesi sia degli stessi paesi dell'Europa centrale e orientale (CEEC), è la trasformazione di economie centralizzate in economie di mercato, in grado di realizzare una crescita stabile capace di autoalimentarsi, nonché di attirare flussi spontanei di capitale privato in misura adeguata ai bisogni di sviluppo di lungo periodo.

I Supplenti hanno innanzitutto sottolineato la loro convinzione che la responsabilità primaria della trasformazione ricade sugli stessi CEEC e che l'aiuto esterno dovrebbe essere considerato, indipendentemente dalla sua indispensabilità, complementare. I Supplenti sono dell'opinione che afflussi su larga scala di capitale privato sono improbabili durante le prime fasi della riforma, ma che interverrebbero una volta che gli investitori ritenessero che l'assetto istituzionale di un'economia di mercato e le condizioni di una crescita sostenuta siano in via di attuazione.

I Supplenti convengono che la sfida che si trovano ad affrontare i CEEC debba richiedere l'adozione di strategie di riforma economica a medio termine e il consolidamento delle istituzioni democratiche. Le necessità economiche comprendono l'adozione di appropriate politiche macroeconomiche e di riforme strutturali volte a stabilire una economia di libera impresa; le necessità politiche comprendono il rispetto dei diritti umani, l'introduzione di un sistema parlamentare multipartitico e lo svolgimento di libere elezioni.

I Supplenti hanno discusso su problematiche di politica economica lungo tre principali direttrici: il giusto bilanciamento tra stabilizzazione macroeconomica e riforme strutturali, la velocità alla quale dovrebbero procedere le riforme strutturali, la loro sequenzialità.

I Supplenti sono concordi nel ritenere che la stabilizzazione macroeconomica è elemento essenziale per la riforma economica e sottolineano che condizioni macroeconomiche instabili alterano il significato dei segnali di prezzo su cui si basa un'economia di mercato e potrebbero pertanto condurre a crisi che indebolirebbero il sostegno al processo di riforma. I

Supplenti hanno, quindi, sottolineato l'importanza di stabilire sin dall'inizio controlli sui bilanci pubblici, sulle condizioni monetarie, sull'inflazione, e di non indugiare nel realizzare i cambiamenti istituzionali e strutturali necessari ad aumentare l'efficacia degli strumenti macroeconomici. Essi notano che la minaccia costituita dagli eccessi di risparmio forzoso potrebbe creare incertezza nel calibrare le politiche monetarie e fiscali durante la transizione da un sistema di prezzi controllati e di razionamenti.

I Supplenti ritengono opportuno che il FMI debba essere fortemente coinvolto nella definizione di politiche di riequilibrio macroeconomico ed assuma un ruolo centrale in questo campo. Essi sono consapevoli che i programmi del Fondo prevedono l'adozione di rigorose politiche di controllo della domanda per evitare che aumenti dei prezzi, causati dalla rimozione dei controlli, dalla riduzione dei sussidi e dalla manovra del tasso di cambio, finiscano per alimentare il tasso di inflazione. Il costo della stabilizzazione, in termini di minore produzione ed occupazione, dipende dalla flessibilità e dall'adattabilità dell'offerta, che attualmente viene considerata bassa.

Si è riscontrato unanime accordo sul fatto che la stabilizzazione macroeconomica deve andare di pari passo con la riforma strutturale e che la sua attuazione pone le Autorità, sia dei CEEC sia dei paesi industrializzati, di fronte a problemi nuovi negli anni a venire. I Supplenti puntualizzano che la conoscenza sul come trasformare un'economia centralizzata in un'economia di mercato è al momento inadeguata, ma che l'esperienza sta crescendo poco a poco. Essi sono d'accordo sul fatto che non esista un unico programma di riforma, e che le particolari caratteristiche dei paesi rendano necessario un approccio caso per caso: alcuni CEEC sono, già da alcuni anni, avviati sulla strada delle riforme orientate verso un'economia di mercato, altri devono ancora introdurle. I Supplenti sono inoltre convinti del fatto che non esista in assoluto un modello ottimale di economia di mercato da ricalcare.

I Supplenti convengono che le riforme strutturali debbano procedere il più rapidamente possibile e debbano interessare un ampio fronte. L'esperienza insegna che riforme attuate gradualmente risultano inefficaci o addirittura controproducenti. Essi sono

dell'opinione che una "massa critica" di riforme in diversi campi debba essere attuata prima che il processo di sviluppo possa autosostenersi. Essi sottolineano che programmi di aggiustamento strutturale potrebbero richiedere ingenti finanziamenti a breve termine, poiché l'esperienza mostra che i costi immediati di una trasformazione verso un'economia di mercato sono considerevoli e non è ancora chiaro quanto questi costi possano essere ridotti da politiche ottimali. Nondimeno, essi ritengono che graduali programmi di riforme strutturali si dimostrerebbero molto più costosi a medio termine, poiché l'efficacia di ogni singolo programma dipende, in pratica, dai molti altri che sono in attuazione allo stesso tempo. I Supplenti sono anche dell'opinione che programmi graduali presentino un maggior rischio di fallimento a causa della maggiore durata del periodo di difficoltà economiche prima che la riforma produca i suoi frutti.

Alcuni Supplenti hanno manifestato preoccupazione circa il tempo necessario affinché i programmi di riforma strutturale "totale e istantanea" generino una crescita in grado di autoalimentarsi. Si è manifestato un consenso unanime sul fatto che il raggiungimento di un tale tipo di crescita nei CEEC richiederebbe una grande perseveranza di intenti, proprio come in altri paesi che hanno ricevuto assistenza ufficiale da organismi a carattere multilaterale — ed invero nelle stesse democrazie industriali avanzate. I Supplenti hanno convenuto che i costi economici e le difficoltà politiche implicati dalla riforma potrebbero essere considerevoli. Comunque, hanno considerato essenziale che l'assistenza della comunità internazionale sia indirizzata all'investimento ed al rinnovamento piuttosto che al mantenimento degli esistenti tenori di vita e che non sia di tale entità da generare irrealistiche aspettative sui livelli futuri di assistenza, la quale è necessaria per accelerare la riforma, non per sostituirsi ad essa.

I Supplenti non hanno opinioni precise circa l'ordine in cui dovrebbero essere attuate specifiche riforme strutturali, ma hanno sottolineato il bisogno di rispettare la sequenzialità richiesta dalle politiche di stabilizzazione macroeconomica. Per esempio, una riforma del sistema bancario sarebbe necessaria in molti paesi per assicurare l'efficacia della politica monetaria. Essi sono dell'avviso che anche se la teoria economica fornisce alcune indicazioni sulla se-

quenzialità delle riforme, l'esperienza insegna che è molto più conveniente attuare le riforme contemporaneamente lungo un ampio fronte.

I Supplenti hanno discusso a lungo su i tipi di riforme strutturali considerati come essenziali per i CEEC. Prima di tutto, essi hanno posto l'accento sull'importanza di stabilire il pieno diritto di proprietà privata. Si è sostenuto che senza questo passo fondamentale un'economia di mercato non potrebbe cominciare a funzionare. In verità, l'assenza di tale diritto è l'elemento principale di distinzione di un'economia centralizzata da una basata sul mercato. L'istituzione del diritto di proprietà privata richiederebbe dei considerevoli cambiamenti legislativi nella maggior parte dei paesi interessati, ed i Supplenti hanno sottolineato che la maggior parte dei paesi dell'area ha poca o nessuna esperienza nello scambio dei diritti di proprietà. È apparso quindi incoraggiante che molti CEEC abbiano compiuto rapidi progressi in questo campo e che altri siano in procinto di farlo.

La creazione di mercati per i diritti di proprietà privata è considerata dai Supplenti, oltre che basilare per la costituzione di un'economia di mercato, la condizione necessaria per attirare capitale privato. Secondo i Supplenti un'ulteriore ragione per porre l'accento sull'importanza della proprietà privata riguarda la possibilità di privatizzazione delle industrie pubbliche, che, secondo i Supplenti, offre la via migliore verso un sistema produttivo che sia basato su indicazioni di mercato piuttosto che sulla pianificazione centralizzata e sul monopolio. La ristrutturazione delle imprese pubbliche e lo sviluppo di una maggiore disciplina finanziaria sono considerati elementi essenziali per creare un ambiente compatibile con efficaci meccanismi di mercato e per liberare il sistema bancario e la finanza pubblica dal peso delle imprese in perdita. In ogni caso è importante che le imprese pubbliche siano soggette a stretti vincoli di bilancio fin dall'inizio.

I Supplenti hanno osservato comunque che la proprietà privata potrebbe svilupparsi soltanto alla condizione che ci fossero soggetti desiderosi e capaci di sostenere i rischi connessi con la gestione di attività private in un sistema economico autenticamente orientato al mercato e in cui il vincolo di bilancio accomodante non fosse più disponibile. Essi hanno con-

siderato che dirigenti che abbiano avuto soltanto esperienza di una realtà pianificata troverebbero difficile adattarsi agli imperativi radicalmente diversi di un libero mercato. L'esperienza dei paesi del G-10 è stata che la differenza tra il successo ed il fallimento di una impresa in una realtà di mercato dipende dalla sua "cultura imprenditoriale", e che è necessario del tempo prima che questa si affermi. I Supplenti hanno altresì osservato che proprietà privata e principi di un'economia di mercato implicano la possibilità, e perfino la desiderabilità, di una partecipazione estera ad imprese privatizzate o di nuova costituzione nei paesi in questione.

I Supplenti hanno sottolineato l'importanza fondamentale della creazione di un sistema di prezzi di mercato nelle economie dei CEEC. Essi hanno notato che l'effetto di un tale radicale cambiamento strutturale potrebbe essere quello di alzare il livello generale dei prezzi, creando problemi alla definizione di appropriati programmi di stabilizzazione macroeconomica. Ciononostante, essi sono dell'avviso che un sistema di prezzi di mercato, oltre che ad assicurare un'allocazione efficiente delle risorse, rappresenta una condizione necessaria per la verifica di misure di stabilizzazione macroeconomica.

I Supplenti hanno enfatizzato che il modo più efficace di assicurare una rapida e relativamente ordinata transizione verso un sistema di prezzi di mercato sarebbe, per i paesi interessati, di aprire i loro mercati alla concorrenza di altri paesi in base ai prezzi del commercio mondiale. I Supplenti sono consapevoli che, in realtà, esporre in pieno quelle economie alla competizione internazionale si potrebbe rivelare arduo in concreto. Anche le economie di mercato continuano a trovare questo specifico obiettivo politicamente difficile da realizzare.

I Supplenti hanno sottolineato l'importanza che i paesi membri dell'OCSE diano un buon esempio in questo campo, pervenendo, tra l'altro, ad una conclusione positiva dei negoziati dell'Uruguay Round. I Supplenti sono concordi nell'affermare che si darebbe un messaggio sbagliato se i paesi dell'OCSE non aprissero i loro mercati alle importazioni dei CEEC, una volta che questi abbiano istituito sistemi di prezzi di mercato. I CEEC potranno essere integrati nel sistema economico internazionale – loro scopo finale – soltanto se saranno ammessi e incoraggiati a sfrutta-

re i loro vantaggi comparati per il benessere generale. I Supplenti hanno ritenuto conseguentemente opportuno che tutti i canali disponibili, compresi gli enti internazionali, siano usati per verificare e rendere nota l'esistenza di ostacoli significativi alle importazioni dai paesi CEEC, così come misure o proposte per introdurre nuovi ostacoli o per rafforzare quelli già esistenti.

I Supplenti inoltre hanno sottolineato l'importanza di una riforma integrale dei sistemi finanziari di questi paesi, allo scopo di arrivare ad una netta separazione, come nelle democrazie industrializzate, tra funzioni di banca centrale e di politica monetaria, da una parte, ed intermediazione creditizia, dall'altra. L'esperienza dimostra l'importanza di creare un'autorità monetaria centrale veramente indipendente con un chiaro compito di preservare la stabilità dei prezzi e senza obblighi o poteri di finanziare direttamente i privati o il settore produttivo pubblico. Alle banche commerciali dovrebbe essere riconosciuta la responsabilità diretta della gestione dei depositi e dei prestiti in valuta nazionale ed estera a loro discrezione e rischio.

Un campo in cui i Supplenti hanno considerato la riforma strutturale come un utile complemento ad altri programmi è quello del sistema di previdenza sociale. In questo caso il problema è quello di conseguire un delicato equilibrio tra il rischio di affievolire incentivi al lavoro ed al risparmio e quello di provocare un rifiuto sociale nei confronti dell'intero programma di riforma strutturale nel caso in cui molti soggetti – senza che ne abbiano alcuna colpa – si trovino di fronte a consistenti e durevoli cadute dei loro livelli di vita. I Supplenti hanno convenuto sul fatto che i programmi sociali dovrebbero essere progettati in modo da fornire ai soggetti economici il massimo incentivo a rispondere alle forze del mercato durante il periodo di transizione, inevitabilmente non indolore, poichè un livello eccessivo di protezione sociale comprometterebbe la riuscita dell'intero programma di riforma e allungherebbe inopportuna la sua durata.

I Supplenti, discutendo delle politiche del cambio più opportune per i CEEC nel periodo di transizione,

hanno sottolineato il fatto che, finché non siano stabiliti dei sistemi di prezzi di mercato e le economie non siano aperte alla competizione internazionale, sarebbe impossibile determinare dei tassi di cambio sostenibili. Inoltre, hanno riconosciuto che la riuscita o meno di un programma dipende più dalle politiche salariali, fiscali e monetarie adottate che dalla scelta del regime di cambio. Alcuni Supplenti hanno notato tuttavia che la disciplina dei tassi di cambio fissi ma regolabili durante il sistema di Bretton Woods si dimostrò di notevole aiuto alla stabilizzazione delle economie dell'Europa Occidentale dopo la seconda Guerra Mondiale. A questo proposito è stata espressa anche l'opinione che i CEEC potrebbero ottenere importanti benefici legando, a tempo debito, le loro valute allo SME; i Supplenti sono favorevoli a che il Fondo monetario valuti con attenzione il problema dei sistemi di cambio appropriati per i CEEC.

Un certo numero di Supplenti ha altresì sollevato la questione della cooperazione regionale tra i CEEC. Si è rilevato che la cooperazione economica e finanziaria nei paesi dell'Europa Occidentale dopo la seconda guerra mondiale ha dimostrato di avere un valore incalcolabile e durevole nel tempo. Alcuni Supplenti ritengono che alcune forme di cooperazione regionale dovrebbero forse costituire una condizione necessaria per i CEEC per ricevere assistenza ufficiale multilaterale e bilaterale. Altri Supplenti sono dell'opinione che tale condizione sarebbe difficile da realizzare e potrebbe essere malvista dai paesi in questione, in seguito alla loro precedente esperienza all'interno del COMECON.

I Supplenti hanno anche discusso l'assistenza tecnica ai CEEC. C'è stato unanime accordo sul fatto che la fornitura di una tale assistenza, che peraltro si sta già da tempo attuando, è una delle più importanti e potenti forme di aiuto che la comunità internazionale possa fornire. Si è sottolineata l'importanza dell'assistenza tecnica volta ad aiutare le amministrazioni dei CEEC a costituire istituzioni finanziarie e sistemi fiscali e a fornire consigli su programmi di privatizzazioni, di riforma dei prezzi e sull'operatività del settore pubblico in un sistema orientato al mercato.

COMPOSIZIONE DEL GRUPPO DEI SUPPLENTI

<i>Presidente</i>	LAMBERTO DINI	Banca d'Italia
Belgio	B. SNOY J. J. REY	Ministero delle Finanze Banca Nazionale del Belgio
Canada	D. A. DODGE W. R. WHITE	Dipartimento delle Finanze Banca del Canada
Francia	J. C. TRICHET P. LAGAYETTE	Ministero dell'Economia, delle Finanze e del Bilancio Banca di Francia
Germania	H. KÖHLER (*) H. TIETMEYER	Ministero delle Finanze Banca federale di Germania
Italia	M. DRAGHI F. SACCOMANNI	Ministero del Tesoro Banca d'Italia
Giappone	M. UTSUMI M. WAKATSUKI	Ministero delle Finanze Banca del Giappone
Olanda	C. MAAS (*) A. SZÁSZ	Ministero delle Finanze Banca d'Olanda
Svezia	G. LUND T. FRANZÉN	Ministero delle Finanze Banca di Svezia
Svizzera	J. ZWAHLEN D. KAESER	Banca Nazionale Svizzera Ministero delle Finanze
Regno Unito	N. L. WICKS A. D. CROCKETT	Ministero del Tesoro Banca d'Inghilterra
Stati Uniti	D. C. MULFORD C. J. SIEGMAN	Dipartimento del Tesoro Riserva Federale

OSSERVATORI DELLE ORGANIZZAZIONI INTERNAZIONALI PRESSO IL G-10

Fondo Monetario Internazionale	J. T. BOORMAN - M. RUSSO
Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico	S. ZECCHINI - D. HENDERSON - V. KOROMZAY
Banca per i Regolamenti Internazionali	H. BOCKELMANN - J. R. BISIGNANO
Commissione delle Comunità Europee	G. RAVASIO - J. F. PONS - F. LARSEN

ALTRI OSSERVATORI INVITATI

Banca Mondiale	W. A. WAPENHANS - D. BOCK
Banca Europea per la Ricostruzione e lo Sviluppo	A. LJUNGH

Segretari

J. A. BISPHAM (BRI)
P. M. KELLER (FMI)
N. VANSTON (OCSE)

Assistenti del presidente

F. PAPADIA (Banca d'Italia)
S. REBECCHINI (Banca d'Italia)

(*) All'incontro del 9 marzo H. KÖHLER è stato sostituito da G. HALLER e C. MAAS da L. VERWOERD.

La Banca Centrale Europea nella “seconda fase”

La delegazione italiana presso la Conferenza intergovernativa sull'Unione Economica e Monetaria ha presentato l'8 aprile scorso questo documento, in cui vengono delineati i compiti che l'istituzione monetaria europea dovrebbe svolgere durante la “seconda fase” dell'UEM, in preparazione della futura politica monetaria unica.

Sulla base degli orientamenti espressi dal Consiglio Europeo di Roma e recepiti nella bozza di Statuto predisposta dal Comitato dei Governatori, questo documento esamina le funzioni della Banca Centrale Europea (BCE) nella seconda fase dell'Unione Economica e Monetaria. Tre principi fondamentali guidano la discussione. In primo luogo, il controllo ultimo sulla politica monetaria continuerà ad essere esercitato dalle banche centrali nazionali (BCN) durante tutta la seconda fase e sarà trasferito alla BCE soltanto con l'inizio della fase finale. In secondo luogo, la BCE dovrà essere istituita il 1° gennaio 1994, data stabilita per l'inizio della seconda fase, con compiti precisi. In terzo luogo, l'ecu dovrà essere rafforzato e potenziato in vista della sua trasformazione nella moneta unica dell'Unione Economica e Monetaria.

Questa nota si concentra esclusivamente sui poteri di politica monetaria della BCE, tralasciando ogni riferimento ad altre funzioni menzionate negli Statuti. Per agevolare la transizione alla terza fase ed evitare ripercussioni negative quando essa avrà inizio, la BCE dovrà disporre in quel momento di tutti gli strumenti necessari per la conduzione di una politica monetaria unica e le condizioni monetarie dovranno essere coerenti con la stabilità dei prezzi.

Si può pensare alla politica monetaria come comprendente un aspetto “qualitativo” e uno “quantitativo”. Il primo riguarda la struttura degli strumenti della politica monetaria, determinata attraverso le leggi e i regolamenti. Il secondo si riferisce alla gestione operativa degli strumenti (ad esempio, la liquidità o i tassi di interesse), che rappresenta il compito quotidiano degli organi direttivi delle banche centrali. In un certo senso, le azioni “qualitative” determinano la

natura degli strumenti, le azioni “quantitative” il modo in cui essi vengono utilizzati.

Entrambi gli aspetti devono trovarsi sotto il pieno controllo del Sistema Europeo di Banche Centrali (SEBC) dal primo giorno della terza fase. Un considerevole lavoro “qualitativo” deve essere svolto prima di quella data, soprattutto per definire le caratteristiche strutturali degli strumenti di politica monetaria. Saranno necessari provvedimenti amministrativi, legislativi e organizzativi, anche per consentire agli operatori di familiarizzarsi con il nuovo ambiente e con le nuove procedure. Inoltre, si dovrebbe evitare di concentrare tutti i cambiamenti all'inizio della terza fase; una misura quale l'immediata equalizzazione delle riserve obbligatorie, ad esempio, potrebbe incidere sulle condizioni del mercato monetario e, quindi, potenzialmente, generare distorsioni significative.

Al fine di assicurare che gli strumenti per la conduzione di una politica monetaria unica siano effettivamente disponibili all'inizio della terza fase, è necessario che durante la seconda la BCE assuma un ruolo diretto nelle decisioni sugli aspetti “qualitativi” della gestione monetaria; norme speciali garantirebbero che l'attuazione di tali misure venga concordata con la banca centrale interessata. Tutti questi aspetti dovrebbero essere specificati nelle disposizioni transitorie dello Statuto.

Le BCN controlleranno direttamente gli aspetti “quantitativi” della politica monetaria fino al termine della seconda fase, quando la politica monetaria sarà unificata uguagliando in tutti i paesi della Comunità il valore di ciascuno strumento a un livello compatibile con la stabilità dei prezzi. In effetti, le condizioni monetarie complessive devono essere rese coerenti

con questo obiettivo con largo anticipo rispetto al passaggio alla terza fase; in caso contrario, potrebbero facilmente verificarsi gravi scompensi. La BCE deve avere un ruolo consultivo di primo piano per quanto concerne la politica monetaria, al fine di assicurare un adeguato sostegno e coordinamento degli sforzi delle BCN.

Durante questa seconda fase, tre sono le aree che maggiormente rilevano ai fini delle responsabilità dirette della BCE nel campo "qualitativo" e di quelle, di carattere consultivo, nel campo "quantitativo": il perfezionamento degli strumenti necessari per una politica monetaria unica; il più stretto coordinamento delle politiche monetarie; lo sviluppo dell'ecu.

Gli strumenti necessari per una politica monetaria unica

Entro il primo giorno della terza fase la BCE dovrà avere definito le caratteristiche e stabilito le procedure relative a tutti gli strumenti necessari per la conduzione di una politica monetaria comune. Le strutture operative delle BCN, così come gli operatori di mercato, devono avere la possibilità di acquisire familiarità con i nuovi strumenti e di svilupparne la pratica. La bozza di Statuto del SEBC stabilisce gli strumenti che la BCE dovrà utilizzare. Decisioni "qualitative" si rendono necessarie per molti di essi.

Per quanto riguarda il circolante (Art. 16), dovranno essere risolti i problemi relativi all'emissione della "moneta unica" (ad esempio, la stampa e la distribuzione) e alle condizioni per la conversione delle banconote denominate nelle valute della Comunità. Saranno altresì da risolvere questioni riguardanti il tipo e la qualità degli strumenti negoziabili da utilizzare nelle "operazioni di mercato aperto" (Art. 18.1), la tecnica d'asta, i tempi, le condizioni di pagamento, ecc. Occorre definire i termini di accesso al credito della banca centrale (Art. 18.1), in particolare lo sconto, le attività ammissibili in garanzia, le maggiorazioni di tasso e il regolamento delle posizioni debitorie. L'Art. 19 cita le riserve obbligatorie; in quale misura dovranno essere armonizzati i coefficienti, la remunerazione, il calcolo della base, l'impiego delle riserve, ecc. L'Art. 20 prevede l'utilizzo di altri strumenti, ossia di quelli non espressamente menzionati nello

Statuto ma di uso corrente da parte delle BCN o potenzialmente utilizzabili dalla BCE e dalle BCN, e sancisce l'eliminazione di quelli incompatibili con lo Statuto del SEBC, in particolare con l'Art. 2.3.

Lo Statuto cita, inoltre, le operazioni della banca centrale con enti pubblici (Art. 21): la Comunità deve stabilire regole riguardanti la funzione della BCE e delle BCN quali agenti fiscali delle istituzioni comunitarie. La BCE dovrà inoltre avere un ruolo nel sistema di compensazione e dei pagamenti (Art. 22): ciò comporta la creazione di strutture adeguate per un sistema dei pagamenti stabile ed efficiente, la determinazione del grado di standardizzazione dei sistemi nazionali e lo sviluppo del sistema di compensazione in ecu. Occorre decidere i metodi e stabilire i tempi degli interventi in valuta (Art. 23) mentre, per quanto concerne la gestione delle riserve ufficiali (Art. 23), vi sono questioni irrisolte riguardo ai rapporti con le banche centrali di paesi non appartenenti alla Comunità (accordi di *swap*) e con le istituzioni finanziarie (apertura di conti, saldi per transazioni, ecc.).

È compito della legislazione comunitaria e dei regolamenti delle banche centrali determinare le caratteristiche precise di questi strumenti. Pertanto, fin dall'inizio della seconda fase, spetterebbe alla BCE prendere decisioni concrete, da attuare direttamente o tramite le BCN. La BCE forgerebbe, senza ancora gestirli, gli strumenti dell'attività di banca centrale della Comunità europea. Il processo decisionale assicurerebbe alle BCN non soltanto un ruolo consultivo nell'area "qualitativa", ma anche il potere di compensare ogni effetto indesiderato sulle condizioni monetarie interne derivante dalla predisposizione degli strumenti per la politica monetaria unica, ad esempio mediante un'introduzione graduale delle misure decise dalla BCE.

Il coordinamento delle politiche monetarie

Il conferimento alla BCE di un ruolo consultivo sugli aspetti "quantitativi" della politica monetaria è un primo passo essenziale verso la formulazione di una politica monetaria unica e rappresenta un elemento chiave per consentire una transizione senza scosse alla terza fase. Gli organi decisionali della Banca Centrale Europea acquisirebbero un'esperienza di

valore inestimabile prendendo parte, anche in veste consultiva, a tutte le decisioni di politica monetaria. In questo modo, il passaggio alla fase finale diventerebbe, in un certo senso, un mero elevamento delle deliberazioni della BCE dal rango di opinioni a quello di decisioni formali, vincolanti per la stessa BCE e per le BCN.

L'avanzamento verso il completo coordinamento delle politiche monetarie sarà necessariamente graduale. L'essenza del compito della BCE nella seconda fase consisterebbe nel tradurre l'obiettivo ultimo della stabilità dei prezzi in orientamenti di politica monetaria. L'attuale "esercizio *ex ante*" svolto dal Comitato dei Governatori ne risulterebbe rafforzato. Si può anche prevedere che *tutte* le misure di politica monetaria elaborate nella Comunità e negli stati membri debbano essere discusse, prima di essere emanate, dagli organi decisionali della BCE, che dovrebbero poter ottenere tutti i dati necessari dalle banche centrali nazionali. La BCE dovrebbe anche far ricorso ai propri servizi statistici, come prevede l'Articolo 5.1. Le misure di politica nazionale verrebbero annunciate, in un comunicato congiunto con la BCN interessata, dalla BCE (1); in tale contesto, il Consiglio del SEBC potrebbe, laddove necessario, esprimere raccomandazioni.

La BCE si predisporrebbe gradualmente, in linea con lo Statuto, a rilevare tutte le funzioni attualmente esercitate dal Fecom e dal Comitato dei Governatori. In particolare, la BCE avrebbe un suo ruolo nella gestione del meccanismo di cambio; ciò comporterebbe naturalmente un certo numero di responsabilità aggiuntive, come, ad esempio, il consenso preventivo agli interventi intramarginali, la fissazione del costo del Sostegno Monetario a Breve Termine (SMBT), determinare, eventualmente, maggiorazioni di tasso per il suo uso eccessivo e decidere la concessione discrezionale di SMBT, con un margine molto più ristretto di accesso incondizionato rispetto alle disposizioni che regolano attualmente tale linea di credito.

Infine, potrebbero essere effettuati attraverso la BCE interventi concertati, cioè concordati all'unanimità, nei confronti di valute non comunitarie.

Lo sviluppo dell'ecu

Nella terza fase, la politica monetaria del SEBC sarà tale da assicurare un ecu "forte e stabile". In presenza di tassi di cambio irrevocabilmente fissi, l'ecu sarà economicamente identico alle valute che lo compongono e si sostituirà progressivamente ad esse per diventare la moneta unica dell'Unione. Il Consiglio Europeo ha affermato, nelle conclusioni della riunione di Roma, che durante la transizione alla moneta unica dovrebbero essere introdotte misure volte a rafforzare l'ecu.

Un primo modo di ottenere questo risultato, che privilegia i fattori fondamentali, consiste nel rafforzare le valute componenti dell'ecu senza tuttavia alterarne l'attuale definizione come paniere. Nel perseguire l'obiettivo di promuovere la stabilità dei prezzi, la BCE dovrebbe coordinare attivamente le politiche monetarie, come descritto in precedenza. L'utilizzo crescente dell'ecu e la sua sempre maggiore influenza sulle condizioni dei mercati monetari interni dei vari paesi dovrebbero, dunque, essere attentamente seguiti dalla BCE al fine di assicurare che lo sviluppo dell'ecu non interferisca con il coordinamento delle politiche monetarie illustrato nella sezione precedente. Un campo in cui la BCE dovrebbe assumere una responsabilità specifica è la definizione delle condizioni di intervento sul mercato degli ecu privati.

In alternativa, si potrebbe procedere a una ridefinizione dell'ecu. A tale riguardo sono state avanzate numerose proposte, con differenti implicazioni per il ruolo della BCE durante la seconda fase. Una proposta è quella di conservare la natura di paniere dell'ecu, contemporaneamente rafforzandolo in due modi: la sua composizione potrebbe venire congelata, riducendo così progressivamente il peso di qualsiasi valuta componente che fosse svalutata, o la sua composizione potrebbe venire ridefinita per includere soltanto le monete dei paesi pronti a partecipare pienamente a tutte le fasi dell'Unione. Nessuna di queste proposte

(1) In effetti, si dovrebbe valutare l'ipotesi di fare di tale annuncio congiunto un requisito necessario per la loro efficacia legale: ciò rappresenterebbe un meccanismo istituzionale in grado di assicurare un più stretto coordinamento.

modificherebbe in misura sostanziale il coinvolgimento della BCE nella seconda fase, illustrato in precedenza.

Sono state avanzate anche altre proposte, che saranno presto esaminate dal Comitato Monetario. Qualunque strada si scelga, dovranno essere rispettati tre principi fondamentali: il primo è che in ciascun momento non vi può essere più di un ecu; il secondo è che non si dovrebbe permettere alcuna soluzione di

continuità durante l'evoluzione dell'ecu da valuta pariniere a moneta unica dell'Unione; il terzo è che si dovrebbe evitare qualsiasi ripercussione negativa sul mercato dell'ecu. Le conclusioni del Consiglio Europeo di Roma richiedono non soltanto che l'ecu venga rafforzato, ma anche che il suo ruolo sia potenziato. Pertanto, unitamente al rafforzamento dell'ecu, occorrerà prendere in considerazione iniziative in questo campo.

Disciplina del funzionamento della compensazione dei recapiti

(Decreto del Ministro del Tesoro del 7.5.91)

IL MINISTRO DEL TESORO

Visto il regio decreto-legge 6 maggio 1926, n. 812, convertito nella legge 25 giugno 1926, n. 1262;

Visto il regio decreto-legge 8 giugno 1936, n. 1191, convertito nella legge 3 aprile 1937, n. 686;

Vista la legge 2 gennaio 1991, n. 1, sulla disciplina dell'attività di intermediazione mobiliare e disposizioni sull'organizzazione dei mercati mobiliari;

Visto il decreto legislativo luogotenenziale 14 settembre 1944, n. 266;

Visto il decreto legislativo del Capo provvisorio dello Stato 17 luglio 1947, n. 691;

Visto il proprio decreto 6 giugno 1989;

Considerata la necessità di provvedere all'emanazione di norme regolamentari in materia di funzionamento della compensazione dei recapiti e delle relative modalità di accesso;

Considerato che l'equilibrato sviluppo di flussi di attività e passività finanziarie costituisce condizione necessaria ai fini della stabilità monetaria;

Considerato che la funzione di governo della moneta e di controllo dei flussi finanziari da parte della Banca centrale si fonda sulla sua autonoma capacità di regolare la base monetaria;

Considerato il ruolo essenziale che il regolare funzionamento della compensazione giornaliera dei recapiti svolge per la liquidità del sistema;

Considerato che il processo di compensazione si compone delle seguenti fasi: scambio delle informazioni e/o dei documenti contabili; determinazione su base bilaterale dei saldi contabili dei partecipanti; determinazione su base multilaterale dei saldi contabili dei partecipanti e connesso regolamento dei saldi medesimi;

Considerato che la gestione delle diverse fasi del processo di compensazione secondo criteri di efficienza e di sicurezza appare indispensabile per il raggiungimento delle finalità sopraindicate;

Considerato che gli unici soggetti che lecitamente svolgono l'attività di raccolta del risparmio tra il pubblico e di esercizio del credito sono quelli bancari;

Su proposta della Banca d'Italia;

Decreta:

Art. 1

Con apposito atto di adesione, possono usufruire del servizio di compensazione dei recapiti le aziende e gli istituti di credito. La competenza in ordine all'accoglimento delle domande di adesione spetta alla Banca d'Italia.

Partecipano di diritto alla compensazione dei recapiti, oltre alla Banca d'Italia, le sezioni di tesoreria provinciale dello Stato e l'Amministrazione postale.

Art. 2

La Banca d'Italia può indicare modalità differenziate di utilizzo del servizio di compensazione da parte dei singoli aderenti, ivi compresa quella di regolare indirettamente i saldi, in relazione alla struttura tecnico-organizzativa e al rapporto sussistente tra il volume dei recapiti trattati da parte di ciascun partecipante e il suo patrimonio.

La Banca d'Italia può altresì determinare modifiche nell'utilizzo del servizio di compensazione da parte dei singoli aderenti o l'esclusione dell'aderente dal servizio allorché la struttura tecnico-organizzativa e/o il patrimonio risultino inadeguati rispetto al volume dei recapiti trattati.

Art. 3

Su richiesta della Banca d'Italia gli aderenti sono obbligati a fornire alla medesima idonea documentazione attestante i valori di operatività registrati e ogni altra informazione necessaria per il regolare funzionamento della compensazione dei recapiti.

Roma, 7 maggio 1991

Il Ministro

Disciplina della liquidazione dei valori mobiliari (Delibera della Consob n. 5498 del 2.10.91)

LA COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Vista la legge 7 giugno 1974, n. 216 e le successive modificazioni;

Premesso che con delibera n. 4176 del 25 luglio 1989, la Commissione, nel formulare il quadro degli interventi necessari allo sviluppo delle linee del progetto di riforma della borsa valori già avviato fin dal 1985, ha indicato come essenziale e necessaria, ai fini del regolare funzionamento del mercato, la definizione di una specifica disciplina della liquidazione dei contratti incentrata, in particolare, sulla riduzione dei cicli operativi di borsa e sull'obbligo di liquidare le operazioni in valori mobiliari nei tempi stabiliti ed esclusivamente a mezzo della relativa Stanza di compensazione;

Premesso che per gli scopi di cui sopra ed ai fini del raggiungimento di un più elevato livello di efficienza del mercato, nella citata delibera, la Commissione ha attribuito fondamentale rilievo alla tempestiva realizzazione del Sistema telematico di borsa del quale, con lettera del 26 giugno 1987 erano state indicate al Consorzio camerale per il coordinamento delle borse valori le caratteristiche essenziali, con particolare attenzione al sistema di riscontro automatico dei contratti attraverso il quale assicurare la certezza delle fasi di liquidazione successive alla negoziazione;

Considerato che, in relazione al programma di studi, ricerche ed analisi delineato nella citata delibera n. 4176 del 1989, con lettera del 23 aprile 1990 la Commissione ha promosso, d'intesa con la Banca d'Italia e con la partecipazione di rappresentanze delle categorie degli operatori interessati, la costituzione di un gruppo di studio per l'esame dei problemi connessi alla riduzione dell'attuale durata dei cicli operativi di Borsa;

Preso atto che il suddetto gruppo ha unanimamente convenuto che la riduzione del periodo di liquidazione necessiti in via preliminare dell'adesione di tutte le società emittenti di titoli quotati alla Monte Titoli e della partecipazione di tutti gli intermediari sia alle Stanze di compensazione che al detto sistema Monte Titoli ai fini di un intervento esclusivo di quest'ultimo nelle procedure di liquidazione, e che inoltre il nuovo sistema di liquidazione a contanti debba potersi avvalere del supporto del sistema automatico di riscontro dei contratti e di un adeguato sistema di prestito dei titoli;

Considerato che nelle conclusioni del gruppo di studio sopra menzionato è stata indicata nel 1° gennaio 1993 la data per la riduzione dei cicli operativi di borsa e per la introduzione dei termini di regolamento a contanti di tutti i contratti sui valori mobiliari attualmente negoziati a termine nei mercati regolamentati;

Visto l'art. 22, comma 2, della legge 2 gennaio 1991 n. 1, con il quale è attribuita alla Consob, d'intesa con la Banca d'Italia, la potestà di emanare disposizioni concernenti le modalità di tempo per la liquidazione delle operazioni in valori mobiliari, nonché gli adempimenti complementari a tali liquidazioni;

Vista la propria delibera n. 5446 del 7 agosto 1991 con la quale la Commissione ha avviato il programma di interventi relativo all'imminente avvio del sistema telematico di contrattazione di borsa, imponendo termini obbligatori per l'adesione al sistema di riscontro e rettifica automatici delle negoziazioni di borsa e per l'adozione del sistema internazionale di identificazione dei titoli conformemente allo standard ISO 6166;

Considerati gli interventi svolti allo scopo di sollecitare le Società emittenti di titoli negoziati nei mercati regolamentati e gli Enti rappresentativi delle categorie di operatori ad una adesione generalizzata ai sistemi di deposito accentrato dei titoli;

Ritenuto, d'intesa con la Banca d'Italia, che sia necessario portare tempestivamente a conoscenza degli operatori in valori mobiliari e del mercato nel suo complesso i termini previsti per la riduzione dei cicli operativi di borsa, emanando disposizioni circa gli adempimenti preliminari all'avvio del nuovo regime di liquidazione a contanti nonché circa alcuni adempimenti complementari alla liquidazione delle operazioni in questione;

Vista la nota n. 223790 del 2 ottobre 1991 con la quale la Banca d'Italia ha manifestato la propria intesa sul testo della presente delibera, trasmesso dalla Consob alla Banca stessa con lettera DIR/91005042 del 2 ottobre 1991;

Delibera:

A decorrere dal 1° gennaio 1993, subordinatamente all'avvio a regime del sistema di riscontro delle operazioni previsto nell'ambito del sistema telematico delle borse valori italiane, tutti i contratti aventi ad oggetto titoli azionari, obbligazionari e di Stato negoziati nei mercati regolamentati, ad esclusione di quelli conclusi nel mercato telematico dei titoli di Stato, dovranno essere conclusi "a contanti", con liquidazione al terzo giorno di borsa aperta successivo alla conclusione dei contratti stessi.

Entro la data suddetta la Commissione procederà alla riforma del mercato dei contratti a premio e, d'intesa con la Banca d'Italia, alla introduzione di un sistema di prestito di titoli.

Inoltre, per il progressivo raggiungimento dell'obiettivo sopra indicato, a decorrere dal 1° gennaio 1992, la liquidazione dei contratti a termine su valori mobiliari negoziati nei suddetti mercati regolamentati tra tutti gli operatori autorizzati dovrà essere effettuata obbligatoriamente a mezzo delle Stanze di compensazione con l'intervento esclusivo della Monte Titoli s.p.a., per ciò che attiene alle movimentazioni dei titoli in consegna ed in ritiro delle relative Stanze.

Entro il termine suddetto del 1° gennaio 1992 tutti gli operatori autorizzati dovranno avere perfezionato il loro rapporto di adesione, sia direttamente che per il tramite di altro operatore, alla Stanza di compensazione anche di altra piazza, qualora sulla piazza sede della borsa valori presso la quale l'operatore risulta autorizzato non sia operante la "liquidazione dei titoli".

Sempre entro il termine del 1° gennaio 1992, gli operatori suddetti dovranno assumere la qualità di depositari presso la Monte Titoli s.p.a..

La presente delibera sarà pubblicata nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica e nel Bollettino della Consob.

Milano, 2 ottobre 1991

Il Presidente

Interventi

La dimensione e lo sviluppo dei mercati finanziari

*Intervento del dr. Antonio Fazio, Vice Direttore Generale della Banca d'Italia
Convegno su: "Europa: gli operatori in titoli e l'integrazione dei mercati mobiliari"
Associazione Operatori Bancari in Titoli*

Torino, 8 marzo 1991

Il campo di esplicazione dell'attività degli operatori in titoli è costituito dal mercato degli strumenti finanziari negoziabili.

È un dato di fatto che lo sviluppo dei sistemi economici tende a portare verso certi valori di equilibrio del rapporto tra ricchezza e reddito nazionale; all'interno della ricchezza, a una crescita della componente finanziaria.

A fronte della ricchezza finanziaria esistono beni capitali la cui accumulazione è resa possibile proprio dal possesso, da parte dei risparmiatori, degli strumenti finanziari. Tuttavia, una parte di tale ricchezza è costituita da crediti verso enti o individui, ritenuti in grado di ripagare in futuro capitale e interesse, o, in altri termini, di "servire" il debito. Si tratta, in primo luogo, del credito a favore dello Stato, quindi di crediti a favore delle unità di consumo.

Non intendo avventurarmi nell'intricata giungla dei dibattiti sulle teorie del debito pubblico, in particolare se si tratti di vera ricchezza o meno. Dal punto di vista dei portatori, un titolo pubblico, un credito sullo Stato costituisce ricchezza rimanendo la certezza della riscossione dei frutti e del rimborso, o anche semplicemente della possibilità di smobilizzo, prima della scadenza, del capitale.

La contropartita reale del debito pubblico può essere costituita da investimenti pubblici, da opere pubbliche di utilità generale, oppure anche da investimenti in beni immateriali, in organizzazione, in ricerca. Tutte queste spese, se correttamente effettuate, sono contributi alla crescita del sistema economico e civile.

Chi finanzia il settore pubblico fa credito alle capacità di sviluppo del sistema economico.

Analoga situazione si ritrova nel caso di finanziamenti al sistema produttivo. Si concede infatti credito alla capacità di un'impresa di generare un flusso di nuova ricchezza nel futuro.

Quando l'alea del finanziamento o la difficoltà di valutazione è maggiore, a causa ad esempio della complessità intrinseca dell'operazione, si ricorre al sistema bancario.

Nel caso di valutazioni più lineari si fa ricorso direttamente ai mercati. Questi ultimi, tuttavia, entrano in gioco e sono interessati generalmente solo allorché esiste una garanzia da parte dell'ente che richiede i fondi. Si tratta in genere di una garanzia legata soprattutto al nome della società o dell'istituzione piuttosto che ai contenuti dell'operazione.

Questo tipo di rapporto si ritrova di fatto anche nella raccolta azionaria, il cui contenuto è costituito da un credito alle capacità imprenditoriali di un individuo o di un gruppo.

1. La composizione della ricchezza

La tavola 1 riporta il rapporto tra attività finanziarie nette delle famiglie e reddito disponibile dello stesso settore per i maggiori paesi industriali.

Tav. 1

**Ricchezza finanziaria netta delle famiglie
in rapporto al reddito disponibile
(valori percentuali)**

PAESI	1975	1980	1985	1988
Germania	1,23	1,37	1,62	1,73
Francia	0,80	0,84	0,98	1,14
Italia	0,98	0,97	1,29	1,56
Regno Unito	1,39	1,19	1,65	1,79
Giappone	0,99	1,24	1,66	(1)2,17
Stati Uniti	2,16	2,71	2,70	2,64

Fonte: OCSE, CPE/STEP (89) 5.

(1) Il dato è riferito al 1987.

Emerge nell'analisi dei dati la posizione di testa occupata dagli Stati Uniti, la posizione intermedia di Regno Unito, Germania e Italia, la posizione nell'estremità più bassa della Francia. Il dato relativo al Giappone presenta un andamento particolare: partendo da valori medio-bassi a metà degli anni settanta si porta, soprattutto nel periodo più recente, verso i valori più elevati.

Secondo una consolidata tradizione dell'analisi finanziaria macroeconomica, la ricchezza netta delle famiglie dovrebbe essere in grado di misurare la ricchezza di un paese.

Le imprese sono infatti, in definitiva, di proprietà delle famiglie e, pertanto, la loro valutazione dovrebbe ritrovarsi nel valore dei titoli di proprietà da queste posseduti.

In Italia una parte rilevante del settore produttivo è posseduta da Stato, enti pubblici, fondazioni. Tale componente non si ritrova nell'aggregato ora richiamato. Le famiglie però possiedono un debito pubblico che in parte copre la proprietà pubblica, anche di mezzi di produzione, in parte è semplicemente un credito sullo Stato.

* * *

La ricchezza complessiva finanziaria e reale delle famiglie, in rapporto al reddito, in Italia è abbastanza in linea con quella riscontrabile nelle altre maggiori economie.

La tavola 2 riporta una serie di rapporti tra diverse definizioni di ricchezza (delle famiglie) e reddito disponibile delle stesse per i principali paesi industriali.

È notevole la costanza del rapporto nel tempo intorno a 4,5 per gli Stati Uniti.

Esistono teorie ampiamente accreditate – in particolare la “*Life cycle theory of saving*” di Modigliani – che spiegano livello e costanza del rapporto, nel tempo, per le economie sviluppate mature.

Per il Giappone si ripete quanto già rilevato per la ricchezza finanziaria, cioè un rapporto rapidamente crescente nel tempo.

Per gli altri grandi paesi industriali (inclusa l'Italia) il rapporto è lentamente, e regolarmente, crescente, e contenuto tra 4 e 5.

* * *

La combinazione tra le informazioni della tavola 1 e quelle della tavola 2 mette immediatamente in luce un paio di peculiarità dell'Italia.

Tav. 2

Ricchezza delle famiglie (1)
(valori percentuali)

PAESI	1975	1980	1985	1986	1987	1988
STATI UNITI						
Ricchezza netta/reddito (2)	4,25	4,78	4,58	4,66	4,62	4,58
Ricchezza finanziaria lorda/reddito	3,16	3,51	3,58	3,66	3,59	3,58
Ricchezza finanziaria netta/reddito	2,46	2,71	2,70	2,74	2,65	2,64
Azioni detenute/reddito	0,57	0,62	0,69	0,75	0,68	0,66
Passività totali/reddito	0,70	0,80	0,88	0,92	0,94	0,94
Attività fruttifere/passività (3)	1,42	1,29	1,41	1,31	1,30	1,29
Attività fruttifere/reddito	0,99	2,19	1,24	1,21	1,22	1,21
GIAPPONE						
Ricchezza netta/reddito (2)	4,14	5,04	5,74	6,48	7,80	....
Ricchezza finanziaria lorda/reddito	1,61	2,00	2,56	2,78	3,19	....
Ricchezza finanziaria netta/reddito	0,99	1,24	1,66	1,85	2,17	....
Azioni detenute/reddito	0,20	0,24	0,30	0,43	0,67	....
Passività totali/reddito	0,62	0,76	0,90	0,93	1,02	....
Attività fruttifere/passività (3)	1,57	1,70	1,85	1,82	1,74	....
Attività fruttifere/reddito	0,97	1,29	1,67	1,69	1,78	....
GERMANIA						
Ricchezza netta/reddito (2)	....	....	....	....	....	....
Ricchezza finanziaria lorda/reddito	1,32	1,52	1,78	1,83	1,86	1,90
Ricchezza finanziaria netta/reddito	1,23	1,37	1,62	1,66	1,69	1,73
Azioni detenute/reddito	0,04	0,03	0,04	0,05	0,05	0,05
Passività totali/reddito	0,09	0,15	0,16	0,17	0,17	0,17
Attività fruttifere/passività (3)	9,33	6,83	7,28	7,33	7,32	7,01
Attività fruttifere/reddito	0,84	1,02	1,17	1,25	1,24	1,19
FRANCIA						
Ricchezza netta/reddito (2)	....	....	....	....	....	....
Ricchezza finanziaria lorda/reddito	1,39	1,46	1,61	1,82	1,77	1,90
Ricchezza finanziaria netta/reddito	0,80	0,84	0,98	1,15	1,03	1,14
Azioni detenute/reddito	0,31	0,21	0,43	0,62	0,53	0,67
Passività totali/reddito	0,59	0,62	0,63	0,67	0,74	0,76
Attività fruttifere/passività (3)	1,58	1,62	1,49	1,43	1,33	1,30
Attività fruttifere/reddito	0,93	1,00	0,94	0,96	0,98	0,99
ITALIA						
Ricchezza netta/reddito (2)	3,53	3,70	3,70	4,06	4,57	4,62
Ricchezza finanziaria lorda/reddito	1,07	1,04	1,37	1,55	1,58	1,67
Ricchezza finanziaria netta/reddito	0,98	0,97	1,29	1,45	1,48	1,56
Azioni detenute/reddito	0,05	0,06	0,11	0,19	0,13	0,13
Passività totali/reddito	0,09	0,07	0,08	0,10	0,10	0,11
Attività fruttifere/passività (3)	7,94	10,16	12,45	10,65	10,78	10,64
Attività fruttifere/reddito	0,71	0,71	0,99	1,07	1,08	1,17
GRAN BRETAGNA						
Ricchezza netta/reddito (2)	4,07	3,91	4,48	4,88	5,10	....
Ricchezza finanziaria lorda/reddito	2,03	1,70	2,45	2,71	2,75	2,78
Ricchezza finanziaria netta/reddito	1,39	1,19	1,65	1,84	1,82	1,79
Azioni detenute/reddito	0,30	0,21	0,26	0,33	0,41	0,41
Passività totali/reddito	0,64	0,51	0,80	0,87	0,93	0,99
Attività fruttifere/passività (3)	....	....	1,03	0,96	0,90	0,85
Attività fruttifere/reddito	....	....	0,82	0,83	0,84	0,84
CANADA						
Ricchezza netta/reddito (2)	3,72	4,06	3,84	3,96	4,06	4,14
Ricchezza finanziaria lorda/reddito	2,12	2,39	2,38	2,46	2,51	2,58
Ricchezza finanziaria netta/reddito	1,31	1,52	1,65	1,68	1,67	1,68
Azioni detenute/reddito	0,47	0,58	0,55	0,57	0,57	0,56
Passività totali/reddito	0,81	0,87	0,73	0,78	0,84	0,90
Attività fruttifere/passività (3)	....	....	1,33	1,29	1,27	1,27
Attività fruttifere/reddito	....	....	0,97	1,01	1,07	1,14

Fonte: OCSE.

(1) Il reddito si riferisce al reddito disponibile del settore famiglie. La ricchezza è calcolata su dati nominali di fine periodo. Le azioni sono ai prezzi di mercato e comprendono le partecipazioni azionarie dei fondi pensione. - (2) Comprensiva delle abitazioni. - (3) Sono escluse attività assicurative, partecipazioni a fondi pensione, più alcune altre poste minori.

In primo luogo, nel nostro sistema la quota di ricchezza costituita da beni immobili – per la quasi totalità abitazioni – posseduta direttamente dalle famiglie è più di due terzi della ricchezza globale e più di tre volte il reddito disponibile.

All'altro estremo, si trova il paese più sviluppato e a struttura finanziaria più consolidata, gli Stati Uniti: la ricchezza immobiliare costituisce meno della metà della ricchezza complessiva delle famiglie ed è pari a circa due volte il reddito nazionale.

Negli altri principali paesi per i quali si dispone di dati la componente costituita dalla ricchezza reale risulta ugualmente importante – come per l'Italia – o poco meno; il Giappone è di nuovo in posizione eccentrica, mentre il Canada è in una posizione intermedia tra Italia e Stati Uniti.

In secondo luogo, ove si indaghi all'interno della composizione della ricchezza finanziaria (netta) appare un'altra differenza. Il valore delle azioni possedute dalle famiglie è pari, in Italia, a meno del 15 per cento del reddito disponibile. Situazione analoga si ha in Germania, dove anzi il rapporto è ancora più basso; ma in questo paese le azioni sono possedute dalle banche e le famiglie detengono invece passività emesse dalle banche (depositi bancari e obbligazioni).

La quota di ricchezza finanziaria, sotto forma di titoli azionari, è massima negli Stati Uniti dove è pari a circa il 70 per cento del reddito, ma è molto alta anche in Giappone, Francia, Canada, Regno Unito.

Su questo secondo punto mi soffermerò a lungo più oltre.

2. Il grado di finanziarizzazione dell'economia

La ricchezza finanziaria lorda delle famiglie misura meglio di quella netta il grado di finanziarizzazione (come si dice con un brutto neologismo) o il *financial deepening* (come si dice con una più pregnante espressione inglese) di un'economia.

In altri termini, a fronte di attività reali esiste un certo grado di indebitamento del settore delle famiglie nei confronti del sistema finanziario. Tale indebitamento viene, nei dati esposti in precedenza, portato

a scomputo delle attività finanziarie lorde delle famiglie (ottenendo i valori netti sopra ricordati). Esistono problemi notevoli di comparabilità internazionale dei dati. Trascurando alcune differenze di definizione statistica si rileva che negli Stati Uniti, in Giappone, nel Regno Unito, le famiglie sono indebitate nei confronti di banche e di intermediari finanziari per un ammontare pari al flusso di reddito di un anno. Il fenomeno è particolarmente rilevante anche in Francia, ma è trascurabile (fortunatamente) per l'Italia, nonché per la Germania.

Tav. 3

**Ricchezza finanziaria e passività totali
in rapporto al reddito**
(valori percentuali)

PAESI	1980			1988		
	Ricch. netta	Pass. totali	Ricch. lorda	Ricch. netta	Pass. totali	Ricch. lorda
USA	2,71	0,80	3,51	2,64	0,94	3,58
Giappone .	1,24	0,76	2,00	2,17	1,02	3,19
Regno Unito	1,19	0,51	1,70	1,79	0,99	2,78
Germania .	1,37	0,15	1,52	1,73	0,17	1,90
Francia . . .	0,84	0,62	1,46	1,14	0,76	1,90
Italia	0,97	0,07	1,04	1,56	0,11	1,67

Dall'esame dei dati lordi risulta esaltato il grado di intermediazione finanziaria nei paesi industriali diversi da Italia e Germania. Il volume di attività finanziarie lorde in rapporto al reddito è negli Stati Uniti doppio rispetto all'Italia, ed è particolarmente elevato anche in Giappone e nel Regno Unito.

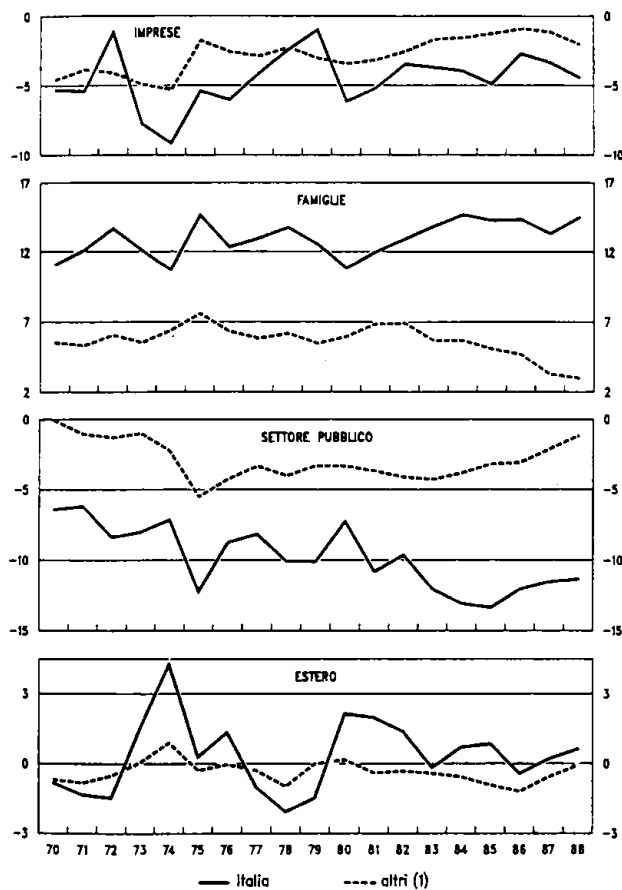
Dai dati ora esposti si deduce che il sistema finanziario intermedia fortemente credito e risparmio anche all'interno del settore delle famiglie. Ciò non avviene per la Germania e per l'Italia, dove le famiglie non sono indebitate e sono essenzialmente fornitrici di fondi allo Stato e alle imprese.

La formazione e l'utilizzo del risparmio sono in Italia molto più polarizzati per grandi settori che negli altri sistemi: a un elevato livello del risparmio delle famiglie corrisponde un forte assorbimento dello stesso risparmio da parte del settore pubblico. In altri paesi il settore pubblico è meno indebitato e le famiglie risparmiano di meno.

L'indebitamento delle imprese nei confronti del sistema creditizio è in Italia solo marginalmente più alto rispetto a quanto riscontrabile nella media degli altri paesi.

Fig. 1

Saldi finanziari dei principali settori (in rapporto al PIL)



Fonte: OECD, *Financial Statistics, Part 2, vari anni.*

(1) Media dei valori relativi a Francia, Germania, Giappone, Regno Unito e Stati Uniti.

L'accreditamento nei confronti del sistema finanziario è costituito da depositi bancari, non negoziabili (la tendenza è tuttavia a rendere scambiabili sui mercati finanziari anche una parte di tali attività: i certificati di deposito), quindi da altri titoli di credito, tutti, in linea di principio, scambiabili nelle borse valori e nei mercati specializzati.

Poiché il rapporto tra depositi bancari e reddito nazionale non differisce molto tra paesi (con l'eccezione del Giappone dove è particolarmente elevato), ne discende che tutta la differenza tra gli stessi paesi,

nel livello di ricchezza finanziaria lorda in rapporto al reddito, è ascrivibile a titoli negoziabili.

La ricchezza finanziaria costituita da titoli negoziabili ha, in rapporto al reddito, nei paesi finanziariamente più sviluppati, dimensione doppia o tripla rispetto all'Italia.

Una prima conclusione è che lo sviluppo ulteriore del grado di finanziarizzazione della nostra economia non può che prodursi nella direzione del settore dei titoli negoziabili.

3. I titoli a reddito fisso

Lo sviluppo del nostro mercato appare adeguato per quanto riguarda i titoli obbligazionari a medio e a lungo termine, pubblici e privati.

La consistenza di detti titoli era pari in Italia, a fine 1989, a 595 miliardi di dollari e al 65 per cento del prodotto nazionale lordo. La proporzione era del 40 per cento per la Francia, del 54 per cento per la Germania e del 95 per cento per gli Stati Uniti.

I titoli pubblici costituiscono tuttavia nel nostro Paese i tre quarti della consistenza complessiva dei titoli a reddito fisso, mentre tale percentuale è pari al 30 per cento negli Stati Uniti e al 38 per cento circa in Francia e in Germania.

Lo sviluppo del mercato obbligazionario negli Stati Uniti è concentrato nelle obbligazioni private emesse da imprese (fra cui, tuttavia, i c.d. *junk bonds*). In Germania due terzi dei titoli erano rappresentati da obbligazioni emesse da istituti di credito (la proporzione tenderà probabilmente a cambiare nella direzione di un maggiore peso dei titoli pubblici in conseguenza degli sviluppi previsti in quella economia). Le obbligazioni emesse da istituti di credito sono di un certo rilievo anche in Italia. In tutti i paesi europei ha un peso trascurabile il mercato delle obbligazioni emesse direttamente da imprese.

Ove si estenda l'analisi al reddito fisso a breve scadenza, includendo anche i titoli di durata uguale o inferiore all'anno, si ritrova, per l'Italia, il noto fenomeno dell'abnorme espansione del mercato dei titoli pubblici.

Tav. 4

Titoli pubblici a medio e a lungo termine e obbligazioni
(consistenze in miliardi di dollari; dati di fine anno) (1)

VOCI	Francia	Germania	Italia	Regno Unito	Stati Uniti
Consistenze totali					
1980 .....	....	280,1	166,3	....	....
1985	173,1	377,6	276,3	....	2.996,0
1989	420,7	715,0	594,8	....	4.621,5
<i>di cui: Titoli di Stato</i>					
1980	37,0	66,7	69,8	....	394,7
1985	54,1	110,6	195,5	180,6	976,0
1989	158,3	271,4	455,4	184,0	1.389,5
<i>Istituti di Credito</i>					
1980 .....	....	211,0	66,0	....	79,3
1985 .....	....	266,0	56,9	....	178,0
1989	199,6	441,9	100,9	....	279,8
<i>Altri</i>					
1980 .....	....	2,3	30,5	....	1.044,8
1985 .....	....	1,0	23,9	....	1.842,0
1989	63,1	1,6	38,5	....	2.952,2
<i>valori percentuali</i>					
Consistenze totali/PIL					
1980 .....	....	39,5	45,7	....	....
1985	29,4	50,8	57,1	....	75,4
1989	40,4	54,0	64,9	....	95,3
Titoli di Stato/totale					
1980 .....	....	23,8	42,0	....	....
1985	29,6	29,3	70,8	....	32,6
1989	37,6	38,0	76,6	....	30,1

(1) Per gli Stati Uniti, i dati del 1989 si riferiscono a fine 1988; i titoli di Stato comprendono le «T. notes» e i «T. bonds» mentre i «municipals» sono stati inclusi negli «altri». Per la Germania, i titoli di Stato includono quelli emessi dal Post Office.

N.B. - Vengono riportati solo i titoli denominati in valuta nazionale. Gli ammontari sono stati convertiti in dollari con i tassi di cambio di fine anno.

Le emissioni nette si sono aggirate negli anni più recenti tra 8,42 e 9,66 del prodotto interno lordo.

Per le emissioni lorde il rapporto al prodotto risulta negli anni più recenti in netta crescita e pari, nel 1990, al 57 per cento.

Quest'ultimo fenomeno è in relazione soprattutto all'accorciamento della vita media manifestatosi a partire dal 1986, dopo il miglioramento della prima metà degli anni ottanta (a fine 1982 la vita media del nostro debito pubblico era discesa al valore di anno).

La vita media del nostro debito pubblico, di poco meno di due anni e mezzo nel 1989, si confrontava con i quattro anni del debito francese, con i sei anni di quello statunitense, con i dieci anni del debito pubblico inglese.

Tav. 5

**Emissioni lorde e nette di titoli di Stato in Italia
in percentuale del PIL**

EMISSIONI	1987	1988	1989	1990
Lorde	41,45	49,12	50,30	57,13
Nette	8,70	9,66	9,32	8,42

Il deterioramento della scadenza media si è arrestato nel 1990 ed è destinato ad invertirsi dopo i buoni collocamenti di titoli settennali e decennali degli ultimi mesi.

Tav. 6

Vita media del debito pubblico in Italia
(dati di fine periodo)

PERIODO	Anni	Mesi	Giorni
1986	3	8	3
1987	3	6	18
1988	3	0	1
1989	2	5	17
1990	2	5	16

L'elevato livello del nostro debito pubblico, data la breve scadenza media, comporta emissioni lorde che in valore assoluto sono superiori in un anno alla somma di quelle rilevate in Francia, Germania, Giappone e Regno Unito.

Nonostante l'abnormità delle cifre relative all'Italia, il livello dei tassi di interesse a medio termine – ma si tenga conto della minore durata media – non appare fuori linea rispetto a qualche altro importante paese europeo.

A fine 1990 il tasso medio lordo (a medio termine) era in Italia intorno al 13,5 per cento, contro il 10 per cento circa in Francia e il 9 per cento in Germania.

La nostra inflazione nell'anno appena trascorso era di 3 punti percentuali circa più alta di quella francese e di 4 punti circa più alta di quella della Repubblica federale di Germania.

Il livello dei tassi di interesse, nominali e reali, è decisamente più basso negli Stati Uniti, nel Regno Unito, nel Giappone. Probabilmente nei primi due paesi è la struttura particolarmente sviluppata e consolidata del mercato finanziario a favorire il classamento dei titoli pubblici a lunga scadenza. Nel caso del Giappone sono la solidità e lo sviluppo atteso dell'economia a favorire un indebitamento pubblico a lunga scadenza a tassi moderati.

4. I mercati secondari

Anche in Italia sono stati compiuti avanzamenti notevoli negli anni più recenti nella creazione e consolidamento delle infrastrutture finanziarie. Tali progressi sono il risultato di iniziative coordinate e di costante collaborazione tra gli operatori, la Vostra Associazione e le Autorità di controllo.

Il nostro mercato secondario dei titoli pubblici è passato dagli stentati volumi iniziali e dai 285 miliardi di titoli scambiati giornalmente nel 1989, a 1.700 miliardi giornalieri nel 1990 e a oltre 3.000 miliardi nei primi mesi del 1991. Gli operatori aderenti alla convenzione sono saliti da 190 a 230, i titoli quotati da 37 a 60.

Tav. 7

Emissioni di titoli di Stato
(miliardi di dollari; dati riferiti al 1989)

VOCI	Francia	Germania	Giappone	Italia	Regno Unito	Stati Uniti
Emissioni lorde						
Medio e lungo termine	32,9	36,1	45,5	54,9	–	363,6
Breve termine	76,1	–	163,1	392,4	43,3	1.095,0
Totale	109,0	36,1	208,6	447,3	43,3	1.458,6
Emissioni lorde/PIL (%)	10,3	2,7	7,7	47,8	5,3	28,2
Vita media (anni)	4,1	....	5,4	2,4	10,2	6,0

Fonti: Elaborazione su dati pubblicati dalle Banche centrali; per gli Stati Uniti, dati tratti dal *Treasury Bulletin*. Le conversioni in dollari sono effettuate in base al tasso di cambio di fine 1989.

I *primary dealers* sono attualmente 20, ma vi sono 9 candidati in lista di attesa (che non possono essere ammessi per limitazioni connesse alla rete telematica; questa inibisce per ora anche l'ampliamento del numero dei titoli ammessi).

Nei momenti di crisi il mercato ha presentato ordinate condizioni di funzionamento. La decisione di immettere automaticamente in quotazione i titoli di nuova emissione e l'introduzione sul mercato primario di emissioni "cumulative" ha condotto alla creazione di *benchmarks* e accresciuto la liquidità di titoli. Ciò ha agevolato gli arbitraggi tra i mercati primario e secondario nel periodo precedente l'asta e reso disponibili quotazioni competitive nel periodo immediatamente successivo.

Nonostante la rapida crescita vi sono ancora importanti flussi di scambi che avvengono fuori mercato, dato che informazioni indirette indicano un valore complessivo giornaliero che oscilla attorno a 12.000 miliardi. Ciò è in parte dovuto al fatto che sul mercato è quotata circa la metà dei prestiti in circolazione.

L'efficienza operativa del mercato appare in linea, e per alcuni versi più avanzata, rispetto a quella delle piazze finanziarie con mercati meglio sviluppati. Gli scambi avvengono da noi per via telematica, mentre altrove prevale ancora il telefono; gli *spreads* lettera-denaro sui titoli guida oscillano fra 2 e 4 centesimi, contro 3 centesimi negli Stati Uniti, 6 nel Regno Unito e 10 in Francia; i *primary dealers* svolgono il 75 per cento degli scambi con i terzi, contro il 50 per cento nel Regno Unito e il 40 negli USA. Le negoziazioni giornaliere sono il doppio di quelle del mercato francese, ma sono inferiori, di circa i due terzi, di quelle del mercato inglese ed estremamente distanti da quelle degli Stati Uniti (dove raggiungono i 130.000 miliardi di lire).

I timori di crescita indesiderata dei portafogli e di perdite derivanti dal ruolo di *primary dealer* si sono rivelati infondati: le banche hanno ridotto il portafoglio titoli nell'ultimo triennio di funzionamento del mercato, di oltre 40.000 miliardi; un certo numero di *primary dealers* comunque pareggia la posizione in titoli nell'arco della giornata. Mentre nel Regno Unito e negli Stati Uniti alcuni *primary dealers* hanno denunciato perdite e abbandonato il campo, in Italia tut-

te le stime indicano risultati positivi dell'attività in titoli pubblici; il fatto che nessun operatore si sia mai astenuto dal fare mercato, né abbia ritenuto accettabili ipotesi di sostituzione per far posto ai nuovi candidati lo conferma.

* * *

È noto agli economisti, in particolare a quelli di scuola keynesiana – ma per l'aspetto che ora dirò "*we are all keynesians now*" – che gli squilibri del mercato dei titoli, a livello macroeconomico, ma anche a livello microeconomico, si ritrovano, con il segno opposto, in primo luogo sul mercato della moneta.

In positivo, l'equilibrio si determina simultaneamente, con tassi di interesse e quantità di titoli e moneta domandati, sul mercato dei titoli e su quello monetario.

In termini operativi, un mercato dei titoli efficiente spesso richiede un altrettanto elastico mercato del denaro.

Il mercato interbancario dei depositi, anche questo dovuto all'iniziativa degli operatori, ha mostrato nel suo primo anno di attività una rapida crescita. I fondi giornalieri scambiati sono passati da 4.000 a 8.500 miliardi. I fondi scambiati fuori del mercato si sono dimezzati. Esistono perfetta trasparenza e continuità di informazione e contrattazione; questo avviene su base multilaterale; 10 operatori, che accentrano il 40 per cento degli scambi, sono sempre presenti sul mercato, sebbene non abbiano alcun obbligo a farlo. Gli *spreads* lettera-denaro sui depositi a un giorno sono scesi da 40-60 centesimi a meno di 10, nonostante l'effetto distorsivo della ritenuta fiscale.

La reattività agli interventi della Banca centrale è immediata. L'*overnight* ha una forte correlazione positiva con i tassi dei "pronti contro termine".

L'efficienza del mercato è cresciuta con l'avvio della mobilitazione della riserva obbligatoria: i tassi sono divenuti più significativi e meno variabili (il rapporto varianza/media è passato per l'*overnight* da 2,08 a 0,20).

La dimensione del mercato telematico è buona: gli scambi giornalieri sono pari al doppio dello *stock* di riserve libere (cassa contante più margine nell'anti-

cipazione più riserva obbligatoria in eccesso) e al 15 per cento dello *stock* complessivo dei conti intercrediti. Meno soddisfacente è la rappresentatività dei depositi degli archi temporali più lunghi, come il mese e i 3 mesi, dato che i depositi a un giorno rappresentano l'85 per cento del totale.

Su questo aspetto gli operatori sono impegnati ad un rafforzamento della presenza sulle scadenze più lunghe, anche in connessione con il previsto aumento, dal 3 al 5 per cento, della quota di riserva obbligatoria mobilizzabile.

5. Le azioni

Dove il sistema italiano appare in relativo ritardo rispetto a quanto osservabile negli altri grandi paesi è nel mercato azionario.

Il nostro mercato nel corso dell'ultimo decennio ha segnato notevoli progressi in termini di volumi scambiati, di emissioni, di società quotate, di rilievo macroeconomico delle quotazioni.

Ma i progressi sono stati meno rapidi che per i mercati del reddito fisso e monetario.

Tav. 8

Borsa valori di Milano: mercato azionario

ANNI	Emis- sioni lorde (1)	Transa- zioni	Cap.ne di borsa	Società	Cap.ne
				quotate	/PIL
	(miliardi di lire)			(numero)	(%)
1977	357	754	5.616	145	3,1
1980	1.442	7.343	21.901	134	5,6
1981	5.100	12.334	28.149	132	6,1
1982	3.152	3.770	27.737	137	5,1
1983	4.592	5.880	34.806	140	5,5
1984	5.341	7.143	48.181	144	6,6
1985	4.969	26.323	98.933	148	12,2
1986	14.523	66.609	186.698	184	20,8
1987	6.716	41.926	140.723	205	14,4
1988	5.184	41.308	175.802	212	16,2
1989	7.389	53.542	215.200	218	18,1
1990	12.658	50.689	170.764	223	14,0 (2)
<i>Media:</i>					
1977-80 .	1.726	3.152	11.566	-	4,1
1981-85 .	4.631	11.090	47.561	-	7,1
1986-90 .	9.294	50.815	177.838	-	17,0

(1) Compresi gli aumenti gratuiti. - (2) Stima sui dati provvisori.

La tavola 8 pone in luce l'aumento da 145 a 223, tra il 1977 e il 1980, delle società quotate sul mercato ufficiale.

La capitalizzazione di borsa era stata nel quadriennio 1977-80 pari, in media, al 4,1 per cento del prodotto interno lordo. Lo stesso rapporto è salito al 7,1 nel quinquennio 1981-85 e al 17 per cento in quello 1986-90.

Anche le transazioni sono cresciute notevolmente in valore assoluto, e in linea con la capitalizzazione, nei tre periodi a confronto.

Le emissioni annue lorde, pari in media a 1.726 miliardi nel quadriennio 1977-80, sono passate a 9.294 miliardi annui nel quinquennio più recente.

Dalla tavola 9 si rileva un dato interessante, se confrontato con quanto più oltre esposto, circa la dimensione relativa del mercato ufficiale. Le emissioni delle società quotate sono cresciute molto più rapidamente di quelle relative alle società non quotate. Nel periodo più recente le prime hanno raggiunto circa la metà dei flussi totali partendo dal rapporto di circa un quinto nel periodo 1961-71.

Tav. 9

Emissioni di azioni in Italia (dati medi annui)

EMITTENTI	1961-1971	1972-1980	1981-1989
	<i>(valori assoluti; miliardi di lire)</i>		
Società quotate	124	800	6.200
Con preval. partec. statale	....	527	2.645
Private .....	....	273	3.555
Società non quotate ...	459	1.632	7.163
Con preval. partec. statale	....	565	3.546
Private .....	....	1067	3.617
Totale	583	2.432	13.363
Con preval. partec. statale	....	1.092	6.191
Private .....	....	1.340	7.172
	<i>(valori percentuali)</i>		
Società quotate	21,3	32,9	46,4
Con preval. partec. statale	....	21,7	19,8
Private .....	....	11,2	26,6
Società non quotate ...	78,7	67,1	53,6
Con preval. partec. statale	....	23,2	26,5
Private .....	....	43,9	27,1
Totale	100,0	100,0	100,0
Con preval. partec. statale	....	44,9	46,3
Private .....	....	55,1	53,7

La soddisfazione per i dati positivi ora esposti si attenua notevolmente – si tramuta in amarezza – allorché si passa a confronti internazionali.

Tav. 10

**Capitalizzazione del mercato azionario
in rapporto al prodotto interno lordo**
(valori percentuali)

PAESI	1982	1985	1989	Media 1982-89	Stima 1990
Stati Uniti	41,8	44,8	58,1	47,8	46,1
Giappone	38,6	60,0	144,7	81,3	80,8
Regno Unito	43,3	49,7	98,4	68,1	90,2
Germania	10,6	23,9	30,2	18,7	23,7
Francia	6,2	13,8	34,6	17,0	30,3
Italia	5,1	12,2	18,1	12,4	14,0

Fonte: Goldman Sachs, *Anatomy of World Markets* (1989). Per il dato stimato del 1989 elaborazioni su dati *Morgan Stanley Capital International Perspective e International Financial Statistics* (gennaio 1990).

La capitalizzazione del nostro mercato ufficiale di borsa – pari al 14 per cento del prodotto interno lordo in Italia nel 1990 – si confronta con un indice del 24 per cento per la Germania, del 30 per cento per la Francia, del 46 per cento per gli Stati Uniti, del 90 per il Regno Unito.

La distanza è ancora maggiore in termini di scambi.

Tav. 11

**Valore delle azioni scambiate in rapporto
al prodotto interno lordo**
(valori percentuali)

PAESI	1982	1985	1989	Media 1982-89
Stati Uniti	18,5	24,5	31,7	27,9
Giappone	13,6	21,1	87,7	43,3
Regno Unito	14,5	26,5	43,2	39,5
Germania	2,6	10,8	30,1	17,1
Francia	1,8	3,0	11,3	5,8
Italia	0,7	3,2	4,5	2,8

Fonte: Goldman Sachs, *Anatomy of World Markets* e *Morgan Stanley*. Per i paesi CEE i dati 1989 e 1990 da *Statistical Yearbook 1989* della Federation of Stock Exchange in the E.C.

In rapporto al PIL gli scambi sul nostro mercato ufficiale sono stati nel 1989 pari al 4,5 per cento contro l'11 per cento della Francia, il 30 per cento di Germania e Stati Uniti, il 43 per cento del Regno Unito. Eppure, se si analizzano le emissioni complessive lorde di azioni quotate e non quotate sul mercato ufficiale, il nostro paese non sfigura affatto rispetto a paesi con tradizioni finanziarie più consolidate e con sistemi più moderni. La percentuale di emissioni lorde rispetto al reddito è infatti in Italia tra le più alte tra i paesi industrializzati.

Il contenuto di informazione della tavola 12 costituisce già una prima risposta ad una osservazione che talora si raccoglie anche tra operatori e analisti accorti e che suona come segue: "il notevole sviluppo del mercato dei titoli pubblici costituisce una remora allo sviluppo del mercato azionario".

Tav. 12

**Emissioni azionarie in rapporto
al prodotto interno lordo (1)**
(valori percentuali)

PAESI	1982	1985	1989	Media 1982-89
Stati Uniti	1,0	0,9	0,7	1,0
Giappone	0,8	0,8	3,9	1,5
Regno Unito	0,4	1,2	1,4	1,4
Germania	0,4	0,6	0,9	0,6
Francia	0,9	1,8	5,2	2,4
Italia	1,3	1,8	1,7	1,7

Fonte: Elaborazioni su dati OCSE e FMI (*International Financial Statistics*).
(1) Emissioni azionarie lorde di società quotate e non.

I dati relativi alle emissioni rivelano che esiste in Italia sufficiente formazione di mezzi finanziari e di risparmio privato per accogliere un volume di emissioni azionarie comparabile a quello degli altri paesi.

Un ulteriore approfondimento nella stessa direzione è fornito dalle informazioni della tavola 13.

A fine 1990 la consistenza dei titoli a reddito fisso, per i tre quarti titoli pubblici, era 1.246.000 miliardi, cioè all'incirca il valore del prodotto lordo del medesimo anno. Alla stessa data le azioni quotate valevano 170.000 miliardi, le azioni non quotate valevano un milione di miliardi.

Tav. 13

Consistenze di valori mobiliari in Italia
(miliardi di lire)

ANNI	Consistenze			Rapporti percentuali		
	Titoli a reddito fisso (a)	Azioni quotate (1) (b)	Azioni non quotate (1) (c)	(a)/PIL (2)	(b)/PIL (2)	(b+c)/PIL (2)
1970	30.978	7.880	21.393	49,3	12,5	42,8
1975	92.789	7.532	32.989	74,0	6,0	28,9
1980	228.488	21.901	143.556	58,9	5,6	42,7
1981	278.389	28.149	181.482	60,0	6,1	45,2
1982	348.521	27.737	174.636	63,9	5,1	37,1
1983	440.777	34.806	214.640	69,6	5,5	39,4
1984	520.658	48.181	288.189	71,6	6,6	46,3
1985	637.461	98.933	575.680	78,4	12,2	83,0
1986	749.550	186.698	796.500	83,5	20,8	109,6
1987	850.884	140.723	724.213	86,9	14,4	88,4
1988	1.007.279	175.802	840.822	93,0	16,2	93,9
1989	1.128.789	215.200	969.167	95,0	18,1	99,7
1990 (3)	1.246.000	170.764	900.000	101,9	14,0	87,6
Media 1981-85	445.161	47.561	286.925	68,7	7,1	50,2
Media 1986-90	996.500	177.837	846.140	92,1	16,7	95,8

(1) Al valore di mercato. - (2) PIL ai prezzi di mercato; dal 1980 nuovi dati di contabilità nazionale. - (3) Dati provvisori.

La crescita della consistenza dei titoli obbligazionari, in gran parte pubblici, dal 50 per cento circa del prodotto nazionale nel 1970, al 100 per cento nel 1990, si è accompagnata ad una crescita uguale e parallela dello *stock* di titoli azionari. Ma nel corso del tempo la percentuale di titoli azionari quotati sui mercati ufficiali è rimasta nettamente minoritaria rispetto al totale.

Le cifre ora esposte vanno confrontate con quelle relative alla composizione della ricchezza delle famiglie in precedenza analizzate.

Si era ricordato come le famiglie italiane possedessero, nel proprio portafoglio di ricchezza reale e finanziaria, una quota di azioni, quotate e non quotate, pari a circa il 15 per cento del reddito.

La gran parte delle azioni è posseduta dalle stesse imprese, da enti pubblici e fondazioni, da intermediari finanziari.

Le conclusioni da trarre da quanto finora esposto sono le seguenti:

- i) la ricchezza delle famiglie italiane è concentrata nei beni reali (abitazioni). In rapporto alla maggioranza degli altri grandi sistemi economici, con l'eccezione della Germania, è particolarmente modesta la quota investita in titoli azionari;
- ii) dato l'elevato tasso di risparmio, la crescita del debito pubblico non ha impedito un parallelo sviluppo della consistenza complessiva dei titoli azionari. Ciò riflette la crescita del sistema produttivo e la sua sostanzialmente equilibrata struttura finanziaria.
- iii) è notevole la sproporzione tra la dimensione del mercato ufficiale e quella del mercato potenziale dei titoli azionari.

6. Le prospettive di sviluppo

Il confronto con i sistemi più avanzati pone in luce, per il nostro Paese, caratteristiche del sistema finanziario sulle quali occorre riflettere al fine di individuare le linee di possibile evoluzione.

Un primo aspetto è dato dalla polarizzazione del fenomeno formazione del risparmio finanziario-utilizzo del risparmio.

Un punto di forza fondamentale del nostro sistema economico rimane l'elevato tasso di risparmio che si forma nel settore privato e in quello delle famiglie in particolare.

Il possesso diretto del bene abitazione e la conseguente rilevanza nella composizione della ricchezza è fenomeno indicativo di valori, di tradizioni, di dati economico-sociali aventi una forte valenza positiva. Un eccessivo ricorso delle famiglie al credito bancario, fenomeno che ha notevole rilievo macroeconomico in altri sistemi, inciderebbe negativamente sulla capacità di risparmio. Tuttavia, più ampie possibilità di finanziamento per le abitazioni potrebbero contribuire ad attenuare le notevoli rigidità del mercato, favorire la mobilità del possesso e l'accesso alla proprietà soprattutto da parte dei giovani.

Il credito alle unità di consumo ha assunto in altri sistemi, specialmente in quello anglosassone, forme che in alcuni casi, per l'entità, sono da ritenersi patologiche per gli intermediari e per le conseguenze sul risparmio.

Andrebbero, tuttavia, nel nostro sistema esplorate forme di razionale avanzamento e miglioramento.

* * *

Il livello di intermediazione bancaria, misurato dai depositi, è, come notato, relativamente uniforme nei vari sistemi. Esistono comunque margini, anche se non eccessivi, di ampliamento dell'intermediazione bancaria; ma l'aumento del credito nei confronti delle unità di consumo, in contropartita di beni reali, dovrebbe dar luogo soprattutto ad una espansione del-

la gamma dei titoli negoziabili emessi da intermediari creditizi.

Si è constatato che il mercato dei titoli obbligazionari privati è particolarmente limitato nel nostro Paese, anche se situazioni analoghe si ritrovano in altri sistemi.

È ragionevole ritenere che esista una possibilità di crescita in tale comparto per titoli, con scadenze medie, emessi da intermediari a fronte di crediti a più lunga scadenza per il finanziamento a beni reali costituiti da abitazioni, infrastrutture urbane, opere pubbliche e infrastrutture civili e industriali.

La grande esperienza e il grado di efficienza acquisiti nel trattamento dei titoli pubblici possono essere utilizzati per la creazione di mercati altrettanto spessi ed efficienti anche per i titoli privati.

* * *

Nel settore azionario esistono l'offerta e la domanda potenziale, ma la gran parte della ricchezza azionaria non passa attraverso il mercato.

In questo campo occorre creare i mercati. Non è impegno di poco conto; esso richiede l'apporto del legislatore, degli organi di controllo, degli intermediari, vecchi e nuovi.

7. Conclusioni

All'inizio di un decennio che vedrà una più ampia circolazione e internazionalizzazione del credito, degli operatori, degli intermediari, dei flussi di disponibilità di risparmio, i punti di relativa "arretratezza" del nostro sistema finanziario possono costituire altrettanti punti di partenza e di forza per un'ulteriore espansione.

L'Italia possiede un'economia produttrice di beni e di servizi tra le più progredite. Al punto di debolezza costituito da un sistema pubblico poco efficiente e da una finanza pubblica con forti e continui disavanzi fa riscontro una capacità di risparmio privato che si situa ai primi posti tra i paesi industrializzati. Il sistema finanziario "ha fatto di necessità virtù" nel comparto

dei titoli pubblici e in quello del mercato monetario. I progressi in tale campo sono stati rilevanti e rapidissimi.

Emerge dall'analisi il forte ritardo nel comparto della ricchezza costituito dai titoli azionari.

Questa forma di credito all'imprenditoria privata continua a svolgersi su una base che si può definire bilaterale: possesso diretto di imprese produttive da parte di operatori privati, con ricorso limitato al mercato, sia per quanto riguarda il nuovo capitale sia soprattutto per la circolazione della proprietà.

La struttura sociale del Paese si riflette anche in qualche misura sull'organizzazione produttiva. Il sistema delle piccole e medie aziende ha costituito un punto di forza della nostra economia soprattutto durante e dopo la crisi degli anni settanta.

La carenza di infrastrutture organizzative e di forme di imprenditorialità finanziarie atte a portare sul mercato una parte dei rapporti che ancora si svolgono in forma prevalentemente bilaterale costituisce una remora, una strozzatura, per la crescita di piccole e medie imprese, anche innovative e correttamente amministrate.

In questo settore, torno a sottolinearlo, manca l'attivazione, da parte del mercato, di un'offerta e di una domanda potenzialmente cospicue.

Un accesso più ampio delle imprese alla quotazione sui mercati organizzati, fondi previdenziali che incoraggino un maggiore possesso mediato di capitale di rischio da parte dei risparmiatori, il completamento del quadro normativo favoriranno la crescita del mercato.

I fattori fiscali costituiscono una remora e sono fonte di distorsioni notevoli nel rapporto capitale proprio-indebitamento, nel rapporto interessi passivi-dividendi, nelle forme di allocazione e di possesso

della ricchezza reale e finanziaria da parte delle unità di consumo.

La crescita del mercato secondario dei titoli pubblici, fonte di notevole ammodernamento e soprattutto di stabilità per il nostro sistema finanziario, è stata favorita da un appropriato trattamento fiscale. Forme fiscali che, di fatto, penalizzano il mercato interbancario rischiano di compromettere l'ulteriore espansione dello stesso e provocare la migrazione delle transazioni verso altri sistemi, con danno per la funzionalità, l'efficienza, la stabilità del mercato nazionale.

Il sistema finanziario è articolato e gradualmente segmentato, ma in definitiva è unico. La non funzionalità di alcuni comparti tende a spostare l'operatività verso mercati esteri meglio organizzati, anche perché più ampi, più efficienti, liquidi, trasparenti. Un rischio del genere è, come noto, già operante per il segmento azionario.

Un contributo importante alla funzionalità del sistema può essere fornito dai mercati derivati. Essi possono moltiplicarsi e svilupparsi, entro limiti molto ampi, all'interno e come supporto dell'operatività dei mercati primari e secondari. Anch'essi costituiscono un campo di potenziali nuovi sviluppi per gli operatori finanziari.

L'analisi fin qui condotta, partendo dai flussi di credito e di risparmio e dall'accumulazione di ricchezza reale e finanziaria, ha mostrato la stretta interconnessione delle problematiche attinenti ai vari segmenti del sistema finanziario. Ha posto in luce le possibilità di sviluppo dei mercati dei titoli negoziabili.

È questo il campo di esplicazione dell'attività degli operatori e imprenditori finanziari qui riuniti, in una situazione di completa apertura agli scambi e alla competitività internazionali. In vista di una ulteriore crescita, economica e civile, del nostro Paese.

Il processo di internazionalizzazione della finanza italiana

*Intervento del dr. Lamberto Dini, Direttore Generale della Banca d'Italia
AIOTE – Associazione Italiana Operatori Titoli Esteri*

Chia Laguna (Cagliari), 8 giugno 1991

Ringrazio il Presidente dell'AIOTE per le cortesi parole di benvenuto; da anni, la partecipazione al vostro Convegno è una gradita occasione per testimoniare l'attenzione della Banca d'Italia, e la mia personale, per i temi dello sviluppo dei mercati e della crescita professionale degli operatori. La centralità del mercato si va rafforzando anche per settori lungamente sottratti alle sue dinamiche. Mercati sviluppati ed efficienti sono di importanza fondamentale per imprese, risparmiatori e il sistema economico nel suo complesso.

Negli ultimi anni, ho proposto alla vostra attenzione le trasformazioni e le prospettive del mercato finanziario internazionale, con l'intento di mostrare i progressi compiuti nell'adeguamento delle nostre strutture alle esigenze della crescente integrazione dei sistemi finanziari dei maggiori paesi industriali.

Quest'anno, nel delineare la recente evoluzione dei mercati, cercherò di mettere in luce più particolarmente le tendenze lungo le quali si sono mossi gli operatori italiani ormai liberi da vincoli valutari e di individuare le condizioni per un maggiore inserimento delle banche italiane nell'intermediazione finanziaria internazionale.

La stabilità del sistema finanziario internazionale

Nell'ultimo decennio l'espansione dell'attività finanziaria nei maggiori paesi industriali è stata sostenuta. L'adozione di politiche di apertura e l'integrazione dei mercati nazionali hanno rappresentato il principale fattore di sviluppo. Il forte impegno internazionale alla libera circolazione dei beni e dei capitali ha costituito un importante punto di raccordo per le scelte strategiche degli operatori.

La crescita dell'industria finanziaria non ha contribuito ad amplificare, come poteva temersi, i fattori di instabilità insiti nel quadro macroeconomico mondiale, anzi ha consentito di assorbirne gli effetti. L'avvicinamento dei mercati ha creato nuove opportunità, esponendo alla concorrenza settori a lungo protetti. Nell'insieme, l'industria finanziaria ha assolto il suo compito prioritario riallocando risorse dai settori in surplus a quelli in deficit; riducendo costi e rischi operativi; aumentando l'efficienza generale del sistema.

Nel processo di apertura e di crescita dei sistemi finanziari non sono mancati i momenti meno favorevoli, che hanno messo a nudo la fragilità di istituzioni cresciute troppo rapidamente. Sono emerse ridondanze di strutture, forme di concorrenza eccessiva e l'assunzione di posizioni di rischio non sostenibili nel tempo, che sono sfociate in situazioni di crisi per gli operatori meno efficienti. La salvaguardia della stabilità degli intermediari e l'ordinato funzionamento dei mercati, compito primario delle autorità di controllo, richiedono che siffatti comportamenti degli intermediari restino circoscritti.

Gli organi preposti alla sorveglianza dei mercati hanno continuato a perseguire, in un'ottica di più stretto coordinamento internazionale, assetti normativi centrati sulla solidità degli intermediari, la cui presenza sul mercato deve trovare origine e giustificazione in una base patrimoniale adeguata. Prosegue la tendenza a estendere la vigilanza prudenziale agli intermediari non bancari, stabilendo anche per essi regole e coefficienti minimi di capitale. Nuove iniziative sono state inoltre avviate per rafforzare le strutture attraverso le quali si esplica l'intermediazione, come i sistemi di pagamento, al fine di ridurre i rischi di illiquidità e prevenire

situazioni di crisi nello svolgimento delle transazioni finanziarie internazionali.

Agli operatori, a cui le vicende del mercato hanno suggerito maggiore prudenza nelle strategie di diversificazione e di sviluppo, compete di contribuire alla trasparenza dell'informazione sulla propria situazione patrimoniale e sulle condizioni praticate. Da essa dipende la possibilità per gli altri operatori e per gli investitori di valutare correttamente i rischi di intermediazione.

Il mercato finanziario internazionale nel 1990

Per effetto del rallentamento ciclico dell'economia, del pronunciato deprezzamento del dollaro e dell'incertezza derivante dalla crisi del Golfo, nel 1990 il ricorso netto al mercato internazionale è sceso di circa il 10 per cento rispetto al 1989.

Secondo le statistiche della Banca dei Regolamenti Internazionali, lo scorso anno le emissioni complessive lorde di titoli sul mercato internazionale, circa 240 miliardi di dollari, sono diminuite rispetto al 1989 del 9 per cento, quelle nette del 24 per cento. Le emissioni nette di titoli *equity-linked*, in forte crescita nel 1989, hanno risentito pesantemente dell'andamento flettente dei corsi azionari, in particolare di quelli della Borsa di Tokyo, calando di quasi il 70 per cento. In ricupero è risultata invece l'attività in titoli a tasso variabile, che ha beneficiato, nella seconda parte dell'anno, del ricorso di banche giapponesi a prestiti di tipo subordinato, utilizzati per elevare i propri coefficienti di capitale ai livelli minimi previsti dall'accordo di Basilea.

Il deprezzamento del dollaro nel corso del 1990 ha inciso sulla composizione per valuta dei titoli proposti al mercato: la quota in dollari delle nuove emissioni lorde è scesa nell'anno da quasi il 50 al 36 per cento. Anche i segmenti in dollari canadesi e australiani hanno mostrato flessioni. I comparti nelle altre principali valute hanno invece fatto registrare un aumento: il mercato della sterlina, dopo l'ingresso della stessa nell'accordo di cambio dello SME, ha registrato il suo migliore andamento; in espansione sono stati anche quelli in lire e in pesetas.

Una delle caratteristiche del 1990 è stata la crescita dimensionale e qualitativa del mercato dell'ecu. L'avanzare del progetto di Unione Economica e Monetaria e l'affermarsi di un'area di stabilità, a cui anche paesi extracomunitari fanno riferimento, hanno incentivato l'acquisto di attività in ecu da parte di investitori non europei. In presenza di una netta riduzione di ecu emessi dal sistema bancario, connessa con il rallentamento dell'attività di prestito, la pressione della domanda ha portato per la prima volta i tassi di cambio e di interesse dell'ecu espressi dal mercato a discostarsi dai valori calcolati sulla base del paniere di valute che lo compongono: i tassi di interesse sono scesi sotto il rendimento dell'*ecu-basket*, mentre il tasso di cambio è risultato spesso in apprezzamento. Sembra pertanto emergere la tendenza degli operatori a considerare sempre più l'ecu come moneta a sé stante, piuttosto che come un paniere di valute.

L'anno scorso anche il credito bancario internazionale netto ha mostrato un minor dinamismo, con una forte contrazione nell'ultimo trimestre. Tale andamento riflette fenomeni di *credit crunch* negli Stati Uniti e in Giappone, riconducibili ad atteggiamenti più prudenti a fronte del deterioramento della qualità degli attivi di alcune istituzioni creditizie. Il settore dei crediti sindacati ha risentito, in particolare, della cautela di investitori e banche giapponesi; queste ultime hanno contenuto l'espansione dei finanziamenti, avendo, come ho già ricordato, una capitalizzazione inferiore ai coefficienti minimi stabiliti dall'accordo di Basilea.

I movimenti di capitale in Italia dopo la liberalizzazione

La liberalizzazione valutaria ha progressivamente rafforzato l'afflusso di capitali nel nostro paese. Già nel 1987 la bilancia dei pagamenti valutaria aveva registrato afflussi netti di capitali per oltre 10.000 miliardi di lire (tav. 1). Da allora i flussi si sono più che quintuplicati. Nel 1990, sono affluiti capitali non bancari per circa 30.000 miliardi e bancari per 23.000; fra i primi, le poste più dinamiche sono state quelle degli investimenti di portafoglio, da e verso l'estero, e i prestiti assunti da operatori italiani, prevalentemente sull'euromercato.

Le possibilità di diversificazione per valuta e per strumenti offerte dal nuovo regime valutario sono state pienamente colte dagli investitori italiani; il processo è stato ordinato. La consistenza degli investimenti di portafoglio verso l'estero è salita da 21.500 miliardi alla fine del 1987 a oltre 71.000 alla fine del 1990; l'anno scorso i nuovi investimenti sono stati oltre 104.000 miliardi, i disinvestimenti 81.000 miliardi (tav. 2). Le scelte di portafoglio hanno interessato un ampio spettro di settori, ma per oltre la metà gli acquisti si sono concentrati sulle emissioni di enti pubblici, specie sovranazionali, che sono esenti da imposta. I fondi sono stati investiti soprattutto in Lussemburgo, Stati Uniti, Germania e Giappone (cfr. gli Allegati I, II, III, IV).

Oltre alla domanda di titoli esteri da parte di investitori istituzionali residenti, cresce quella degli operatori privati, che si avvalgono prevalentemente dell'intermediazione delle banche italiane. Nel 1990 i privati, orientandosi maggiormente verso le obbligazioni quotate, hanno effettuato investimenti esteri per

oltre 30.000 miliardi e disinvestimenti per 23.000; due anni prima, essi erano stati di 6.000 e 3.000 miliardi, rispettivamente (tav. 3).

Gli accresciuti investimenti italiani all'estero sono stati ampiamente bilanciati da afflussi di capitali verso l'Italia, sia in investimenti di portafoglio, sia in prestiti. L'espansione di questi ultimi è stata notevole: l'afflusso netto – ivi compresi i prestiti del settore pubblico, in particolare del Tesoro – è salito da 11.500 miliardi nel 1988 a oltre 35.000 nel 1990.

A questo riguardo, giova ricordare che, negli intendimenti delle Autorità monetarie, la presenza della Repubblica italiana sui mercati internazionali non è stata ispirata dall'esigenza di ricercare permanenti e cospicui canali di finanziamento, alternativi rispetto al mercato interno. Se da un lato le dimensioni dell'euromercato non consentono ricorsi ampi e frequenti, dall'altro non rientra nelle scelte della Banca d'Italia, in particolare, accrescere la proporzione del debito pubblico in valuta, per le implicazioni monetarie interne.

Tav. 1

Bilancia dei pagamenti valutaria – Saldo dei movimenti di capitali
(miliardi di lire)

ANNI	Capitali non bancari				Totale	Capitali Bancari
	Investimenti		Prestiti			
	Italiani	Esteri	Italiani	Esteri		
1987	-7.235	515	-1.914	13.388	4.754	5.573
1988	-13.360	16.517	-1.493	11.500	13.164	10.224
1989	-14.055	20.107	-772	19.640	24.920	14.979
1990	-32.211	30.581	-4.253	35.387	29.504	22.974

Tav. 2

Bilancia dei pagamenti valutaria – Investimenti e disinvestimenti di capitali italiani all'estero
(miliardi di lire)

ANNI	Di portafoglio			Diretti e altri			Depositi e c/c			Flusso netto
	Introiti	Esiti	Saldo	Introiti	Esiti	Saldo	Introiti	Esiti	Saldo	
1988	24.746	31.635	-6.889	1.420	7.891	-6.471	—	—	—	-13.360
1989	37.542	48.282	-10.740	5.329	8.644	-3.315	—	—	—	-14.055
1990	81.229	104.214	-22.985	5.357	14.249	-8.892	5.492	5.826	-334	-32.211

Tav. 3

Investimenti italiani all'estero per categoria di investitori residenti (1)
(miliardi di lire)

INVESTITORI	1988		1989		1990	
	Investimenti	Disinvestimenti	Investimenti	Disinvestimenti	Investimenti	Disinvestimenti
Società finanziarie:						
Titoli di stato	7.802	7.255	6.380	6.531	7.766	5.985
Azioni quotate	3.848	3.520	5.179	3.858	7.239	3.960
Azioni non quotate	233	153	1.014	601	699	1.195
Obblig. quotate	5.195	3.931	12.505	10.527	41.036	25.503
Obblig. non quotate	173	103	429	169	4.072	2.598
Fondi comuni	98	396	376	1.505	319	422
Partecipazioni	261	..	648	20	1.653	209
Totale	17.610	15.358	26.531	23.211	62.784	39.872
Assicurazioni:						
Titoli di stato	1.408	1.397	402	599	215	150
Azioni quotate	1.021	926	394	983	168	130
Azioni non quotate	293	26	276	448	268	207
Obblig. quotate	1.599	1.524	1.405	934	721	223
Obblig. non quotate	98	104	39	475	38	4
Fondi comuni	33	13	10	17	..	..
Partecipazioni	1	..	140	206	465	22
Totale	4.453	3.990	2.666	3.662	1.875	736
Privati:						
Titoli di stato	272	81	1.329	1.486	4.586	2.840
Azioni quotate	513	214	733	2.296	1.350	1.169
Azioni non quotate	39	142	687	265	767	348
Obblig. quotate	4.673	1.287	11.796	4.746	19.190	17.174
Obblig. non quotate	3	..	280	38	3.351	921
Fondi comuni	435	1.382	417	644	557	462
Partecipazioni	21	5	249	118	346	128
Totale	5.956	3.111	15.491	9.593	30.147	23.042

(1) Compresa le operazioni effettuate senza trasferimento di valuta.

L'attività di emissione del Tesoro sull'euromercato, iniziata nella seconda metà degli anni ottanta, è stata motivata da considerazioni strategiche: stabilire una presenza e consolidare un elevato merito di credito, al fine di consentire ai prenditori italiani di effettuare operazioni alle migliori condizioni di mercato; contrastare ingiustificate aspettative in tema di tassi d'interesse sul mercato interno; dare indicazioni per l'allungamento delle scadenze. Ne è risultata un'attività di finanziamento dosata e in grado di contribuire al miglioramento strutturale del mercato.

Ciò è stato particolarmente vero sul mercato dell'ecu, dove attiva ed efficace è stata la presenza della Repubblica. Nel marzo 1990, con la prima grande emissione a dieci anni, la Repubblica ha iniziato con successo lo sviluppo del segmento a lungo termine. Mentre la scadenza a cinque anni sembrava un limite invalicabile, il Tesoro italiano, a opportuni intervalli,

ha effettuato emissioni con scadenza fino a venti anni. Nel contempo le emissioni interne nette di BTE e CTE sono state ridotte, da circa 17.000 miliardi di lire nel 1988 a 10.000 miliardi nel 1989 e a 3.000 miliardi nel 1990; sono state nulle nei primi cinque mesi di quest'anno (tav. 4).

Il debito della Repubblica sull'euromercato è oggi inferiore a 20 miliardi di dollari (tav. 5); in maggio sono stati rimborsati 30 miliardi di yen e 370 milioni di ecu. Le nostre emissioni, anche le più recenti, hanno incontrato il favore degli investitori. Il *rating* della Repubblica è ora in corso di revisione. Anche dalle agenzie di *rating* ci viene dunque un richiamo a proseguire nella correzione degli squilibri strutturali della nostra economia. Le loro valutazioni dovrebbero tener conto, oltre che delle modeste dimensioni del debito in valuta, delle misure assunte dal Governo per ricondurre il deficit pubblico del 1991 entro i limiti

originariamente stabiliti e del programma per ridurne fortemente la dimensione nei prossimi tre anni. La linea delle Autorità rimane orientata a circoscrivere il ricorso della Repubblica sull'euromercato solo a operazioni che rispondano alle finalità strategiche prima ricordate.

Tav. 4

Emissioni di BTE e CTE della Repubblica Italiana
(miliardi di lire)

ANNI	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette
1982	1.592	..	1.592
1983	822	..	822
1984	1.792	..	1.792
1985	3.602	..	3.602
1986	2.360	..	2.360
1987	4.543	..	4.543
1988	18.456	1.582	16.874
1989	20.340	9.766	10.574
1990	14.129	11.155	2.974
1991 (1)	3.458	3.458	..
Totale	71.094	25.961	45.133

(1) Al 31 maggio 1991.

Molto più ingente è stato il ricorso alla raccolta sull'estero da parte di altri operatori. La libertà valutaria ha dischiuso opportunità di finanziamento per intermediari, come gli istituti di credito a medio-lungo termine, che sul mercato interno incontrano difficoltà di provvista. Tuttavia, il mercato internazionale è regolato da meccanismi che impongono un accesso ordinato, una presenza volta alla continuità.

Negli ultimi anni il finanziamento italiano sul mercato dei crediti sindacati è cresciuto rapidamente; nel 1990 ha raggiunto i 14 miliardi di dollari, cifra superiore a quelle della Francia (9 miliardi) e della Germania (4 miliardi), ma inferiore a quella del Regno Unito (27 miliardi). Per molti operatori italiani la scelta dei crediti sindacati è suggerita da ragioni fiscali: rispetto ai *bonds*, essi offrono anche strutture di rimborso più flessibili, meglio rispondenti alle esigenze di istituzioni di credito a medio-lungo termine

o di *project finance*. Pur essendo opportuno ricercare i vantaggi che settori specializzati sono in grado di offrire, occorre considerare che eccessi nell'offerta di nuovi prestiti, specie se concentrati, originano ingiustificati aumenti dei costi, possono compromettere la raccolta futura.

Tav. 5

Emissioni di eurobonds della Repubblica Italiana
(milioni di dollari)

ANNI	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette
1984	1.500	..	1.500
1985	2.110	..	2.110
1986	1.452	700	752
1987	3.389	..	3.389
1988	2.000	1.000	1.000
1989	3.196	2.289	907
1990	6.118	1.000	5.118
1991 (1)	5.015	861	4.154
Totale	24.780	5.850	18.930

(1) Al 31 maggio 1991, ai cambi del 27 maggio 1991.

L'intermediazione estera delle banche italiane

Dall'analisi dei movimenti di capitale dell'Italia emerge un sistema finanziario più dinamicamente organizzato e proiettato a recuperare quote nel mercato internazionale.

La vivacità mostrata dagli operatori italiani, sia come investitori sia come prenditori di fondi sull'estero, sta avendo riflessi positivi sui livelli di intermediazione del nostro sistema finanziario. In passato, nonostante il peso crescente che la nostra economia andava acquisendo, le banche italiane non riuscivano a migliorare la propria posizione nell'intermediazione finanziaria internazionale; questo "basso profilo" non trovava spiegazione neppure nel lungo periodo di vigenza delle restrizioni valutarie.

Quel quadro sta ora gradualmente cambiando: l'impegno delle banche italiane alla diffusione di strumenti in lire e in ecu sta dando i suoi frutti. Nella *league table* del 1990 per *book-runner* delle euroobbligazioni, sei aziende italiane figurano nelle prime 60 posizioni: solo pochi anni or sono non ve n'era alcuna. Nel settore dei crediti sindacati, sette banche italiane stanno guadagnando posizioni. Sempre più emittenti italiani sono guidati sul mercato internazionale da intermediari nazionali, in grado di offrire condizioni competitive sia per prodotti tradizionali, sia per quelli più innovativi. Una maggiore acquisizione di clientela non residente permetterebbe ai nostri intermediari di fare un altro salto di qualità, e di assumere un più spiccato profilo internazionale nella propria attività.

Al Convegno dell'anno scorso anticipai l'intenzione delle Autorità monetarie di aprire il mercato dell'euro lira a intermediari esteri. Come è stato recentemente annunciato, dal primo di luglio sarà consentito il *lead-management* delle emissioni anche a banche estere, purché esse si impegnino, al pari di quanto è richiesto a quelle nazionali, ad affiancare all'attività sul mercato primario un'adeguata presenza su quello secondario. Dalla stessa data, il sistema di coda delle emissioni verrà sostituito da una più snella procedura. Rilevante è stato il contributo della vostra Associazione per la definizione del nuovo sistema. Esso è un primo passo verso la liberalizzazione del settore, da realizzare gradualmente per consentire un'adeguata preparazione dei nostri operatori.

L'intermediazione sull'estero delle banche italiane sta crescendo, oltre che nel settore del *capital market*, anche in quello dell'attività creditizia. Secondo le statistiche della BRI, nei bilanci delle banche italiane le attività sull'estero si sono quasi raddoppiate in un quinquennio. Il ritmo di crescita è aumentato dopo la liberalizzazione, che ha permesso alle nostre aziende di seguire più da vicino la tendenza espansiva dell'attività bancaria internazionale. La recente rimozione della riserva obbligatoria sugli incrementi della posizione netta in valuta mira essa stessa ad accrescere la capacità competitiva del nostro sistema bancario.

Nel confronto internazionale, nonostante i più recenti progressi, la quota di mercato delle banche di proprietà italiana sugli attivi amministrati rimane an-

cora modesta: alla fine del 1990, essa era pari al 5,5 per cento, inferiore a quelle della Francia (9) e della Germania (10), ma superiore a quella del Regno Unito. Tuttavia, ove si faccia riferimento alla residenza delle banche, anziché alla loro proprietà, la quota del Regno Unito, in virtù della forte proiezione internazionale della piazza di Londra, è pari al 18 per cento, contro l'1,5 dell'Italia.

L'intermediazione sull'estero delle nostre banche resta prevalentemente orientata ai rapporti in valuta e in eurolire con i residenti, ma sta migliorando per quanto riguarda la diversificazione delle fonti di raccolta e la quota di affari con la clientela ordinaria. Alla fine del 1990, le attività verso "non banche" rappresentavano il 36 per cento del totale, a fronte del 27 del 1987; nello stesso arco di tempo i rapporti interbancari sono scesi dal 68 al 56 per cento; per le banche francesi e inglesi questo valore è leggermente superiore al 50 per cento. Rispetto a queste ultime, le aziende italiane presentano un minor grado di integrazione tra casa madre e filiali e controllate estere. L'attivo delle banche italiane verso uffici all'estero risulta pari a circa il 7 per cento del totale, contro il 16 del Regno Unito, il 18 della Germania, il 19 della Francia.

Dopo una fase di relativa stasi nel periodo 1985-88, negli ultimi due anni il numero delle filiali estere delle aziende di credito italiane ha ripreso a crescere, di sette unità nel 1989 e di nove nel 1990: alla fine di aprile di quest'anno operavano 96 dipendenze estere, per quasi la metà insediate nei paesi della Comunità Europea.

L'attivo complessivo delle filiali estere delle banche italiane è cresciuto nel 1990 dell'11 per cento, raggiungendo alla fine dell'anno l'importo di 220 mila miliardi di lire. Anche per le filiali estere, nonostante il peso preponderante dell'attività all'ingrosso, si registra un miglioramento delle posizioni verso la clientela ordinaria.

Lo sviluppo dei mercati in lire

La quota delle transazioni in lire nelle operazioni finanziarie internazionali è in aumento, ma rimane modesta. Nelle consistenze degli attivi bancari dei

paesi industriali alla fine del 1990, essa rappresentava l'1,2 per cento del totale, contro il 2,8 del franco francese e il 15 del marco. Tuttavia, l'apertura del nostro sistema finanziario verso l'estero sta stimolando l'internazionalizzazione della lira. Il maggior uso della nostra moneta da parte di operatori esteri rafforza le capacità concorrenziali degli intermediari italiani, favorendone l'inserimento nel mercato internazionale. Inoltre, la diversificazione dei portafogli alimenta correnti d'investimento verso i comparti in lire e verso l'Italia.

Le scelte di investimento sono motivate non solo dalle opportunità di rendimento, ma anche dall'efficienza complessiva dei mercati. Per questo motivo, parallelamente al processo di liberalizzazione valutaria e di integrazione finanziaria in Europa, le Autorità monetarie non hanno mai perso di vista l'obiettivo del rafforzamento strutturale del mercato italiano. È stata un'azione complessa, non ancora conclusa, che ha coinvolto per oltre un decennio Autorità e operatori: è stato migliorato il sistema delle negoziazioni e dei pagamenti; ampliato il novero degli operatori e degli strumenti; la legge sulle SIM pone ora le basi per un riassetto organico dei mercati mobiliari e per la creazione dei comparti in *futures* e *options*; sul mercato dei titoli di Stato cresce la domanda dell'estero, incoraggiata anche dalla stabilità della lira.

Restano tuttavia da approvare le leggi sulle OPA e sui fondi pensione; è da modificare la fiscalità sulla finanza. Lo scorso anno, al vostro Convegno era viva la preoccupazione per l'introduzione del monitoraggio fiscale sugli investimenti esteri dei residenti. I dati dei movimenti di capitale italiani dimostrano che si trattava di una preoccupazione largamente infondata. In quella occasione attirai l'attenzione sull'esigenza di affrontare organicamente il tema della tassazione del risparmio per rimuovere distorsioni concorrenziali provocate dai trattamenti tributari. La razionalizzazione della fiscalità della finanza è materia su cui in Italia e nella Comunità si stenta a progredire.

L'attenzione degli investitori esteri per i titoli in lire si è accresciuta dopo l'annuncio dell'attivazione delle procedure per il rimborso di imposta dovuto in forza dei trattati sulla doppia imposizione. La partecipazione degli operatori esteri al nostro mercato, obiettivo a lungo perseguito, sta quindi crescendo; ma ciò non deve far perdere di vista che presupposto per una presenza durevole e fruttuosa degli investitori internazionali sul nostro sistema finanziario è il mantenimento di condizioni di stabilità monetaria interna.

* * *

Vorrei concludere questo mio intervento con un breve accenno ai problemi di politica economica che il Paese è chiamato ad affrontare. Non ho bisogno di dilungarmi, perché su questi temi la Banca ha già espresso il suo punto di vista il 31 maggio scorso. Ma mi preme sottolineare un punto in particolare.

Nelle Considerazioni finali, il Governatore, richiamando le contraddizioni in cui versa l'economia italiana, ha ricordato l'urgenza di rafforzare e completare l'azione volta alla stabilità, attraverso la condotta monetaria e del cambio, con incisivi interventi di politica di bilancio e di politica dei redditi. Si tratta di interventi indispensabili per ricondurre il tasso di inflazione ai più bassi livelli dei nostri *partners* europei; sono misure necessarie per una durevole riduzione dei tassi reali di interesse. Obiettivi, questi, sui quali convergono ampi consensi, compresi quelli, ne sono certo, di coloro che, come voi, operano nei mercati finanziari e nelle Borse.

Come ha detto il Governatore, i nostri sistemi economici non sono condannati agli attuali livelli dei tassi reali. Il nostro auspicio è che, attraverso politiche orientate alla stabilità, la flessione dei tassi reali possa realizzarsi su scala mondiale, facilitando una ripresa dell'attività economica nei paesi industriali e ricreando le condizioni favorevoli allo sviluppo del commercio e degli investimenti internazionali.

All. I

Investimenti di portafoglio italiani all'estero
classificati secondo il ramo di attività economica dell'operatore estero emittente il titolo
(miliardi di lire)

VOCI	1987 (1)	1988 (1)	1989 (1)	1990 (2)
Investimenti				
Agricoltura	1	1	8	10
Energia	839	698	1.109	1.559
Industria	4.484	4.883	6.547	9.249
Trasporti e comunicazioni	416	1.305	1.562	2.055
Commercio e altri servizi	638	778	1.343	1.584
Banche e assicurazioni	1.806	2.004	3.735	20.619
Società finanziarie	2.757	2.556	5.972	6.894
Enti pubblici	7.724	21.685	32.087	62.244
Totale ...	18.665	33.910	52.363	104.214
Disinvestimenti				
Agricoltura	10	10	13	3
Energia	540	531	862	1.389
Industria	3.712	3.924	5.775	7.106
Trasporti e comunicazioni	462	792	1.028	1.773
Commercio e altri servizi	586	730	1.101	1.614
Banche e assicurazioni	1.559	1.776	2.580	12.698
Società finanziarie	2.722	3.904	5.289	7.443
Enti pubblici	4.292	15.143	23.348	49.203
Totale ...	13.883	26.810	39.996	81.229
Consistenze				
Agricoltura	21	2	1	9
Energia	166	663	667	893
Industria	2.367	2.724	4.624	6.429
Trasporti e comunicazioni	378	1.003	976	1.198
Commercio e altri servizi	525	709	490	468
Banche e assicurazioni	1.285	1.264	3.551	11.362
Società	11.645	12.268	12.347	11.880
Enti pubblici	5.189	13.266	25.755	38.889
Totale ...	21.576	31.899	48.411	71.128

(1) Compresa le operazioni effettuate senza trasferimento di valuta. - (2) Non comprese le operazioni in conti bancari all'estero.

Al. II

Investimenti di portafoglio italiani all'estero
classificati secondo il ramo di attività economica dell'operatore estero emittente il titolo
(composizione percentuale)

VOCI	1987 (1)	1988 (1)	1989 (1)	1990 (2)
Investimenti				
Agricoltura .....	..	..	..	..
Energia	4,5	2,1	2,1	1,5
Industria	24,0	14,4	12,5	8,9
Trasporti e comunicazioni	2,2	3,8	3,0	2,0
Commercio e altri servizi	3,4	2,3	2,6	1,5
Banche e assicurazioni	9,7	5,9	7,1	19,8
Società finanziarie	14,8	7,5	11,4	6,6
Enti pubblici	41,4	64,0	61,3	59,7
Totale	100,0	100,0	100,0	100,0
Disinvestimenti				
Agricoltura	0,1	..	..	..
Energia	3,9	2,0	2,2	1,7
Industria	26,7	14,6	14,4	8,7
Trasporti e comunicazioni	3,3	3,0	2,6	2,2
Commercio e altri servizi	4,2	2,7	2,8	2,0
Banche e assicurazioni	11,2	6,6	6,5	15,6
Società finanziarie	19,6	14,6	13,2	9,2
Enti pubblici	31,0	56,5	58,3	60,6
Totale	100,0	100,0	100,0	100,0
Consistenze				
Agricoltura	0,1	..	..	..
Energia	0,8	2,1	1,4	1,3
Industria	11,0	8,5	9,6	9,0
Trasporti e comunicazioni	1,8	3,1	2,0	1,7
Commercio e altri servizi	2,4	2,2	1,0	0,7
Banche e assicurazioni	6,0	4,0	7,3	16,0
Società finanziarie	54,0	38,5	25,5	16,7
Enti pubblici	23,9	41,6	53,2	54,6
Totale	100,0	100,0	100,0	100,0

(1) Compresa le operazioni effettuate senza trasferimento di valuta. - (2) Non comprese le operazioni in conti bancari all'estero.

All. III

Investimenti di portafoglio italiani all'estero
classificati secondo il paese di residenza dell'operatore estero emittente il titolo
(miliardi di lire)

PAESI	1987 (1)	1988 (1)	1989 (1)	1990 (2)
Investimenti				
Enti internazionali	4.295	11.281	21.039	46.153
Francia	669	1.974	2.236	4.450
Germania	2.793	4.558	3.540	4.936
Gran Bretagna	2.017	3.011	2.144	4.707
Lussemburgo	1.428	717	1.141	5.961
Svizzera	322	491	2.517	3.596
Giappone	1.090	2.715	3.432	6.824
USA.	3.302	3.325	6.030	8.152
Altri paesi.	2.749	5.838	10.284	18.471
Totale ...	18.665	33.910	52.363	104.214
Disinvestimenti				
Enti internazionali	1.960	6.108	10.352	32.048
Francia	554	1.856	3.552	3.512
Germania	2.334	3.837	4.303	4.550
Gran Bretagna	1.063	3.313	2.038	3.785
Lussemburgo	1.677	2.115	2.456	3.683
Svizzera	209	261	1.699	1.495
Giappone	903	1.993	2.771	3.523
USA.	2.893	2.892	4.737	6.638
Altri paesi.	2.290	4.435	8.088	21.994
Totale ...	13.883	26.810	39.996	81.229
Consistenze				
Enti internazionali	3.748	8.851	21.156	35.458
Francia	576	955	1.041	1.840
Germania	1.366	2.344	2.032	2.448
Gran Bretagna	1.108	858	1.256	2.004
Lussemburgo	9.591	11.078	10.458	8.371
Svizzera	1.517	360	1.183	3.029
Giappone	401	1.354	2.041	5.045
USA.	1.345	1.997	3.081	4.394
Altri paesi.	1.924	4.102	6.163	8.539
Totale ...	21.576	31.899	48.411	71.128

(1) Compresa le operazioni effettuate senza trasferimento di valuta. - (2) Non comprese le operazioni in conti bancari all'estero.

All. IV

Investimenti di portafoglio italiani all'estero
classificati secondo il paese di residenza dell'operatore estero emittente il titolo
(composizione percentuale)

PAESI	1987 (1)	1988 (1)	1989 (1)	1990 (2)
Investimenti				
Enti internazionali	23,0	33,4	40,1	44,4
Francia	3,6	5,8	4,3	4,3
Germania	15,0	13,4	6,8	4,7
Gran Bretagna	10,8	8,9	4,1	4,5
Lussemburgo	7,7	2,1	2,2	5,7
Svizzera	1,7	1,4	4,8	3,5
Giappone	5,8	8,0	6,6	6,5
USA	17,7	9,8	11,5	7,8
Altri paesi	14,7	17,2	19,6	18,6
Totale ...	100,0	100,0	100,0	100,0
Disinvestimenti				
Enti internazionali	14,1	22,8	25,9	39,5
Francia	4,0	6,9	8,9	4,3
Germania	16,8	14,3	10,8	5,6
Gran Bretagna	7,7	12,4	5,1	4,7
Lussemburgo	12,1	7,9	6,1	4,5
Svizzera	1,5	1,0	4,2	1,8
Giappone	6,5	7,4	6,9	4,3
USA	20,8	10,8	11,8	8,2
Altri paesi	16,5	16,5	20,3	27,1
Totale ...	100,0	100,0	100,0	100,0
Consistenze				
Enti internazionali	17,4	27,7	43,7	49,8
Francia	2,7	3,0	2,2	2,6
Germania	6,3	7,3	4,2	3,4
Gran Bretagna	5,1	2,7	2,6	2,8
Lussemburgo	44,5	34,8	21,6	11,8
Svizzera	7,0	1,1	2,4	4,3
Giappone	1,9	4,2	4,2	7,1
USA	6,2	6,3	6,4	6,2
Altri paesi	8,9	12,9	12,7	12,0
Totale ...	100,0	100,0	100,0	100,0

(1) Compresa le operazioni effettuate senza trasferimento di valuta. - (2) Non comprese le operazioni in conti bancari all'estero.

Indagine conoscitiva sulla legge finanziaria per il 1992

Audizione del dr. Antonio Fazio, Vice Direttore Generale della Banca d'Italia, innanzi alle Commissioni riunite V del Senato della Repubblica e V della Camera dei Deputati

Roma, 10 ottobre 1991

In questo intervento mi propongo di mettere in luce alcuni andamenti di fondo della nostra economia in materia di competitività nei confronti dei sistemi esteri e di finanziamento del debito pubblico. La correzione di detti andamenti richiede interventi strutturali nel campo della finanza.

1. L'Italia nell'economia internazionale

Tra il 1979 e il 1985 il tasso di crescita del prodotto interno lordo dei paesi dell'OCSE è stato in media del 2,3 per cento all'anno; nello stesso periodo il prodotto italiano è cresciuto del 2,0. Tra il 1985 e il 1991 il prodotto dei paesi dell'OCSE è aumentato del 2,9 per cento all'anno; in Italia, del 2,8.

La crescita dell'economia italiana in termini reali, rispetto a quella delle economie dei paesi industrializzati, è stata leggermente inferiore nel primo periodo e perfettamente allineata nel secondo.

L'inflazione, misurata dai prezzi al consumo, nell'arco di tempo compreso tra il 1979 e il 1985, è stata in Italia doppia rispetto a quella delle altre economie: 14,2 per cento all'anno contro 7,3. Nel secondo periodo il divario si è sensibilmente ridotto: 5,6 per cento in Italia contro 3,9 nei paesi dell'OCSE.

I nostri scambi di merci e servizi con l'estero erano, nel biennio 1978-79, in prossimità dell'equilibrio; peggiorarono fortemente fino al 1985 in conseguenza della seconda crisi petrolifera; si riavvicinarono all'equilibrio nel 1986. Da quella data lo squilibrio fra importazioni ed esportazioni è costantemente, anche se non gravemente, peggiorato. Nel 1990 il disavanzo

delle partite correnti è stato di 17.300 miliardi di lire, pari all'1,3 per cento del prodotto interno lordo. Il peggioramento è stato contenuto da un andamento, in media, favorevole delle ragioni di scambio, mentre è stato in progressivo deterioramento il saldo agroalimentare. Depurando della componente inflazionistica le esportazioni e le importazioni, il saldo appare in netto e costante peggioramento dal 1983.

L'aumento dei prezzi e dei costi interni, solo parzialmente corretto dai movimenti del cambio della lira, ha condotto a una perdita di competitività, in particolare dei nostri manufatti: essa è stata del 5 per cento tra il 1982 e il 1986 e del 7 negli anni successivi.

L'accumulo di disavanzi nel corso degli anni ottanta ha portato a un crescente indebitamento netto del nostro paese nei confronti dell'estero. Nel 1986 il debito netto dell'Italia era stimabile in appena 13.000 miliardi di lire, i crediti sull'estero erano pari a 249.000 miliardi e i debiti a 262.000.

L'esborso netto per redditi da capitale fu, in quell'anno, di 9.300 miliardi.

Nel 1990 il debito netto ha raggiunto i 95.000 miliardi e l'esborso netto per redditi da capitale è stato di 16.000 miliardi.

La crescita dell'economia internazionale nel 1991 è stata inferiore alle previsioni. La domanda mondiale di prodotti manufatti, che nel 1990 era cresciuta del 5 per cento in quantità, è aumentata nella prima metà del 1991 al ritmo annuo dell'1,6 per cento. Si sono avuti nel corso dell'anno alcuni segnali di ripresa, ma permangono ampi margini di incertezza sulla stessa.

Lo sviluppo dell'economia italiana ha risentito del descritto andamento delle economie industrializzate.

2. La congiuntura e la politica monetaria

Secondo il preconsuntivo del Ministero del Bilancio, nel 1991 la crescita del prodotto interno lordo in Italia potrà al massimo raggiungere l'1,4 per cento, a fronte di una previsione del 2,7. Per gli investimenti produttivi un anno fa si prevedeva una crescita in termini reali del 4,4 per cento; secondo il preconsuntivo non si avrebbe alcun aumento.

L'indice della produzione industriale nei primi sei mesi di quest'anno ha oscillato intorno al livello toccato alla fine del 1990, di 4 punti percentuali inferiore al livello di fine 1989. L'attività nel settore dei servizi vendibili risulta leggermente migliore.

L'inflazione, misurata dalla variazione dei prezzi al consumo a distanza di dodici mesi, ha toccato un massimo del 6,9 per cento in luglio; alla fine del 1991 essa potrebbe collocarsi al di sotto del 6 per cento, risultando nella media dell'anno del 6,5. L'obiettivo era del 5 per cento; anziché ridursi, nel 1991 si amplierà leggermente il divario rispetto all'andamento dei prezzi negli altri paesi partecipanti all'Accordo europeo di cambio.

Le ragioni del divario hanno origine interna. Il prezzo implicito nelle importazioni di beni e servizi è aumentato dell'1,0 per cento, rispondendo alla fermezza del cambio della lira; il deflatore implicito del prodotto interno lordo, sempre secondo il preconsuntivo, è cresciuto del 6,8 per cento (nel 1990 i prezzi all'importazione crebbero del 3,0 per cento e il deflatore del prodotto interno lordo del 7,5). Il costo del lavoro nel settore privato segue ritmi di crescita annua dell'ordine dell'8 per cento, quasi il doppio rispetto alla Germania e alla Francia. In Italia, i prezzi dei servizi non esposti alla concorrenza internazionale mantengono una dinamica superiore alla media.

Le imprese industriali hanno beneficiato di rincari modesti degli *inputs* esteri, ma avvertono la pressione di costi interni crescenti, sia del lavoro sia dei fattori provenienti dal settore terziario. Nel primo

semestre, la crescita dei prezzi alla produzione, dell'ordine del 2,8 per cento, non ha evitato una compressione dei margini delle imprese.

Il saldo dell'interscambio mercantile con l'estero nei primi otto mesi è peggiorato di 2.000 miliardi rispetto all'analogo periodo del 1990. Le esportazioni, nel primo semestre, sono rimaste stazionarie in termini di quantità; le importazioni sono aumentate del 2,3 per cento. Il preconsuntivo della Relazione previsionale e programmatica indica, per l'intero anno, un saldo negativo della bilancia dei pagamenti correnti pari a circa l'1,2 per cento del prodotto.

La domanda di credito si è mantenuta vivace; hanno contribuito a questo andamento la riduzione dell'autofinanziamento delle imprese e l'accumulo, in atto da circa due anni, di scorte di prodotti finiti. Hanno avuto una dinamica particolarmente vivace i prestiti alle imprese operanti nel campo dei servizi, anche finanziari, e il credito al consumo. Nel periodo gennaio-agosto 1991, l'aumento dei finanziamenti al settore non statale è stato, al netto della stagionalità, del 14 per cento su base annua. Nel corso del 1990 l'aumento dello stesso aggregato aveva registrato un incremento del 15,4 per cento. La previsione a suo tempo formulata stimava un'espansione del 10 per cento; hanno influito sull'andamento dell'aggregato ora rilevato un'ampliamento sensibile dei finanziamenti in valuta a breve termine erogati dalle aziende di credito in favore di imprese residenti; i finanziamenti si sono sviluppati dopo il provvedimento del 12 maggio scorso che ha azzerato il coefficiente di riserva obbligatoria nei confronti della raccolta netta di valuta all'estero da parte delle banche; i finanziamenti stessi hanno compensato le minori entrate di altri capitali e i maggiori investimenti all'estero di residenti.

Nei primi otto mesi del 1991 le entrate complessive nette di capitali, incluse quelle attraverso i finanziamenti bancari appena ricordati, sono state pari a 27.500 miliardi, a fronte di 42.900 miliardi nel corrispondente periodo del 1990.

Il fabbisogno complessivo del settore statale è stato da gennaio a settembre dell'anno in corso di 104.000 miliardi: 21.000 in più rispetto all'analogo periodo del 1990. La manovra aggiuntiva attuata nella scorsa primavera si proponeva di conseguire, negli ultimi mesi dell'anno, una riduzione del fabbisogno

di 12.600 miliardi tra maggiori entrate e minori spese. L'andamento del fabbisogno a fine luglio si è rivelato peggiore di quanto previsto nell'autunno precedente, a causa, in particolare, di insussistenze nelle entrate fiscali relative all'Irpef, all'Ilor e al provvedimento di rivalutazione dei beni immobili delle imprese. Il limitato contenimento delle entrate tributarie è riconducibile in parte al più lento sviluppo del reddito.

Secondo il preconsuntivo indicato nella Relazione previsionale e programmatica il fabbisogno del settore statale sarebbe, nel 1991, di 141.000 miliardi, pari al 10 per cento del prodotto interno lordo; l'obiettivo, indicato nel settembre 1990, era di 132.000 miliardi. Il preconsuntivo sconta l'efficacia nell'ultimo trimestre dei provvedimenti varati in maggio; sconta anche la dismissione di cespiti patrimoniali per 5.600 miliardi e ulteriori operazioni di bilancio volte a ridurre il saldo da finanziare per l'anno in corso. In qualche misura tali manovre aggravano i conti per il 1992.

La forte dinamica, ampiamente superiore al previsto, dei finanziamenti all'economia e le maggiori necessità di copertura del fabbisogno pubblico non incideranno – dal lato delle contropartite costituite dalle attività finanziarie – sulla prevista espansione della componente monetaria; questa dovrebbe mantenersi, per tutto il 1991, entro la fascia del 5-8 per cento, a suo tempo stabilita; nei primi otto mesi l'incremento, riportato ad anno, è stato, al netto della stagionalità, del 6,5 per cento.

Il rispetto dell'obiettivo monetario, a fronte della descritta crescita, superiore al previsto, dei finanziamenti complessivi all'economia e al settore pubblico, è stato ottenuto grazie all'ingente collocamento di titoli pubblici presso le famiglie e presso le imprese nel corso dell'anno. Il disavanzo di 104.000 miliardi per i primi nove mesi è stato coperto per 94.000 miliardi con titoli, in prevalenza a medio e a lungo termine, collocati sul mercato e per 6.000 miliardi con prestiti esteri. Le emissioni lorde di titoli pubblici in tale periodo hanno raggiunto 613.000 miliardi, 66.000 più che nell'analogo periodo dell'anno precedente.

Sinteticamente, il complesso delle attività finanziarie detenute da famiglie e imprese dovrebbe accrescersi nel 1991 di circa l'11,5 per cento (11,9 per cento nel 1990); la componente monetaria aumenterebbe

del 7 per cento, quella non monetaria del 15 per cento. L'ampio collocamento di titoli pubblici è stato ottenuto con una tendenza decrescente dei tassi di interesse nel corso dell'anno (tale discesa ha anche permesso di concentrare le emissioni nel comparto dei titoli a tasso fisso).

Una diminuzione generalizzata dei tassi di interesse è stata suggellata, in maggio, dalla riduzione di un punto, dal 12,5 al 11,5 per cento, del tasso ufficiale di sconto; nel corso dell'estate si sono avuti sensibili aumenti dei rendimenti dei buoni del Tesoro e dei titoli a medio e a lungo termine in relazione, dapprima, alle insussistenze nelle entrate fiscali e, in seguito, agli annunciati aumenti dei tassi di interesse in Germania. In settembre è ripresa la discesa dei tassi di interesse; essi non sono tuttavia ancora ritornati sui valori minimi toccati nella prima parte di giugno.

Il differenziale dei tassi di interesse a più breve scadenza rispetto alla Germania, che prima dell'entrata della lira nella banda stretta si situava intorno al 4 per cento, si aggira attualmente intorno ai 2,5 punti percentuali.

Il cambio effettivo della lira nei confronti delle monete partecipanti all'Accordo europeo di cambio si è svalutato dell'1 per cento tra il gennaio 1990 e l'agosto 1991; il tasso di cambio effettivo, con l'inclusione anche di tutte le altre valute, nei primi otto mesi del 1991 è stato inferiore dell'1,8 per cento rispetto all'analogo periodo del 1990.

I risultati in materia di controllo dell'espansione monetaria, di collocamento di titoli pubblici, di tassi di interesse e di tassi di cambio hanno beneficiato delle riforme e dei miglioramenti strutturali dei mercati monetari e finanziari realizzati negli ultimi anni, e della conseguente fiducia che gli stessi mercati si stanno conquistando, nei confronti degli investitori italiani ed esteri, con il loro ordinato operare. Dal settembre 1990 al marzo 1991 i tassi a più breve scadenza, per esigenze di controllo monetario, hanno oscillato di 3 punti percentuali; sul rendimento dei titoli a medio e a lungo termine l'effetto è stato inferiore a mezzo punto percentuale.

Sono cresciuti notevolmente lo spessore del mercato telematico secondario dei titoli di Stato e quello del mercato interbancario. Sul primo gli scambi si sono triplicati rispetto al 1990, raggiungendo i 148.000

miliardi nello scorso settembre. L'aumento degli scambi ha interessato principalmente i titoli a reddito fisso.

La mobilitazione della riserva obbligatoria, che a partire dal prossimo 15 ottobre verrà elevata dal 3 al 5 per cento, ha operato positivamente sull'efficacia e sulla dimensione del mercato interbancario e ha ridotto drasticamente la "volatilità" dei saggi a più breve scadenza. I tassi interbancari rappresentano ora un punto di riferimento migliore per la conduzione della politica monetaria, per le condizioni applicate dalle banche alla clientela, per la determinazione dei rendimenti dei titoli pubblici, sia a breve sia a lunga scadenza. Continua a incidere tuttavia pesantemente su tale mercato la ritenuta fiscale sugli interessi interbancari relativi ai depositi, nella misura del 30 per cento, ritenuta che non trova analogie nei mercati monetari degli altri paesi.

3. Il debito pubblico e la legge finanziaria

Alla luce delle analisi ora esposte si possono individuare gli obiettivi della politica macroeconomica da assegnare alla politica monetaria e alla finanza pubblica.

Non è possibile, data anche la situazione ciclica dell'economia italiana, ottenere un minore assorbimento di beni e servizi attraverso una ulteriore compressione della domanda interna.

È necessario che il sistema economico progredisca verso una posizione di maggiore competitività ed efficienza.

In un sistema di cambi flessibili, uno squilibrio strutturale dei conti con l'estero tenderebbe a riflettersi in maggiore inflazione. Nell'attuale configurazione del sistema internazionale dei cambi e di accesso a fonti di finanziamento esterno, le deficienze di competitività si riflettono in una lenta ma costante erosione della base produttiva e dell'occupazione, soprattutto industriale. La competitività riguarda direttamente anche il settore dei servizi, dove la bilancia dei pagamenti italiana è divenuta strutturalmente passiva. Alcune componenti (turismo) sono momentaneamente sostenute da tristi vicende in paesi confinanti.

I livelli dei tassi di interesse, la politica di gestione del debito pubblico, le operazioni e gli interventi sul mercato monetario hanno consentito di mantenere il tasso di crescita della componente più liquida delle attività finanziarie in linea con quello del prodotto.

I tassi d'interesse sul debito pubblico non sono in Italia fuori linea rispetto ai livelli osservabili negli altri paesi industriali, ove si tenga conto dell'inflazione. Nel quinquennio 1986-1990, il rendimento medio dei titoli pubblici al netto dell'inflazione è stato del 5,24 per cento in Italia, del 5,87 in Francia, del 5,33 in Germania, del 3,90 negli Stati Uniti e del 3,68 nel Regno Unito.

La condizione strutturale della finanza pubblica italiana si riflette oltre che sul volume complessivo di debito – molto elevato in rapporto al prodotto – sulla struttura per scadenza del debito stesso.

Dopo aver toccato, alla fine del 1985, una durata massima di tre anni e quattro mesi, la scadenza media del nostro debito pubblico è costantemente diminuita, fino a raggiungere, all'inizio del 1991, i due anni e cinque mesi. L'intensa attività di emissione a più lunga scadenza dell'anno in corso e la limitazione del ricorso ai buoni ordinari del Tesoro hanno permesso di risollevarlo, in settembre, la scadenza media a due anni e otto mesi. La vita media del debito pubblico era, nel 1989, di 4,1 anni in Francia, di 10,2 anni nel Regno Unito e di 6 anni negli Stati Uniti. Il tasso medio di interesse sul debito pubblico si riferisce dunque a titoli che in Italia sono di durata media più breve e in larga misura a tassi variabili.

Nel 1990, il rapporto tra emissioni lorde di titoli pubblici e prodotto interno lordo è stato in Italia pari al 57 per cento; in Francia e in Germania gli stessi rapporti erano pari, rispettivamente, al 10 e al 7 per cento; negli Stati Uniti al 32 per cento.

La situazione ora descritta rende particolarmente delicata la gestione monetaria e necessariamente si riflette in qualche misura sul costo del debito; è stata fronteggiata con i miglioramenti strutturali dei mercati finanziari sopra ricordati.

La via d'uscita dal problema del debito pubblico deve necessariamente fare riferimento a una prospet-

tiva di avanzi primari che consenta la riduzione del peso relativo del debito; più immediatamente, a un allungamento della sua durata media.

* * *

Tutto ciò richiede una strategia di risanamento strutturale dei conti dello Stato.

Il livello generale della pressione fiscale, in relazione al reddito nazionale, non è particolarmente elevato in Italia, se confrontato con la media degli altri paesi europei. Ciò nonostante è difficile ipotizzare un ulteriore aumento delle aliquote legali gravanti sulla produzione, sull'offerta di servizi e sul lavoro dipendente. Le aliquote legali, in particolare quelle relative alla tassazione dell'intermediazione finanziaria e a quella del risparmio, si situano in Italia a livelli più elevati di quanto osservabile nei grandi paesi industriali a noi più vicini e nostri concorrenti.

È necessario pertanto, in primo luogo, che prosegua l'impegno dell'Amministrazione finanziaria nella riduzione dei fenomeni più gravi di evasione delle imposte e nella razionalizzazione della normativa fiscale.

In materia di imposte indirette i problemi di competitività sono meno immediati. In un contesto di cambi fissi nel quale potrebbe risultare opportuno, in date congiunture, ridurre la domanda interna per consumi e stimolare gli investimenti occorrerebbe mantenere, in prospettiva, margini di discrezionalità.

Appare condivisibile l'obiettivo perseguito dall'Amministrazione fiscale e riportato nella legge finanziaria di razionalizzare e adeguare il gettito di una serie di tributi minori.

Dal lato delle uscite, principali candidati per un intervento che strutturalmente ne abbassi il tasso di crescita sono la spesa per pensioni, la spesa per stipendi e salari, la spesa sanitaria, le spese degli enti locali.

È particolarmente importante l'obiettivo di contenere, in linea con l'inflazione del 4,5 per cento, il tasso di aumento delle retribuzioni lorde dei dipendenti. Queste si sono incrementate nel 1990 del 15 per cento e nel 1991 si ragguaglieranno a circa 180.000

miliardi, con un aumento del 9,2 per cento rispetto all'anno precedente.

In assenza di interventi specifici l'aggregato potrebbe accrescersi, secondo una stima prudenziale, di altri 14.000 miliardi nel 1992; una limitazione della crescita intorno al 4,5 per cento ridurrebbe il maggior onere del Tesoro a circa 8.000 miliardi. La manovra ha un ricavo di per sé in termini di minori esborsi per la finanza pubblica, ma ha un significato molto maggiore ed è sopportabile se si inquadra in una politica generale dei redditi estesa ad altre componenti del bilancio statale e, soprattutto, al settore produttivo.

La spesa per pensioni, che ricade direttamente o indirettamente sul bilancio pubblico, ha raggiunto già nel 1990 un flusso annuo di 180.000 miliardi; nel 1991 si prevede un ammontare di pagamenti pari a 201.600 miliardi, con un aumento del 12 per cento. In assenza di interventi le erogazioni tenderanno a crescere di altri 10-11 punti percentuali nel 1992.

La situazione del sistema pensionistico è una delle cause fondamentali dello squilibrio della finanza pubblica. I parametri di riferimento sono stati stabiliti in periodi della storia recente nei quali i tassi di sviluppo atteso dell'economia erano più elevati di quelli che è realistico attendersi per i prossimi decenni.

Lo squilibrio delle gestioni previdenziali è, o è stato, una causa di difficoltà strutturale dei conti pubblici nella maggior parte dei paesi industriali, in genere più ricchi dell'Italia, anche se in alcuni casi con una maggiore incidenza degli anziani. Anche in Italia tale incidenza tende a crescere sensibilmente; inoltre, il rapporto tra vita media di coloro che entrano in quiescenza e periodo atteso medio di attività lavorativa è particolarmente favorevole.

Appare improvido promettere, in particolare alle generazioni di più giovani lavoratori, un trattamento previdenziale che il sistema pubblico non sarà in grado di mantenere per motivi di equilibrio macroeconomico. Il risanamento di tale importante componente della finanza pubblica, o almeno una riduzione dello squilibrio, in prospettiva, appaiono necessari per dare maggiore fondamento al valore attuale del debito pubblico.

La soluzione va ricercata in uno spostamento di una parte dell'onere verso forme di previdenza integrativa, basate sulla capitalizzazione, da incentivare

fiscalmente. Al riguardo, va osservato che nel periodo iniziale della transizione il sistema pubblico a ripartizione potrà vedere crescere i propri oneri, essendo necessariamente legato a prestazioni predeterminate e a contributi che potranno in qualche misura venire limitati.

Il rapporto tra spesa per la pubblica sanità e prodotto nazionale non è fuori linea in Italia rispetto a quanto osservabile nella maggioranza dei paesi industriali (fanno eccezione gli Stati Uniti, in cui è dominante la produzione privata dei servizi, e il Regno Unito, con rapporti molto più bassi). La spesa stessa è però in forte crescita: circa il 33 per cento nel 1991 rispetto al 1989. Il rapporto al prodotto, che era pari al 5,8 per cento nel 1989, sarà del 6,6 nel 1991. Inoltre, appare più evidente, anche rispetto ad altri settori dei servizi forniti dalla pubblica Amministrazione, lo squilibrio tra costo pubblico del servizio, da un lato, e qualità e distribuzione delle prestazioni, dall'altro. Vanno ripensati il titolo per accedere alle prestazioni e il finanziamento di queste ultime. Questo va posto, almeno in parte, a carico dei fruitori con redditi più elevati; la legge finanziaria si dà carico di un primo intervento nella materia. Anche in questo caso andrebbe esaminata la possibilità di integrazione attraverso sistemi assicurativi privati.

* * *

La legge finanziaria prevede interventi complessivi per 55.500 miliardi, che dovrebbero ricondurre nel 1992 il fabbisogno del Tesoro a 128.000 miliardi, a fronte dei 141.000 del 1991.

Le entrate fiscali e le spese si basano su un'ipotesi di crescita del prodotto interno lordo del 2,5 per cento. Questa appare plausibile solo in un quadro di miglioramento della congiuntura internazionale e di capacità di inserimento delle nostre esportazioni nella ripresa del commercio mondiale; inoltre, dovrebbe esserci una decisa inversione di tendenza degli investimenti.

Una congiuntura più debole del previsto inciderebbe negativamente sulle entrate fiscali.

La previsione in materia di prezzi si basa su un'ipotesi di forte rallentamento dell'inflazione nel corso

del 1992. Alla fine del 1991 il livello dei prezzi al consumo sarà superiore di 2,3 punti percentuali al valore medio del 4,5 per cento che è l'obiettivo per il 1992; questo richiede che l'aumento durante il 1992 non superi l'1,0 per cento a trimestre, a fronte dell'1,4 per cento registrato nel corso del 1991.

Ciò appare possibile solo con una politica dei redditi che limiti, intorno al 4,5 per cento, l'aumento del costo del lavoro per unità di prodotto e che venga immediatamente recepita nei prezzi praticati dai produttori; occorre altresì che non intervengano ulteriori pressioni inflazionistiche dal lato dei margini del commercio e dal settore terziario.

Una più elevata inflazione compenserebbe, nell'immediato, l'effetto del rallentamento dell'economia. Ciò però implicherebbe, oltre al fallimento della politica di stabilizzazione, un'accelerazione, a più o meno breve scadenza, di altre spese pubbliche; tra queste, quella per interessi.

Una parte rilevante delle entrate previste nella legge finanziaria ha carattere di *una tantum*. La politica di vendita di beni patrimoniali non incide certo sulle tendenze di fondo delle entrate pubbliche correnti, anche se è possibile continuare con analoghe operazioni negli anni successivi. Si tratta di entrate in conto capitale che riducono di altrettanto il debito pubblico.

La loro rilevanza va giudicata piuttosto in relazione agli effetti sulla redditività sociale dei cespiti e di una possibile migliore organizzazione del settore produttivo.

Le entrate fiscali connesse con la rivalutazione dei beni delle imprese hanno pure carattere di eccezionalità e vanno considerate con riferimento alla situazione di redditività e alle prospettive del settore interessato.

Infine, dei 21.500 miliardi di nuove entrate, 12.000 sono costituiti dal condono. Il margine di incertezza contenuto in tale cifra è, per la natura stessa delle entrate, molto forte: ciò aumenta il dubbio sul risultato globale. Occorrerebbe comprendere se il condono possa contribuire o meno a un aumento della base imponibile per gli anni a venire. In altri termini, è importante l'effetto sul flusso futuro di entrate. Ove non dovesse produrre un ampliamento della base imponibile, il condono stesso si presenterebbe nel complesso inopportuno e di dubbia utilità.

Per quanto riguarda infine gli interessi sul debito pubblico, la cifra prevista è coerente con la politica di forte rallentamento dell'inflazione.

4. Conclusioni

Il sistema produttivo italiano tende a perdere competitività nell'ambito delle economie industrializzate. Tra il 1985 e il 1990, le importazioni sono cresciute del 44 per cento in termini reali; le esportazioni sono aumentate solo del 27 per cento.

La stabilità del cambio e la crescente integrazione finanziaria hanno agevolato l'afflusso di capitale estero, allentando la percezione degli stringenti vincoli imposti dalla bilancia dei pagamenti. I vincoli permangono anche se trasposti in un'ottica pluriennale.

Il debito netto nei confronti dell'estero ha raggiunto, a metà del 1991, il valore di 117.000 miliardi, con un ulteriore ampliamento degli esborsi netti per redditi da capitale. Questi squilibri si sommano a quelli della bilancia mercantile.

Poiché non è immaginabile una caduta del livello della domanda interna per riportare in attivo la bilancia dei pagamenti correnti, l'aggiustamento va ricercato in una politica di rientro che ridoni al Paese competitività nei confronti dei mercati internazionali.

A ciò debbono contribuire, in primo luogo, iniziative, ricerche, investimenti nel settore produttivo. In un contesto di tassi di cambio fissi il recupero di competitività richiede altresì un rallentamento, almeno per allinearsi al ritmo di quanto osservato nelle economie dei nostri *partners* commerciali, del tasso di crescita dei redditi e dei prezzi.

La politica monetaria è impegnata nella stabilità del cambio e nel finanziamento del debito pubblico attraverso strumenti non monetari.

Nella legge finanziaria è contenuto un avvio di politica dei redditi per le retribuzioni del settore pubblico. Essa non è incoerente con una ricerca di maggiore produttività nello stesso settore. Acquista pieno

significato solo se si estende ad altre importanti componenti della spesa – in primo luogo al settore pensionistico e a quello sanitario – e se un'analogia politica viene attuata nel settore privato.

In tale ottica le politiche dei redditi non comporterebbero costi, se non marginali, per i soggetti e i gruppi interessati, ma se ne ritrarrebbe un bene collettivo in termini di stabilità e di crescita dell'economia, a vantaggio di tutti.

L'espansione delle entrate, indipendentemente dai provvedimenti che hanno caratteristiche di *una tantum*, appare molto modesta, intorno al 4 per cento, scontando nel 1992 una ripresa dell'economia reale e l'ipotesi programmatica per quanto attiene al tasso di inflazione. Tale limitata espansione è il risultato delle politiche di anticipi e di entrate *una tantum* attuate negli anni precedenti.

Le entrate straordinarie previste per il 1992 sono importanti ai fini della stabilità, in quanto riducono il ricorso del Tesoro al mercato. Viene però solo marginalmente affrontato il problema del miglioramento permanente del gettito fiscale.

La gestione del debito pubblico è costretta a confrontarsi con volumi crescenti di emissioni lorde, il cui flusso annuo supera la metà del reddito nazionale. Sono stati compiuti progressi notevoli nella funzionalità dei mercati monetari e finanziari; essi hanno permesso il collocamento degli ingenti ammontari di emissioni, mantenendo la crescita monetaria in linea con l'aumento del PIL in termini nominali. I tassi di interesse non si sono discostati in termini reali da quelli riscontrabili sui principali mercati concorrenti.

Le prospettive della finanza pubblica inducono i risparmiatori verso investimenti di breve durata. La scadenza media del debito pubblico rimane di molto inferiore a quella rilevata negli altri principali mercati finanziari.

Ciò che è richiesto alle leggi finanziarie e alle politiche della spesa, tributarie, dei redditi è soprattutto di incidere sulle aspettative di crescita e di competitività della nostra economia, in un'ottica di medio termine.

Il processo di privatizzazione: sei esperienze a confronto

Audizione del dr. Tommaso Padoa-Schioppa, Vice Direttore Generale della Banca d'Italia, innanzi alla Commissione parlamentare bicamerale per la ristrutturazione e riconversione industriale e per i programmi delle partecipazioni statali

Roma, 16 ottobre 1991

1. Introduzione

Per sviluppare il tema assegnato per questa audizione ("Evoluzione del rapporto tra pubblico e privato nel quadro della competitività globale in Gran Bretagna, Francia, Germania, Svezia, Ungheria, Cecoslovacchia") distinguerò, secondo la loro natura, i principali momenti in cui si articola in concreto un processo di privatizzazione: l'accertamento delle condizioni iniziali dell'economia, l'individuazione degli obiettivi da raggiungere, la predisposizione di un quadro giuridico-istituzionale, le modalità di attuazione, gli effetti sulla finanza pubblica. Userò questi momenti quali punti di riferimento per l'esame delle più rilevanti vicende di privatizzazione nei sei paesi europei indicati nel titolo dell'indagine conoscitiva di codesta Commissione bicamerale.

Dedicherò qualche considerazione alle regole della Comunità europea che interessano le privatizzazioni e i comportamenti delle imprese pubbliche. Di queste regole devono sempre più tenere conto i paesi membri della Comunità e quelli che chiedono di diventarlo.

Nel passare in rassegna le esperienze – compiute, in atto, in progetto – dei sei paesi sarà necessario di volta in volta separare il caso dei quattro paesi dell'Europa occidentale (Francia, Germania, Regno Unito e Svezia) da quello dei due paesi dell'Europa centro-orientale (Repubblica Federativa Ceca e Slovacca, Repubblica di Ungheria). E questo, soprattutto per due ragioni: l'assoluta diversità di proporzioni del settore pubblico nei due gruppi di paesi; la profonda differenza del contesto giuridico, istituzionale ed eco-

nomico, segnatamente l'assenza nei paesi europei centro-orientali di un sistema di mercato. Questi due fattori fanno sì che le privatizzazioni assumano, nelle due aree, un significato del tutto differente.

Sui processi di privatizzazione non è ancora disponibile una documentazione abbastanza omogenea e completa da consentire analisi comparate pienamente soddisfacenti. Uno sforzo in tal senso è stato compiuto per questa presentazione.

2. Privatizzare: accezioni del termine

La natura privata o pubblica della proprietà si definisce con riferimento al soggetto che ha il diritto di disporre dell'impresa in tutti i modi che non siano esclusi dai contratti e dalle norme vigenti. Le due forme canoniche dell'impresa privata e pubblica sono dunque, rispettivamente: quella di un'azienda gestita direttamente da uno o più proprietari privati o da *managers* su delega dei proprietari privati; quella di un'azienda gestita da funzionari pubblici che rispondono a organi dell'Amministrazione statale.

Quando si consideri l'effettivo esercizio del controllo sulla gestione dell'impresa la distinzione fra le due forme di proprietà diviene più sfumata.

Pubblico e collettivo non sono sinonimi, né lo sono privato e individuale. La collettività può essere di fatto esclusa dall'esercizio di ogni controllo e indirizzato nei confronti dell'impresa pubblica. Società cooperative e fondi pensione sono esempi di proprietà ad un tempo privata e collettiva.

Lo stesso termine "controllo" racchiude una molteplicità di funzioni e di prerogative. La struttura organizzativa e i meccanismi di delega all'interno dell'impresa distribuiscono fra diversi individui la responsabilità delle scelte nelle diverse aree di attività: localizzazione degli investimenti, acquisizioni e disinvestimenti, fissazione dei prezzi, volume della produzione, gestione finanziaria, scelta dei dirigenti. Non solo, ma in ogni impresa, privata o pubblica, la proprietà è vincolata da disposizioni pubbliche: regole ambientali nelle scelte di investimento; regole tecniche e standard di prodotto; una rete di diritti e doveri nel mercato del lavoro; norme per la tutela della concorrenza in molti ambiti di attività. In particolare, in una grande azienda detentrica di un monopolio naturale, o produttrice di servizi di pubblica utilità, il proprietario, anche se privato, può essere sottoposto dall'autorità pubblica a vincoli così cogenti da restringere sostanzialmente il suo spazio decisionale.

In una società di capitali con proprietà frazionata (*public company*), qualora non si determinino azionisti di riferimento od organizzazioni comuni di gestione del diritto azionario, le decisioni che sono prerogativa della proprietà tendono ad essere prese dal *management*. Quest'ultimo subirà i controlli più penetranti non dalla proprietà, ma secondo i casi, dal mercato, dai creditori, dai clienti, dai fornitori.

Nonostante queste qualificazioni, rimane caratteristica distintiva dell'impresa privata il fatto che, una volta tenuto conto dei vincoli derivanti dalle norme esistenti, il diritto di controllo appartenga a un soggetto privato; anche se il suo esercizio si manifesta nel potere di delega, o, come nella *public company*, è solo un diritto potenziale. È dunque con riferimento all'esercizio di questo diritto, cosiddetto "residuale", che è opportuno definire il concetto di privatizzazione.

Alcuni intendono per privatizzazione ogni iniziativa volta a ridurre la presenza pubblica nella proprietà o nella gestione dell'impresa. In questa accezione del termine rientrano: la cessione a privati di quote di minoranza della proprietà di imprese pubbliche; le iniziative che avvicinano i parametri di comportamento degli amministratori dell'impresa pubblica a quelli di un proprietario-*manager*; l'imposizione agli amministratori di obblighi di economicità nella ge-

stione; la deregolamentazione di aspetti dell'attività d'impresa; l'abbandono di attività accessorie integrate nella gestione, in favore dell'acquisto sul mercato di quei beni o servizi. Pur limitate, queste forme di estensione di una logica di tipo privatistico nella sfera pubblica possono essere portatrici di significative innovazioni nei comportamenti dell'impresa nazionalizzata. Nell'esaminare le esperienze di altri paesi non prenderò però in considerazione, se non con brevi cenni, queste forme di privatizzazione "parziale"; per un confronto sistematico appare infatti necessario far riferimento a una accezione del termine privatizzazione che nello stesso tempo abbia contorni più netti e che sia più vicina a quella usata dai paesi considerati. In quanto segue intenderò, perciò, per privatizzazione la cessione dei diritti (residuali) di controllo, ossia di una quota maggioritaria della proprietà, dal settore pubblico a soggetti privati.

3. Le condizioni iniziali

Le politiche di privatizzazione, realizzate o solo formulate, sono state profondamente influenzate da alcune "condizioni iniziali": il tipo di regime economico, l'estensione, in esso, dell'area pubblica, il grado di sviluppo dei mercati finanziari, le condizioni della finanza pubblica.

3.1 *Il regime economico*

Per i sei paesi considerati la principale differenza nelle condizioni di partenza è di tipo qualitativo: riguarda la natura stessa del sistema economico. Nei paesi dell'Europa centro-orientale l'organizzazione della produzione e degli scambi è stata fino a ieri espressione di una pianificazione centralizzata dell'uso delle risorse. Gli allocatori istituzionali, ivi comprese le banche, hanno svolto un ruolo ancillare nei confronti degli organi della pianificazione e non conoscono la disciplina della concorrenza; quest'ultima non opera di norma neppure nei settori che producono beni di consumo e d'investimento; il sistema dei prezzi non è il prodotto dell'incontro della domanda e dell'offerta su un mercato, per quanto imperfetto.

Nei paesi dell'Europa occidentale, le principali interazioni economiche fra le imprese, e tra queste e

i consumatori, sono invece frutto di decisioni decentrate, si avvalgono di sistemi di comunicazione e di trasporto funzionali alla complessità della specializzazione produttiva delle imprese, rientrano prevalentemente nella sfera del diritto privato. Ma anche fra questi paesi le condizioni di partenza osservabili al momento della privatizzazione sono diverse in molti campi: nello sviluppo dei servizi sociali, nella tradizione giuridica, nella trama delle interessenze proprietarie, nella concorrenzialità dei mercati, nei pesi relativi assegnati ai diversi obiettivi di benessere, nel ruolo svolto dalle politiche dell'offerta e di stabilizzazione.

3.2 *L'estensione del settore pubblico*

Su un piano quantitativo, l'estensione del settore pubblico appare molto diversa da paese a paese. Raggiunge il massimo, naturalmente, nei due paesi dell'Europa centro-orientale. Nella *Repubblica Federativa Ceca e Slovacca*, nel 1988, l'area pubblica contribuiva alla produzione per oltre il 97 per cento del totale. La quota era intorno all'85-90 per cento nella *Repubblica di Ungheria*.

Nei paesi a economia di mercato dell'Europa occidentale il comparto pubblico ha oggi dimensioni molto diverse, anche se di gran lunga più contenute che nelle economie ex-socialiste. Nel 1982, anno immediatamente precedente le grandi iniziative di modifica dei regimi di proprietà, la *Svezia* era, tra i quattro paesi in esame, quello con la più vasta presenza dello Stato nell'economia, dove tuttora assumono grande rilievo i servizi offerti dalle pubbliche amministrazioni: la quota degli occupati nel settore pubblico raggiungeva il 38 per cento; in *Germania* essa superava di poco il 25 per cento. In termini di addetti, la quota delle imprese di proprietà pubblica sul totale dell'economia, pubblica Amministrazione esclusa, era in *Svezia* del 14 per cento circa. Valori analoghi si registravano in *Francia* e *Germania*. È da notare che una quota considerevole delle imprese pubbliche è rappresentata, particolarmente in *Germania*, da quelle che fanno capo a amministrazioni locali anziché al Governo centrale. Il valore più alto si registrava nel *Regno Unito*, dove le imprese pubbliche impiegavano circa il 18 per cento degli occupati. Va ricordato che il *Regno Unito*, dopo la stagione delle privatizzazioni,

presenta un settore pubblico tra i meno ampi dell'Europa occidentale.

3.3 *Lo sviluppo dei mercati finanziari*

Grande importanza ha, in terzo luogo, il grado di sviluppo dei mercati finanziari. Nel 1982, il *Regno Unito* costituiva il paese con il più esteso mercato azionario, tra quelli considerati; la capitalizzazione di borsa delle società quotate era, in rapporto al prodotto interno lordo, pari al 39,6 per cento. In *Svezia* l'indice era pari al 21,7 per cento. A distanza, seguivano i mercati borsistici della *Germania*, con una capitalizzazione di borsa del 10,6 per cento rispetto al PIL e quello della *Francia* con il 6,2. In *Cecoslovacchia* e in *Ungheria*, istituzioni quali la Borsa sono ancora inesistenti come realtà economiche significative: la loro recente costituzione darà frutti solo nel tempo.

3.4 *La condizione della finanza pubblica*

La condizione della finanza pubblica ha in taluni casi aggiunto un elemento di urgenza ai programmi di privatizzazione. Il rapporto tra debito pubblico e prodotto interno lordo nel 1982, quindi prima delle privatizzazioni, era pari al 62 per cento in *Svezia* e a quasi il 53 per cento nel *Regno Unito*. Tale rapporto era, nello stesso anno, intorno al 40 per cento sia in *Francia* sia in *Germania*. Nelle economie dell'Europa centro-orientale un'indicazione dei problemi finanziari pubblici è fornita dalla dimensione del debito estero lordo in valuta convertibile, che in *Cecoslovacchia*, nel 1991, è superiore al 16 per cento del prodotto interno lordo. Il valore corrispondente per l'*Ungheria* supera il 64 per cento.

4. **Gli obiettivi perseguiti**

4.1 *In Europa occidentale*

Nei paesi dell'Europa occidentale qui considerati, due sono le funzioni tradizionalmente attribuite alle imprese pubbliche:

1) conseguire obiettivi di natura macroeconomica o di carattere sociale: stabilizzazione del ciclo

economico, sostegno dell'occupazione, redistribuzione del reddito;

2) porre rimedio a situazioni nelle quali il mercato non appare capace di produrre i risultati voluti (nel linguaggio economico si parla di "fallimenti del mercato"): nella produzione di beni pubblici (giustizia, difesa, ambiente, ecc.), nei processi di innovazione, nella scelta di progetti con benefici non completamente "internalizzabili" o che richiedono un sostegno finanziario non ottenibile dal mercato.

Per quanto concerne la prima funzione, nell'ultimo quindicennio è andata maturando in molti paesi la convinzione che il controllo diretto dell'offerta, cioè la proprietà pubblica di imprese manifatturiere o di altri settori, sia una strada non efficiente e non efficace per conseguire quegli obiettivi. L'azione di privatizzazione che ne è derivata è stata profonda.

Circa la seconda funzione, in vari paesi si è proceduto a privatizzare quando si è ritenuto che nella correzione dei "fallimenti del mercato" lo strumento della proprietà pubblica fosse meno efficiente di un'azione di regolamentazione e di controllo di imprese private.

Quando si è scelto di mantenere pubblica la proprietà, il fine è stato di accrescere gli stimoli alla concorrenza e di rafforzare i meccanismi di incentivazione all'interno dell'area pubblica: deregolamentando o liberalizzando i mercati, abolendo i monopoli legali, modificando i criteri di remunerazione dei *managers* pubblici, introducendo requisiti vincolanti di economicità nella gestione dell'impresa. È stata inoltre rafforzata la regolamentazione dell'attività delle imprese che operano in condizioni di monopolio naturale o che producono servizi di pubblica utilità. Nonostante i costi e i limiti di questo intervento, esso è necessario perché gli incentivi all'efficienza costituiti dalla concorrenza effettiva o potenziale e dalle minacce di *take-over* sono in questi casi scarsamente operanti.

4.2 In Europa centro-orientale

Anche nei paesi dell'Europa centro-orientale, l'obiettivo principale del processo di privatizzazione è l'aumento dell'efficienza del sistema produttivo.

Esso *non* si realizza, tuttavia, solo attraverso un'estensione dell'area privata dell'economia, ma in primo luogo con una radicale riforma delle norme che regolano la società civile e delle modalità di produzione della ricchezza. Privatizzare, in quei paesi, significa creare la possibilità stessa di accesso alla proprietà privata, individuale. In economie dove la proprietà privata era ed è ancora assai poco estesa, limitata a imprese minori e menomata dall'assenza di un sistema di garanzia dello stesso diritto proprietario, la privatizzazione è vista oggi come lo strumento per dare vita a un sistema di mercato. Nella ricostruzione di un'economia fondata sulla proprietà e sull'iniziativa privata, sono ora obiettivi prioritari, in *Cecoslovacchia* e in *Ungheria*, la definizione *ex novo* dei diritti di proprietà, l'approntamento di strumenti giuridici per la loro tutela, la creazione di strutture giurisdizionali che rendano quegli strumenti efficaci.

5. Gli interventi giuridico-istituzionali

5.1 In Europa occidentale

L'esperienza di tutti i paesi in esame mostra che un piano di dismissioni di beni patrimoniali pubblici ha richiesto innovazioni del quadro giuridico-istituzionale attraverso l'emanazione di apposite leggi.

In *Francia*, dove la stessa Costituzione richiede l'intervento legislativo per operare le privatizzazioni (1), nel 1986 sono stati fissati per legge: un elenco (in numero chiuso) di aziende da privatizzare totalmente; i criteri per la definizione delle categorie di aziende pubbliche per le quali si delegava il Governo a procedere a privatizzazioni totali o parziali; la destinazione dei proventi delle privatizzazioni.

In *Germania*, dove la forma di società di diritto privato è largamente prevalente fra le imprese pubbliche, la responsabilità delle privatizzazioni prima dell'unificazione era affidata al Governo, all'interno del quale il Ministro delle finanze disponeva di un potere di veto in materia. In un solo caso (VEBA) fu emanata una legge, in connessione con l'istituzione di forme

di aiuto all'azionariato popolare. Dopo l'unificazione, la privatizzazione delle imprese pubbliche appartenenti alla ex DDR è stata demandata (con legge entrata in vigore nel luglio del 1990, *Treuhandgesetz*) alla *Treuhandanstalt*.

Nel *Regno Unito* sono state approvate apposite leggi per trasformare la natura giuridica di alcune imprese pubbliche e per cambiare il quadro regolamentare in cui esse operano (abrogazione di monopolio legale).

In *Francia* e nelle regioni orientali della *Germania*, è stata creata un'autorità responsabile delle privatizzazioni.

In *Svezia*, le privatizzazioni, di carattere parziale, sono state attuate dal Governo. Il programma di privatizzazioni annunciato in settembre dal nuovo Governo sarà oggetto invece di una apposita legge.

Le privatizzazioni hanno talvolta richiesto la modifica delle leggi fiscali. Ad esempio, in *Francia*, si è fissato un trattamento fiscale di favore per alcune categorie di sottoscrittori. Per legge è stato necessario intervenire anche nel *Regno Unito* al fine di prevedere diritti speciali da riservare agli interessi statali.

È risultato essenziale dare la massima pubblicità e trasparenza alla valutazione dell'azienda in via di privatizzazione. In assenza di regole sulle offerte pubbliche di acquisto (Opa), di una legislazione a tutela della concorrenza, del divieto di *insider trading*, di un mercato borsistico trasparente, di un diritto societario che tuteli le minoranze, sarebbe stato problematico rendere appetibile la sottoscrizione di azioni rappresentative di una piccola quota della proprietà. Alcuni dei paesi considerati hanno introdotto nuove norme per disciplinare queste materie o hanno rafforzato quelle esistenti (per esempio, in *Francia*, in tema di tutela della concorrenza).

Nel caso di privatizzazioni parziali si è posto con nuova e maggior forza il problema di dare incentivi agli azionisti privati di minoranza. In particolare, l'esistenza di difese legali degli interessi dei piccoli azionisti e la presenza di intermediari in grado di raccogliermene le deleghe di voto per l'esercizio dei diritti di minoranza sono risultate essenziali per il successo

di privatizzazioni effettuate con offerte di vendita rivolte al grande pubblico, attraverso i canali di mercato.

5.2 In Europa centro-orientale

Considerare il processo di privatizzazione in *Cecoslovacchia* o in *Ungheria* come una versione su scala più vasta della esperienza britannica o francese sarebbe fuorviante.

In quei paesi, l'assenza di un mercato, nella sua accezione più completa, è a un tempo la motivazione principale dei progetti di privatizzazione e l'ostacolo più rilevante alla loro realizzazione. Il trasferimento dei "diritti di proprietà" dallo Stato ai privati non è di per sé sufficiente per ottenere i benefici di un regime di mercato. Non semplici leggi di privatizzazione, ma profonde riforme dell'intero apparato normativo sono i passi preliminari, necessari per poter dar corso alle privatizzazioni. L'attribuzione alla magistratura ordinaria e amministrativa di competenze in materia economica si accompagna a riforme organizzative degli intermediari creditizi e finanziari; le riforme si estendono alla realizzazione di infrastrutture civili e di servizio alle imprese, alla liberalizzazione del sistema di formazione dei prezzi e a ogni altro intervento inteso a creare un sistema di decisioni economiche decentrate.

Ciò che occorre più di tutto è dare la certezza del diritto ai titolari dei diritti di proprietà: è attraverso l'appropriabilità dei risultati del lavoro individuale che si danno i maggiori incentivi all'efficienza e al contributo dei singoli al bene collettivo, incentivi insufficienti in un sistema basato sulla proprietà collettiva. Tale questione risulta preliminare anche rispetto a quella di stabilire a chi vadano attribuiti i diritti di proprietà: se ai risparmiatori, ai dipendenti delle imprese stesse, alle comunità locali, a coloro che erano proprietari nei regimi pre-comunisti. I risultati delle privatizzazioni dipenderanno in buona misura dalla allocazione iniziale. Il rispetto di criteri minimi di equità è fondamentale al fine di assicurarsi quel consenso senza il quale il nuovo assetto, proprio a causa di un ineliminabile grado di arbitrarietà, non sarebbe né stabile né sostenibile nel medio periodo. D'altra parte, una allocazione della proprietà non immediata-

mente funzionale alla massimizzazione degli incentivi, alla ricerca dell'efficienza e comunque tale da richiedere grandi aggiustamenti, avrebbe conseguenze negative sull'intero sistema economico anche a causa dell'assenza di mercati efficienti della proprietà stessa, cioè di strutture attraverso cui essa possa essere trasferita.

6. Le modalità di dismissione

6.1 In Europa occidentale

6.1.1 *L'oggetto.* – Nei quattro paesi in esame, l'estensione degli interventi di privatizzazione è dipesa dall'entità della presenza pubblica nell'economia. Nel *Regno Unito*, le operazioni di privatizzazione hanno investito tutti i campi della proprietà pubblica. In *Francia*, esse si sono limitate a imprese del settore manifatturiero e dei servizi, in particolare bancari. Nelle regioni occidentali della *Germania* e in *Svezia*, le operazioni hanno avuto carattere parziale, con rare eccezioni: in *Svezia* sono state limitate alle imprese industriali, in *Germania* hanno riguardato anche alcuni settori del terziario (trasporto aereo, banche). Nelle regioni orientali della *Germania*, invece, il programma di privatizzazione in corso investe tutti i settori produttivi; le operazioni già compiute concernono piccole imprese nei servizi, imprese industriali e alcune banche.

Nel *Regno Unito* le privatizzazioni hanno riguardato tanto le proprietà immobiliari dello Stato e i diritti di sfruttamento delle risorse energetiche, quanto le imprese pubbliche appartenenti ai settori manifatturieri e dei servizi, comprese alcune banche, le imprese di pubblica utilità dei settori energetico, delle infrastrutture di trasporto, delle telecomunicazioni, dell'erogazione dell'acqua. Nel complesso, sono stati introitati dallo Stato oltre 28 miliardi di sterline (più di 60 mila miliardi di lire), pari al 9 per cento del PIL.

In *Francia*, dall'elenco delle imprese da privatizzare entro il 1991 erano escluse, fra le altre, la Renault e le imprese siderurgiche; numerose erano le cessioni previste nei settori assicurativo e del credito. Il piano

francese si è arrestato bruscamente dopo la crisi di borsa dell'ottobre 1987 e le elezioni presidenziali e legislative del 1988. A quell'epoca, il programma era stato realizzato per un terzo circa. Le società cedute sono state oltre 1.000, con un ricavo di oltre 80 miliardi di franchi (circa 18.000 miliardi di lire), poco meno di 2 punti percentuali del PIL. Successivamente, ci sono state operazioni di privatizzazione di un certo rilievo, effettuate talvolta dallo stesso gruppo, come nel caso Pechiney International e American National Can, e scambi di pacchetti azionari, come quelli fra la Renault e la Volvo.

In *Svezia*, le privatizzazioni parziali e le rare cessioni totali hanno fornito proventi modesti, dell'ordine di 4-5 miliardi di corone (800-1.000 miliardi di lire), pari allo 0,5-0,6 per cento del PIL. Tuttavia, le nuove operazioni, in fase di avvio, dovrebbero essere molto più cospicue (intorno a 30 miliardi di corone) e interessare gli importanti gruppi industriali riuniti nella nuova *holding* di Stato, Fortia.

In *Germania*, fra le operazioni di maggiore rilievo si ricordano la cessione del controllo della Volkswagen e la riduzione della presenza pubblica nella Lufthansa. Gli introiti sono ammontati a oltre 10 miliardi di marchi (7 mila miliardi di lire), pari a circa la metà del preesistente patrimonio statale in forma di partecipazioni azionarie ed equivalenti a circa lo 0,6 per cento del PIL. Nel luglio di quest'anno, le operazioni di dismissione compiute dalla *Treuhandanstalt* avevano riguardato circa 17.000 imprese del settore dei servizi (commercio al dettaglio, ristoranti, alberghi) e 3.000 imprese industriali, per un valore di oltre 11 miliardi di marchi (oltre 8.000 miliardi di lire).

6.1.2 *Le tecniche.* – Le tecniche di disinvestimento pubblico non hanno presentato una variabilità minore della tipologia di imprese cedute. La scelta delle modalità di cessione è stata influenzata da tre fattori: gli obiettivi prevalenti nei programmi di dismissione, il contesto giuridico-istituzionale, lo spessore e l'articolazione dei mercati finanziari.

Dalla decisione iniziale riguardo agli obiettivi della privatizzazione, decisione che comprende il tipo di struttura proprietaria che si auspica emerga dalla privatizzazione, discende in buona misura la scelta delle modalità di vendita. Se la privatizzazione è volta

al raggiungimento concomitante di più finalità, queste possono rafforzarsi a vicenda, come avviene per la creazione di un azionariato popolare e l'irrobustimento dei mercati finanziari. Può però anche determinarsi un conflitto tra obiettivi: per esempio, la ricerca del massimo ricavo è ostacolata quando alla gestione delle imprese vengano posti vincoli quali la salvaguardia dell'occupazione, o limiti alla trasferibilità delle azioni. L'analisi delle procedure di vendita seguite nei paesi esaminati rivela, in qualche misura, la reale portata degli obiettivi dichiarati.

Nei casi del *Regno Unito* e della *Francia*, e in minor misura della *Germania* prima dell'unificazione, l'ampio ricorso al mercato borsistico indica l'effettiva esistenza di un obiettivo di allargamento della partecipazione popolare al mercato del capitale di rischio. Allo stesso modo, la vendita di parte del capitale sociale ai dipendenti, generalmente a condizioni di favore, denota che in quegli stessi paesi, e anche in *Svezia*, si voleva aumentare l'interesse dei lavoratori al buon andamento aziendale, secondo una linea di pensiero vicina a quella dei fautori del *profit-sharing*.

Nelle proprie cessioni, la *Francia* si è in parte differenziata dal *Regno Unito* e dalla *Germania* pre-unificazione nel porre un maggior numero di vincoli ai piani produttivi di medio periodo dei compratori, riservandosi anche, per cinque anni, il controllo sulle decisioni rilevanti attraverso una "azione specifica" e cedendo una quota di controllo a società francesi di gradimento governativo (2): questo indica che la massimizzazione dei proventi non aveva priorità assoluta nei piani di privatizzazione.

Nel caso delle regioni orientali della *Germania* la modalità tecnica più ricorrente è stata la vendita per trattativa privata, che nel caso di piccole imprese si è rivolta soprattutto a residenti delle province orientali. Questa scelta indica che tra gli obiettivi ha preminenza la creazione di nuova imprenditorialità nei Länder orientali. Ancora nel caso della *Francia*, l'ampio ricorso alla vendita di pacchetti azionari di controllo a gruppi di imprese selezionate, con varie restrizioni alla negoziazione, indica la presenza dell'ulteriore obiettivo di prevenire, per un periodo limitato di tempo, instabilità negli assetti proprietari e in definitiva nella gestione delle imprese.

6.1.3 *Il collocamento sui mercati finanziari.* – Il metodo di privatizzazione prescelto deve essere compatibile con le caratteristiche delle imprese, con il settore di attività, ma soprattutto con la struttura del mercato finanziario nazionale. L'esperienza della *Francia*, del *Regno Unito*, della *Svezia*, della stessa *Germania federale*, prima e dopo la riunificazione, mostra che occorrono flessibilità e pluralità di strumenti. Ad esempio, non si possono lanciare offerte pubbliche di vendita su larghissima scala se il mercato finanziario non è sufficientemente organizzato e in grado di assorbire l'impegno finanziario richiesto: occorre piuttosto prevedere in tali casi forme di cessione diretta ad acquirenti interessati, su base d'asta o per trattativa privata.

Il *Regno Unito* è il paese che più si è avvalso del mercato borsistico per operazioni di privatizzazione. Non solo l'offerta è transitata per il mercato, ma la valutazione e la fissazione dei prezzi di offerta sono state affidate a società e a operatori specializzati. Dato il minore spessore del mercato finanziario, in *Francia* la vendita di azioni sul mercato è stata associata alla "cessione amichevole" (*cession de gré à gré*) o alla cessione dell'impresa in blocco a un solo acquirente ("cessione totale"). In relazione alle medesime esigenze, un'altra procedura di privatizzazione, utilizzata in particolare in *Francia*, è consistita nell'offerta pubblica di scambiare, dietro pagamento di un prezzo, azioni ordinarie contro certificati di investimento e titoli partecipativi delle imprese pubbliche privi di diritto di voto. Un'altra modalità utilizzata in *Francia* (ma anche in *Germania*, prima del 1989, e in *Svezia*) è stata la rinuncia da parte dell'azionista pubblico al diritto di opzione in occasione di nuove emissioni azionarie. Questa modalità si accorda in particolare con l'intento di sollecitare una ricapitalizzare delle società in via di cessione a opera dei nuovi soci.

6.1.4 *La tutela degli interessi dello Stato.* – Il desiderio di mantenere un controllo sui successivi assetti delle società privatizzate ha dato luogo, nel *Regno Unito*, alla ritenzione di una *golden share*; in *Francia*, alla già ricordata *action spécifique* e alla costituzione di nuclei di azionariato stabile; in *Germania* e in *Svezia*, al mantenimento di una quota pubblica, anche minoritaria, nell'assetto proprietario. Un altro metodo volto allo stesso fine è consistito nel por-

re limitazioni all'acquisizione del controllo da parte di società straniere.

6.1.5 *La privatizzazione gestionale.* – Il caso della *Francia* è rilevante per la costante attenzione rivolta alla competitività delle imprese pubbliche e alle loro esigenze di capitalizzazione, in presenza di vincoli di bilancio pubblico molto stretti. È rilevante anche per l'intensa azione di "privatizzazione gestionale": ampliamento della sfera di autonomia dei *managers* pubblici, rafforzamento degli obiettivi di economicità della gestione. Quest'azione si è sviluppata in tutte le fasi di riassetto proprietario degli anni ottanta.

Questa stessa strada è stata prescelta dalla *Svezia*. In questo paese non si è dato peraltro corso a un processo di privatizzazione su larga scala. Il recente cambio di maggioranza politica ha tuttavia posto le premesse per una nuova fase di disinvestimenti pubblici, allo stato attuale non ancora cominciata.

6.1.6 *I tempi.* – Un'importante scelta di metodo nel privatizzare investe i tempi di attuazione delle privatizzazioni. Tempi stretti, o il desiderio di attrarre un gran numero di piccoli investitori, richiedono la concessione di incentivi alla sottoscrizione. Questi possono prendere la forma di sconti fiscali (come in *Francia* e in *Germania*) o di prezzi di sottoscrizione di favore (caso del *Regno Unito* e, in minor misura, della *Francia*) in occasione di offerte pubbliche di vendita. In concreto, in tutti i casi, è stato necessario valutare con attenzione i rischi di "spiazzamento" degli investimenti privati. Rischi del genere non sembrano essersi materializzati, per lo meno in misura significativa, nei paesi qui esaminati. Ove si fossero presentati, si sarebbe dovuto pensare, ad esempio, a forme di rateizzazione dei pagamenti (previsti in *Francia* solo per le cessioni ai dipendenti) o di scambio con titoli del debito pubblico.

6.2 *In Europa centro-orientale*

In *Cecoslovacchia* e in *Ungheria*, le autorità di Governo prevedono la cessione a privati di oltre il 50

per cento dell'apparato produttivo nei prossimi 3-5 anni. Non è facile, nell'attuale fase di rapida trasformazione, stimare il valore di mercato complessivo delle proprietà statali, che comprendono, oltre alle imprese, gran parte dei terreni e delle abitazioni.

Secondo la maggior parte delle stime, tale valore eccede largamente il valore del risparmio privato disponibile esistente. Nei due paesi in esame, a un risparmio pubblico elevato si è contrapposto negli scorsi anni un risparmio privato scarso; non si è avuto quel fenomeno di accumulazione involontaria di liquidità che si è prodotta in altri paesi a economia pianificata. L'inadeguato *stock* di risparmio privato disponibile costituisce uno dei principali ostacoli per una privatizzazione rapida. Ad esso si aggiungono la scarsità di capacità gestionali, il limitato sviluppo dei mercati finanziari e la necessità di ristrutturare molte imprese. La valutazione delle imprese è resa problematica dal mutamento dei prezzi relativi rispetto al passato e dalla mancanza di rigorosi metodi contabili.

Difficoltà minori si presentano per le piccole imprese, prevalenti nel settore dei servizi: sia in *Cecoslovacchia* sia in *Ungheria*, la loro privatizzazione sta procedendo in modo più rapido. Essa viene condotta dalle autorità locali mediante aste aperte, in prima istanza, ai soli residenti. In *Cecoslovacchia*, 6 mila piccole imprese sono state privatizzate nei primi sette mesi del 1991, per un valore complessivo di circa 100 milioni di dollari; in *Ungheria*, 20 mila sono state già cedute a privati e si prevede che il processo venga completato nei prossimi due anni.

Per le grandi imprese, i problemi da risolvere sono assai più complessi e il processo di privatizzazione sarà inevitabilmente più lungo. In molti casi, le imprese non potranno essere privatizzate senza una sostanziale ristrutturazione finanziaria e produttiva, nel corso della quale è previsto che le unità incapaci di sostenere la concorrenza vengano liquidate, mentre si procederà a operazioni di scorporo laddove la concentrazione delle imprese non risponda a criteri economici o violi le norme antimonopolistiche.

Il compito di predisporre le imprese per la privatizzazione è stato assegnato ad agenzie statali: il Fondo per la proprietà pubblica in *Cecoslovacchia*, l'A-

genzia per la proprietà statale in *Ungheria*. La centralizzazione delle operazioni di privatizzazione delle grandi imprese ha la funzione di assicurare una maggiore trasparenza e di salvaguardare l'interesse dello Stato a evitare abusi, quali i casi di "privatizzazione spontanea" avvenuti in *Ungheria* in una prima fase.

I metodi previsti per la cessione delle imprese ai privati differiscono nei due paesi. In *Cecoslovacchia* la privatizzazione sarà realizzata utilizzando una pluralità di metodi. Le proprietà statali che furono nazionalizzate dopo il 1948 verranno restituite ai precedenti proprietari. Al fine di accelerare la privatizzazione superando il problema della scarsità di risparmio, una quota elevata del valore totale delle imprese (intorno al 40 per cento) sarà distribuita semi-gratuitamente ai cittadini, mediante appositi "certificati" (*coupons*), a partire dal 1992. Le restanti quote potranno essere cedute successivamente a investitori nazionali o esteri. L'utilizzo di tale metodo riduce notevolmente gli introiti per l'erario; esso è proponibile in *Cecoslovacchia* in virtù del moderato indebitamento dello Stato, sia all'interno sia all'estero. Anche altri metodi di cessione sono previsti (asta, trattativa diretta, *management buy-out*). Sono state già compiute alcune operazioni di cessione di partecipazioni azionarie a investitori esteri, mediante trattativa diretta.

In *Ungheria*, dove l'indebitamento dello Stato è considerevole, è stata invece esclusa una distribuzione gratuita. Tuttavia, sarà consentito ai lavoratori delle maggiori imprese di acquisire fino al 10 per cento delle azioni, utilizzando condizioni di credito agevolato. L'esigenza di assicurare adeguati introiti alle finanze dello Stato tende a rallentare il processo di dismissione. In base alla nuova legge approvata nel 1990, l'iniziativa di privatizzare un'impresa può essere presa dall'Agenzia per la proprietà statale, dall'impresa stessa o da offerenti esterni. La prima prevede di privatizzare, nei prossimi tre anni, circa 600 grandi imprese utilizzando le aste, pubbliche o ristrette, e, per le imprese trasformate in società per azioni, le offerte pubbliche di vendita di azioni. Altre 400 imprese dovrebbero essere cedute per iniziativa delle imprese stesse.

7. Effetti sulla finanza pubblica

7.1 I vantaggi comparati

Indipendentemente dal fatto che fra gli obiettivi perseguiti vi fosse il risanamento finanziario del settore pubblico, in tutte le esperienze di privatizzazione recentemente compiute un aspetto rilevante è costituito dagli effetti sulla finanza pubblica. La valutazione di quegli effetti non è agevole, né sul piano teorico né su quello operativo-contabile.

In astratto, si può affermare che il sistema economico nel suo complesso trae vantaggio da una privatizzazione se la gestione dell'impresa diviene, dopo la dismissione, più efficiente. Ne trae vantaggio anche la condizione finanziaria del settore pubblico se il prezzo di vendita riflette correttamente il maggior valore economico dell'impresa.

In pratica, nelle esperienze esaminate, le imprese pubbliche erano frequentemente caratterizzate da redditività inferiore a quella delle imprese private operanti nel medesimo settore e da periodici interventi di ricapitalizzazione. La minore redditività era, tra l'altro, causata da oneri impropri connessi con le dimensioni e con la localizzazione degli investimenti, con il livello di occupazione, con la politica dei prezzi di vendita. Rari erano i casi in cui le imprese pubbliche costituivano una fonte di alimentazione continua e significativa per il bilancio pubblico. È arduo compiere un calcolo preciso di convenienza comparata nel quale siano districati i molteplici fili che legano l'impresa pubblica allo Stato; solo quel calcolo permetterebbe di verificare l'affermazione delle autorità dei paesi considerati secondo la quale le privatizzazioni si sono risolte in un vantaggio permanente per le pubbliche finanze. Il risparmio di interessi sul debito pubblico e il disimpegno dalle periodiche ricapitalizzazioni delle imprese cedute sono citati come le voci principali a sollievo del bilancio.

7.2 La destinazione dei proventi

Il problema della destinazione da dare ai proventi delle dismissioni costituisce uno specifico, immediato aspetto nella più ampia questione dei nessi che le-

gano privatizzazioni e finanza pubblica. Tre sono le soluzioni considerate.

I proventi possono essere direttamente usati per decurtare il debito pubblico. In tal caso il ricavato delle dismissioni non riduce, per un pari importo, il bilancio dell'anno nel quale la cessione avviene, ma alleggerisce in modo duraturo la spesa per interessi relativa a quella parte del debito che la privatizzazione consente di estinguere anticipatamente, al netto dei cessati utili sui beni patrimoniali dismessi. Se il paese ha un obiettivo di contenimento del disavanzo, un minor debito pubblico su cui pagare interessi ne facilita il raggiungimento, riducendo gli inasprimenti fiscali o i risparmi di spesa necessari.

Alternativamente, i proventi delle dismissioni di un dato anno possono venire conteggiati direttamente fra le entrate dello Stato di quell'anno. In tal caso il beneficio per i conti pubblici appare maggiore ma è transitorio, perché deriva da entrate occasionali e non da modifiche strutturali del bilancio.

Ancora, i proventi possono essere utilizzati per ricapitalizzare la stessa impresa (in caso di privatizzazione parziale) o, per ricapitalizzare la società madre o altre imprese pubbliche. In questo modo, vi è un beneficio indiretto, e probabilmente ritardato, sul bilancio pubblico, per l'onere cessante di una ricapitalizzazione a carico del bilancio stesso.

In *Francia*, una piccola parte dei proventi delle privatizzazioni è stata destinata alla ricapitalizzazione di altre imprese pubbliche. Per il resto, si è scelta la soluzione di decurtare in via permanente il debito pubblico. Tecnicamente, si è modificato per legge il bilancio dello Stato con la creazione di un nuovo conto denominato "Conto di destinazione dei proventi della privatizzazione", che registra, da un lato, le entrate derivanti dalle cessioni e, dall'altro, le spese per le operazioni di privatizzazione, gli apporti al capitale delle imprese pubbliche e la riduzione del debito dello Stato. Nel *Regno Unito*, in *Svezia* e nella *Germania* preunitaria (in quest'ultimo caso, dopo vivaci polemiche), la cessione totale o parziale di quote di proprietà pubblica è stata pure utilizzata per ridurre direttamente il debito pubblico.

8. Le regole della Comunità europea

8.1 *I principi del Trattato*

Per i paesi membri della Comunità europea e per quelli che chiedono di diventarlo, l'intera materia delle privatizzazioni, negli aspetti sopra esaminati, va considerata alla luce della disciplina comunitaria. Questa ha rilevanza sotto diversi profili.

Sulle nazionalizzazioni e sulle privatizzazioni in quanto tali, il Trattato di Roma assume una posizione neutrale. Dal 1958 a oggi, processi dell'uno e dell'altro tipo hanno avuto luogo in diversi paesi membri nel rispetto del Trattato. In questo atteggiamento neutrale sono impliciti due elementi, diversi e in un certo senso contrastanti: il rispetto per le scelte di natura politica intorno al regime della proprietà e il principio che le "regole del gioco" del mercato unico debbano applicarsi nello stesso modo alle imprese private e alle imprese pubbliche. Cioè: la proprietà può essere pubblica, ma il suo comportamento non può per questa sola ragione seguire logiche diverse da quelle previste dal Trattato.

In vista dell'avvio del mercato unico nel 1993 l'azione della Comunità per assicurare il rispetto di tali regole si va rafforzando. È un'azione che rientra nel più ampio campo della politica della concorrenza, e che interessa il settore delle imprese pubbliche sotto tre profili: la limitazione degli aiuti di Stato alle imprese; l'apertura dei mercati delle commesse pubbliche; l'introduzione della concorrenza nei settori in cui vige il monopolio pubblico.

8.2 *Gli aiuti di Stato*

Nel campo degli aiuti di Stato, la Commissione della CEE dispone, in virtù del Trattato, di importanti competenze esecutive. Essa rivolge una crescente attenzione ai rapporti finanziari che le imprese pubbliche nazionali hanno con lo Stato, al fine di rendere trasparente l'ammontare degli aiuti di cui le prime beneficiano e, quindi, di valutare se essi arrechino ingiustificate lesioni alla concorrenza.

Secondo i criteri interpretativi oggi seguiti dalla Commissione l'apporto di capitale pubblico al patri-

monio delle aziende pubbliche costituisce aiuto di Stato qualora avvenga in circostanze nelle quali un finanziatore privato operante nelle normali condizioni di mercato giudicherebbe non conveniente investire in quella azienda. Ciò si verifica: se l'apporto è destinato a un'impresa che versa in difficoltà tali da escludere un rendimento normale del capitale investito in un ragionevole arco di tempo; se, contemporaneamente, si ha un disimpegno relativo degli azionisti privati; se il settore in cui opera l'impresa presenta eccessi strutturali di capacità produttiva nell'ambito del mercato comunitario. Da quest'anno la Commissione applica questa linea interpretativa a tutte le forme di finanziamento pubblico, inclusi i prestiti, le garanzie e gli aiuti impliciti derivanti da una remunerazione inadeguata del capitale.

8.3 *Le commesse pubbliche*

Nel campo delle commesse pubbliche, l'apertura del mercato a fornitori di tutta la Comunità e l'affermarsi di regole comunitarie di concorrenza e di trasparenza riducono il privilegio di cui in molti paesi l'impresa nazionale a capitale pubblico ha goduto nella fornitura di beni e servizi allo Stato. Questa impresa viene così sottoposta, in misura crescente, a una logica economica di tipo concorrenziale, indipendentemente dal suo assetto proprietario.

8.4 *La concorrenza nei servizi di pubblica utilità*

Infine, nel campo dei servizi di pubblica utilità sentenze della Corte di Giustizia e iniziative della Commissione stanno ponendo limiti al regime di monopolio – comprese le politiche di prezzo – che, in quasi tutti i paesi, ha operato per molti decenni. Questa azione è rafforzata dalla possibilità di separare, dal punto di vista tecnico e da quello economico-gestionale, la rete distributiva (fili elettrici, rotaie, tubature, etc.), e il relativo servizio, dal bene o dal servizio che di essa si avvalgono. Il monopolio pubblico tende a limitarsi alla prima, mentre l'offerta di beni e servizi si apre alla concorrenza. In campi quali le telecomunicazioni, il trasporto aereo, i servizi postali, l'energia, il trasporto ferroviario questo indirizzo, al quale l'azione comunitaria si ispira in misura crescen-

te, può produrre e ha prodotto trasformazioni profonde nei settori in cui è tradizionalmente più forte la presenza di imprese pubbliche o nazionalizzate.

La creazione di un mercato europeo unificato ha già incominciato a influenzare i comportamenti delle imprese, soprattutto per quanto riguarda le strategie di cooperazione internazionale. Questo fenomeno riguarda anche le imprese pubbliche che hanno moltiplicato i loro accordi di cooperazione con imprese private di altri paesi membri. In alcuni casi, come la presa di partecipazione incrociata tra la Régie Renault e la Volvo, si tratta di accordi che possono sfociare in una vera e propria fusione. La Commissione della CEE non solo incoraggia tali accordi, ma ha anche messo in guardia il Governo britannico rispetto all'atteggiamento da esso assunto, pregiudizialmente sfavorevole alla presa di controllo di imprese britanniche da parte di imprese pubbliche di altri paesi europei.

Da questa breve illustrazione dei profili comunitari emerge la conclusione seguente: in un mercato aperto, in cui le regole della concorrenza e una autorità dotata dei poteri necessari per assicurarne il rispetto siano collocati a livello sovranazionale, lo spazio per una specificità dell'impresa nazionalizzata tende a restringersi, mentre si estende il campo nel quale, a prescindere dall'assetto proprietario, sono richiesti comportamenti di tipo concorrenziale.

9. Conclusione

Dall'esame comparato delle esperienze di sei paesi profondamente diversi per tradizione storica e per struttura economica è possibile trarre qualche considerazione di ordine generale.

Innanzitutto, va osservato che il fenomeno delle privatizzazioni, pressoché inesistente dieci anni orsono, è ora divenuto parte integrante della strategia economica di molti paesi. Alla sua origine vi è sempre stato l'affermarsi del convincimento che l'efficienza e la competitività dell'economia potessero trarre vantaggio da una estensione dell'area in cui si esplica l'iniziativa economica dei privati. Questo convincimento è espressione di una valutazione politica e di

una analisi economica. Oggi esso ha il valore di un principio cardine nella trasformazione che è in atto nei paesi dell'Europa centro-orientale.

Le esperienze esaminate mostrano, in secondo luogo, che la ragione d'essere delle privatizzazioni è prevalentemente di natura economica, non di natura finanziaria. Riguarda, cioè, la sfera dell'allocatione delle risorse: la produzione e l'investimento, la competitività, la crescita. Gli aspetti di finanza, privata e pubblica, sono di grande rilievo nel momento della attuazione; ma non sono stati, in generale, il *primum movens*.

Per quanto riguarda le operazioni compiute, non si vede emergere un unico modello. Le condizioni iniziali dei paesi impegnati in politiche di privatizzazione differivano notevolmente; differivano, si noti, anche all'interno del gruppo dei paesi dell'Europa occidentale esaminati. In alcuni vi era poco da dismettere, in altri moltissimo. Diverse erano le condizioni finanziarie dello Stato. Diverso lo sviluppo dei mercati di borsa. Non coincidenti le concezioni del ruolo dello Stato nell'economia.

Infine, la privatizzazione appare essere un procedimento molto complesso, che richiede sia data solu-

zione a una quantità di problemi giuridici, economici, organizzativi, finanziari. Sono problemi non facili da affrontare e risolvere in tempi brevi, al cui superamento mal si prestano gli strumenti ordinari dell'azione di Governo. La soluzione di questi problemi definisce le modalità delle dismissioni: l'oggetto, le tecniche, i procedimenti di collocamento, la tutela degli interessi dello Stato, i tempi, l'uso dei proventi. È nelle scelte concretamente effettuate per ciascuno di questi problemi che si precisano e si rivelano le finalità di fatto perseguite con la privatizzazione.

(1) Fino al 1986 tale norma era stata elusa attraverso la vendita di filiali sotto il controllo dei gruppi pubblici, fino a configurare situazioni di "privatizzazione illegale".

(2) Queste ultime hanno accettato una maggiorazione di prezzo e l'impegno a non vendere le proprie quote per un certo periodo di tempo. Il governo ha recentemente fatto cadere le restrizioni alla circolazione delle quote degli azionisti dei "nuclei duri". Nel contempo, il Parlamento ha dato mandato al governo di vendere a privati fino al 49,9 per cento di qualsiasi impresa pubblica, purché ciò avvenga attraverso l'emissione di nuove azioni e col corredo di varie garanzie circa le politiche d'investimento e di occupazione delle imprese.

Intervento del dr. Carlo A. Ciampi, Governatore della Banca d'Italia

al XXXIV Congresso Nazionale del Forex Club Italiano

Bari, 26 ottobre 1991

1. Nei dodici mesi trascorsi dal nostro incontro di Verona, l'evoluzione delle economie industriali e dei mercati monetari e finanziari internazionali è stata profondamente influenzata dai mutamenti prodottisi negli equilibri politici mondiali e dalle aspettative che essi hanno generato.

Con la crisi del Golfo Persico, il rallentamento dell'attività economica nei maggiori paesi industriali, in atto già da due anni con l'eccezione del Giappone e della Germania, si accentuava; nel Nord America e nel Regno Unito assumeva le caratteristiche della recessione. La prospettiva di un conflitto di incerta durata induceva a temere una lunga fase di contrazione produttiva, il riacutizzarsi dell'inflazione e degli squilibri nelle bilance dei pagamenti. Le quotazioni del dollaro riflettevano questi timori più d'ogni altro indicatore; nel febbraio di quest'anno, la moneta americana toccava minimi storici nei confronti delle monete europee. Si rendeva necessaria un'energica azione di sostegno da parte delle banche centrali dei paesi del Gruppo dei Sette.

La rapida conclusione della guerra con l'Iraq dava il via a un'ondata di ottimismo nell'attesa di una pronta e intensa ripresa dell'economia americana. Nonostante l'ampliarsi del differenziale dei tassi di interesse a sfavore degli Stati Uniti, provocato dalle riduzioni del saggio di sconto decise dalla Federal Reserve in febbraio e in aprile, il dollaro si apprezzava rapidamente. Nel periodo febbraio-giugno l'apprezzamento toccava un massimo del 27 per cento nei confronti del marco e dell'11 per cento rispetto allo yen. Si rendeva nuovamente necessaria in luglio un'azione da parte delle banche centrali del Gruppo dei Sette, questa volta per moderare l'ascesa della

moneta americana. La flessione del dollaro che ne seguiva veniva favorita dal rialzo dei tassi ufficiali in Germania a Ferragosto.

Un nuovo brusco moto al rialzo del dollaro sui mercati europei aveva luogo in agosto all'annuncio del tentativo di colpo di Stato nell'Unione Sovietica. In poche ore l'apprezzamento sul marco superava il 4 per cento. L'intervento delle banche centrali ristabiliva condizioni di normalità, rafforzate con il passar delle ore dalla composizione della crisi politica in Unione Sovietica. Nelle settimane successive il dollaro si è stabilizzato, intorno a 1,70 DM e 133 ¥.

Da allora l'andamento del mercato ha riflesso maggiormente le condizioni di fondo delle principali economie e i differenziali dei tassi d'interesse. Gli operatori, a fronte di una sostanziale stazionarietà dei tassi a breve in Germania, si attendono o auspicano ulteriori flessioni dei tassi negli Stati Uniti. Per i titoli a medio e a lungo termine, i differenziali sono a favore degli Stati Uniti nei confronti del Giappone, a loro sfavore nei confronti della Germania. Un rafforzamento del marco appare coerente con l'esigenza di contrastare le spinte inflazionistiche sorte in seguito all'unificazione tedesca; la debolezza dello yen confligge con la rinnovata, forte, crescita dell'avanzo commerciale giapponese, che ha fatto del Giappone il maggiore paese creditore.

In una prospettiva internazionale che sconta nel 1992 una ripresa dell'attività economica e una maggiore convergenza degli andamenti ciclici nelle diverse economie, preoccupa l'elevata quota di risparmio assorbita dai disavanzi dei bilanci pubblici, mentre sul risparmio mondiale grava la domanda di risorse che può provenire dai paesi dell'Est europeo. Come

convenuto nella riunione del Gruppo dei Sette a Bangkok, è essenziale che vengano attuate politiche di bilancio tali da consentire una duratura flessione dei tassi di interesse reali, rispetto ai livelli storicamente elevati ereditati dagli anni ottanta. Se dovesse esserci ritardi o scostamenti nella correzione dei disavanzi pubblici, la competizione per attrarre i flussi di risparmio verso questo o quel paese potrebbe dar luogo a tensioni sui mercati finanziari e dei cambi.

Nei momenti di turbolenza valutaria che abbiamo attraversato nel corso dell'anno si è confermato il ruolo che può svolgere l'azione coordinata delle banche centrali dei principali paesi industriali nell'orientare le scelte degli operatori. Il rapporto dialettico tra banche centrali e operatori si è fatto negli anni più maturo e cooperativo. Se ricordiamo le esperienze del 1985, prima e dopo la riunione del Plaza, o del 1987, dopo l'accordo del Louvre, tornano alla mente immagini di attacchi e contrattacchi, di imboscate e di guerre di trincea: anche allora furono raggiunti i risultati voluti, ma con dispendio di risorse, attraverso prolungate situazioni di tensione, con ripercussioni sui mercati contigui a quelli dei cambi. L'esperienza del 1990-91 mostra che, anche per il progredire verso una configurazione delle relazioni di cambio maggiormente in linea con le condizioni di fondo delle economie, i mercati hanno prontamente recepito i segnali inviati dalle autorità monetarie. Queste ultime hanno potuto talora limitare l'ammontare dei loro interventi, affidandone l'efficacia alla tempestività e al coordinamento dell'azione.

2. Nel contesto internazionale che ho descritto, la politica del cambio in Italia è stata guidata dalla scelta compiuta con l'adesione alla banda stretta del meccanismo di cambio comunitario e dalle regole sancite dagli accordi di Basilea/Nyborg. Gli operatori hanno ritenuto credibile il più serrato vincolo monetario. E' stato così possibile gestire le fasi di moderata tensione nel nostro mercato con una combinazione equilibrata di interventi, di oscillazioni del cambio, di variazioni dei tassi d'interesse a breve.

Alcuni temevano che il passaggio della lira dalla banda allargata a quella stretta sfociasse in una mag-

giore variabilità del cambio o in un più ampio ricorso agli interventi. Così non è stato: la nostra moneta si è pressoché costantemente collocata nella parte alta della banda; la variabilità del cambio lira/marco è rimasta nel 1990 intorno all'1 per cento registrato nell'anno precedente; si è dimezzata nei primi dieci mesi del 1991. Gli interventi lordi (acquisti più vendite), aumentati di circa il 20 per cento nel 1990 e volti soprattutto a impedire che la lira si apprezzasse oltre il margine superiore, si sono ridotti alla metà nei primi nove mesi del 1991. La Banca d'Italia, rispetto a una prassi che la vedeva intervenire quasi quotidianamente sul mercato dei cambi per agevolarne l'ordinato funzionamento, nei primi nove mesi del 1991 ha compiuto interventi solo in 30 giorni su 190.

Nel governo della liquidità interna la Banca d'Italia ha orientato i tassi del mercato monetario in coerenza con il vincolo del cambio e in sintonia con le aspettative circa l'evoluzione dei tassi d'interesse nei principali paesi aderenti al Sistema monetario europeo. Ne è risultata una maggiore variabilità dei rendimenti a breve, in particolare in concomitanza con gli aumenti dei tassi ufficiali decisi dalla Bundesbank nel novembre 1990 e a Ferragosto scorso.

E' importante sottolineare che la maggiore capacità di "autoregolazione" del mercato dei cambi si è manifestata in un periodo di crescita senza precedenti dei flussi lordi intermediati. Nel 1989 il totale dei movimenti di capitali bancari e non bancari, in entrata e in uscita, fu di 580.000 miliardi di lire; nel 1990 esso si è avvicinato al milione di miliardi, importo già superato nei primi nove mesi dell'anno in corso. Da questi flussi lordi deriva una posizione debitoria netta del Paese verso l'estero pari, nello scorso mese di giugno, a 117.000 miliardi, risultante da attività per 463.000 miliardi e passività per 580.000 miliardi.

L'insieme di questi accadimenti, di queste tendenze, dà la misura delle trasformazioni avvenute nel mercato. Dalle nuove statistiche elaborate dall'Ufficio italiano dei cambi emergono un ampliamento delle tesorerie in valuta degli intermediari e una più stretta integrazione tra i comparti in lire e in divise. Il sistema trae vantaggio dalla rimozione dei vincoli sull'operatività in cambi, acquisisce spessore ed efficienza nella gestione valutaria.

Allo sviluppo del mercato dei cambi concorrono le innovazioni nella normativa. Il Testo Unico in materia valutaria del 1988 si era limitato, all'art. 4, ad attribuire alla Banca d'Italia la funzione di determinare la struttura degli intermediari in cambi, dandole la facoltà di autorizzare sia le imprese bancarie sia soggetti non bancari, dalle società finanziarie e di intermediazione ai cambiavalute. La legge valutaria, peraltro, non conteneva indicazioni sulla disciplina del mercato nel nuovo contesto di piena libertà che si sarebbe venuto a instaurare nel maggio del 1990, con il recepimento della direttiva comunitaria sui movimenti di capitale.

La lacuna è stata colmata con la legge n. 1 del 2 gennaio 1991 che, all'art. 21, conferisce al Ministro del tesoro il potere di disciplinare con suo regolamento "il mercato dei cambi e le relative operazioni che vi si svolgono, nonché le forme di vigilanza su detto mercato e le attribuzioni della Banca d'Italia". Si dovrà mirare a un ordinamento che sia coerente con gli impegni assunti in sede comunitaria e che in particolare disciplini, d'intesa con la Consob, quel comparto di strumenti innovativi il cui sviluppo in Italia è stato ostacolato dalla lunga stagione delle restrizioni valutarie.

In questo contesto si valuterà anche l'opportunità di riformare le attuali procedure del *fixing* delle valute. La funzione del *fixing*, come momento per consentire alle banche di rispettare gli obblighi di pareggiamento delle posizioni in cambi imposti dalle restrizioni valutarie, è venuta meno. Nella riforma, che terrà conto delle esperienze di alcuni paesi europei, l'esigenza della clientela di disporre dei necessari punti di riferimento per la propria operatività dovrà conciliarsi con l'obiettivo di maggiore efficienza del mercato. Sarà prezioso l'apporto di esperienza e di professionalità dei cambisti.

La Banca d'Italia intende ampliare il novero degli intermediari abilitati a operare in cambi, finora limitato ad aziende di credito e cambiavalute. La facoltà sarà estesa alle società di intermediazione mobiliare, disciplinate dalla legge n. 1 del 1991, e alle società finanziarie iscritte nell'elenco speciale di cui all'art. 7 della legge n. 197 del 5 luglio 1991. L'esercizio del potere autorizzatorio implica che l'intermediario abi-

litato sia sottoposto a controllo da parte dell'ente - la Banca d'Italia - che ha la responsabilità del suo accesso al mercato. Operando lungo le linee indicate, si mira ad arricchire il mercato di professionalità, a introdurre stimoli nuovi alla concorrenza, a garantire uniformità di regolamentazione e di controllo.

3. L'adesione alla banda stretta e la liberalizzazione dei movimenti di capitale sono parte essenziale della scelta che il Paese ha fatto di partecipare al progetto di unificazione economica e monetaria dell'Europa. Già oggi i benefici di quelle decisioni si estendono oltre il mercato valutario.

Il rinnovamento e l'ampliamento delle istituzioni e dei mercati finanziari hanno ricevuto impulso. La capacità operativa e l'efficacia della politica monetaria si sono accresciute grazie alla maggiore funzionalità dei mercati. La fiducia nella saldezza della lira si è rafforzata, riflettendosi positivamente sul differenziale dei nostri tassi di interesse rispetto a quelli delle altre principali economie della Comunità. La stabilità del cambio ha moderato l'inflazione, contrastandone le componenti interne.

Ma l'obiettivo di integrazione nell'Europa che il nostro paese si è dato richiede - lo ricordammo lo scorso anno - corrispondenza fra governo della moneta e del cambio e governo dell'economia. Affinché il tasso di inflazione converga verso quelli dei nostri principali concorrenti comunitari, è necessario che alla stabilità del cambio si affianchi una capacità nuova delle parti sociali di esprimere insieme finalità e regole di comportamento, nel rispetto dell'autonomia di funzioni e di responsabilità di ciascuna di esse. Per comprimere il differenziale dei tassi di interesse, per recuperare la leva fiscale a fini ciclici, per rispettare gli impegni assunti per l'Unione economica e monetaria, occorre una politica di bilancio che consegua un riequilibrio duraturo della finanza pubblica. L'assenza della prima politica e i ritardi con cui procede la seconda hanno già avuto, hanno, costi elevati.

L'urgenza della svolta nella conduzione dell'economia è manifesta nel livello assoluto e relativo della nostra inflazione. Il tasso di crescita dei prezzi al consumo oscilla da quattro anni fra il 5 e il 7 per cento; il differenziale, rispetto agli altri paesi che aderiscono

alla banda stretta del cambio nello SME, è attestato attorno a 3 punti percentuali.

Questo scarto racchiude in sé l'efficacia e i limiti della politica del cambio: efficace nell'impedire che il divario di inflazione torni ad aprirsi; insufficiente a ridurlo.

Sulla base di una simulazione econometrica, se dalla primavera del 1988, quando la politica monetaria si volse a preparare la liberalizzazione dei movimenti di capitale, il cambio nominale fosse disceso tanto da mantenere invariato il cambio reale nei confronti dei principali paesi nostri concorrenti, nel triennio successivo l'inflazione al consumo, spinta dalle componenti interne, sarebbe stata in media superiore di 3-4 punti percentuali al livello storicamente osservato: oggi, si aggirerebbe intorno al 10 per cento. Sarebbero stati vanificati molti dei progressi compiuti nella prima parte degli anni ottanta. Questo rischio è stato scongiurato, ma si è dovuto accettare il costo del deterioramento della competitività di prezzo del nostro sistema produttivo: di giorno in giorno quel costo si aggrava.

Fra la metà del 1988 e il luglio del 1991, il tasso di cambio reale, misurato sui prezzi alla produzione dell'industria, si è rivalutato del 7,1 per cento nei confronti dei paesi europei aderenti alla banda stretta, del 7,5 per cento nei confronti del complesso dei principali paesi industriali.

Mentre la nostra quota sul commercio mondiale, misurata a prezzi costanti, ristagna attorno ai livelli più bassi dell'ultimo decennio, la penetrazione dei prodotti esteri nel nostro mercato si fa più profonda. In rapporto alla domanda interna, la quantità di manufatti importati è salita nel biennio 1989-1990 al 29 per cento rispetto al livello medio del 25 per cento nel periodo 1984-88. In termini monetari, gli effetti di questi andamenti delle importazioni e delle esportazioni di merci in quantità sono stati compensati dalle ragioni di scambio: fra il primo semestre del 1989 e il primo semestre dell'anno in corso, queste hanno registrato un miglioramento del 6,8 per cento, dovuto alla saldezza della lira, alla caduta dei corsi delle materie prime non energetiche, alla flessione del dollaro.

Il sostanziale pareggio che la bilancia commerciale presenta da alcuni anni non è un risultato sufficiente; occorre un suo avanzo per compensare il disavanzo crescente dei redditi da capitale, pari nel 1990 all'1,2 per cento del prodotto interno lordo. Concorrono ad accrescere questo disavanzo l'aumento del debito netto del Paese verso l'estero e la stessa rapida espansione delle attività e delle passività sull'estero, data l'esistenza di uno scarto a nostro sfavore fra costo delle passività e rendimento delle attività. In ogni azienda il ricorso al finanziamento esterno richiede scelte di impiego delle risorse acquisite tali da procurare un rendimento sufficiente a servire il debito contratto; così, nell'intera economia, all'accensione di una posizione debitoria netta sull'estero devono corrispondere investimenti che, nel medio periodo, si traducano in un'espansione delle quantità nette esportate pari almeno al reddito dei capitali presi a prestito. Anche nel mancato conseguimento di questo risultato possiamo leggere le difficoltà del nostro sistema economico.

Il peggioramento della competitività negli ultimi tre anni è stato contenuto dalla politica di prezzo delle imprese industriali. Esse hanno dovuto accettare una riduzione dei margini di profitto. Nel complesso delle imprese industriali con oltre 20 addetti, nel 1988, anno ultimo disponibile della rilevazione Istat, la quota dei profitti lordi sul valore aggiunto aveva toccato un livello elevato: il 39 per cento, contro il 30 per cento nel 1980 e il 27 per cento a metà degli anni settanta. Vi avevano contribuito, nella prima parte del decennio scorso, la ristrutturazione produttiva e, nel 1986, i benefici del contro-*shock* petrolifero.

Da allora, i margini si sono ristretti, dapprima moderatamente, in misura più rilevante da quando l'attività economica ha cominciato a ristagnare. Limitatamente alle principali aziende industriali di media e grande dimensione, rilevate da Mediobanca, la quota dei profitti sul valore aggiunto è scesa nel 1990 di 4-5 punti percentuali rispetto al 1988.

Nel trimestre finale del 1990 e nel primo dell'anno in corso, il divario fra andamento dei costi unitari variabili e quello dei prezzi di produzione si è fortemente allargato. Sospinti dal temporaneo balzo delle quotazioni petrolifere e da un'accelerazione del costo del lavoro, legata anche alla concentrazione tempora-

le dei rinnovi contrattuali, i costi unitari sono aumentati di oltre il 10 per cento in ragione annua; la crescita dei prezzi dell'*output*, pure in accelerazione, è stata del 4,5 per cento, sempre in ragione annua. Nei mesi successivi, in presenza di una decelerazione dei costi unitari, il divario si è ridotto; resta elevato.

Se, per l'incapacità di frenare la rincorsa salari-prezzi, la dinamica del costo del lavoro per unità di prodotto dovesse continuare a eccedere quella dei nostri principali concorrenti, le imprese industriali si troverebbero strette fra l'alternativa di un'ulteriore flessione della redditività e quella di una perdita di quote di mercato. Nel primo caso, la stessa convenienza a investire nel nostro paese ne sarebbe compromessa. Nel secondo, lo spiazzamento dell'industria nazionale avverrebbe direttamente nel mercato dei prodotti. In entrambi i casi, si avrebbero riflessi gravi sul tasso di sviluppo dell'economia, sull'occupazione.

Notevoli stanno divenendo i rischi anche per le imprese terziarie. Quelle esposte in modo crescente alla concorrenza internazionale, dal turismo alle telecomunicazioni, ai servizi finanziari, risentono anch'esse di una dinamica dei costi e dei prezzi largamente superiore a quella dei concorrenti: recuperi di efficienza e miglioramenti della qualità del prodotto sono necessari, ma non sufficienti per garantire nel tempo la competitività. Più in generale, larga parte delle imprese di servizi dipendono, sia nella crescita della domanda sia nella capacità di innovare, dallo sviluppo del settore industriale: un rallentamento di quest'ultimo si diffonde rapidamente all'intero sistema economico.

Le preoccupazioni che ho espresso non si riferiscono a pericoli più o meno lontani; investono l'oggi.

Gli organismi internazionali di previsione valutano che nel 1992 l'attesa ripresa dell'economia mondiale abbia luogo; sussistono tuttavia incertezze, richiamate anche nelle recenti riunioni di Bangkok. In Italia i segnali paiono più timidi e contraddittori che altrove. Discesa del 3,5 per cento fra la fine del 1989 e la fine dello scorso anno, la produzione industriale è diminuita ancora nei primi dieci mesi di quest'anno; gli accenni di risveglio della domanda interna non sono tali da prefigurare un'inversione della tendenza,

soprattutto non provengono dal settore dei beni di investimento.

Affinché l'occasione della ripresa internazionale possa essere colta dalla nostra economia e possa avviarsi, anche sulla base di stimoli interni, un nuovo ciclo di investimenti, occorre che nel Paese prevalga la fiducia nell'azione di risanamento economico, che nelle imprese torni la convinzione di poter essere competitive.

Gli anni di permanenza nello SME e la partecipazione al processo di costruzione dell'Unione economica e monetaria hanno consolidato il convincimento che il durevole ricupero della competitività della nostra economia debba essere fondato su trasformazioni strutturali, non su illusorie correzioni del cambio. Questa consapevolezza va tradotta in comportamenti.

All'erosione dello zoccolo duro dell'inflazione dovrà contribuire una politica attiva per la concorrenza nel settore terziario. La rimozione di barriere all'entrata e di protezioni antiche, ormai immotivate, favorirà l'innovazione, la produttività, la riduzione dei costi. Servizi sociali più efficienti e qualificati, nel trasporto pubblico, nell'istruzione, nell'assistenza sanitaria e agli anziani saranno di per sé fonte di maggiore benessere; contribuiranno a moderare la dinamica retributiva, ad accrescere la competitività degli altri settori dell'economia. E' un'azione che occorre intraprendere con impegno e tenacia, perché in questo campo maggiore è il nostro ritardo, graduale l'esplicarsi degli effetti.

Ma nella lotta all'inflazione urgono risultati; ciò rende pressante il ricorso alla politica dei redditi. Come in altri paesi, spetta al settore pubblico di dare il segnale. Nella legge finanziaria sottoposta al Parlamento è stata fissata una norma di predeterminazione: le retribuzioni unitarie dei dipendenti pubblici potranno crescere nel 1992 nella misura massima del 4,5 per cento, pari al tasso di inflazione stabilito come obiettivo. Sostituire, quale parametro di riferimento in ogni meccanismo di adeguamento dei redditi ai prezzi, il tasso programmato di inflazione a quello effettivo, costituisce la via più sicura a che l'obiettivo venga raggiunto. Occorre che le organizzazioni dei lavoratori e degli imprenditori si diano un sistema di contrattazione in cui la tutela del potere di acquisto delle retribuzioni non passi più attraverso una spirale

inflazionistica. Il mantenimento del potere di acquisto del lavoro dipendente non deve avvenire al costo del sottoutilizzo del potenziale di sviluppo del Paese, a scapito della creazione di posti di lavoro.

All'abbassamento d'inflazione porteranno il loro contributo la stabilità della lira nello SME e una politica monetaria coerente con tale impegno. L'obiettivo di crescita dell'aggregato monetario M2 è stato fissato per il 1992 tra il 5 e 7 per cento. Se le pressioni inflazionistiche dovessero essere più forti del previsto, il rispetto del limite superiore stabilito per la crescita della moneta agirà nel senso di moderarle.

4. L'altra direttrice di un'azione di politica economica, coerente con le scelte monetarie e del cambio, è rappresentata da un deciso, visibile, avanzamento nel riequilibrio dei conti pubblici.

Alcuni passi sono stati compiuti. Il rapporto fra fabbisogno e prodotto interno, dalla punta del 13,9 per cento del 1983 è disceso al 10,7 per cento nel 1990; nell'anno in corso dovrebbe superare di poco il 10 per cento. Il disavanzo primario è stato ridotto considerevolmente; nel 1991 dovrebbe essere azzerato.

Il progresso è stato tuttavia inferiore a quanto previsto nei programmi governativi, i quali più volte hanno dovuto essere aggiornati. Si è mancato l'obiettivo di arrestare la crescita del peso del debito entro l'inizio del decennio in corso. Nodi strutturali, chiaramente individuati, non sono stati affrontati.

Due sono le conseguenze negative:

- non si è ridotto il fabbisogno tendenziale, sicché di anno in anno la divergenza fra questo e il fabbisogno programmato diviene più ampia e si fa più difficile e affannoso il ricorso a provvedimenti di emergenza;
- il progressivo accumulo del debito, che alla fine del 1991 risulterà pari al 102 per cento del prodotto interno lordo, provoca l'aumento del carico degli interessi.

Nel Documento di programmazione economico-finanziaria dello scorso mese di maggio, il Gover-

no si è dato l'obiettivo di arrestare la crescita del peso del debito entro il 1993. A tal fine, ha indicato un programma di interventi sulle spese, sulle entrate e sull'assetto proprietario delle imprese pubbliche volto a migliorare progressivamente il saldo primario. Per il 1992, con riferimento al settore statale, il Governo si è proposto di contenere il fabbisogno entro 128.000 miliardi e di conseguire un avanzo primario di 25.000 miliardi.

Per raggiungere questi obiettivi, con la Legge finanziaria e con i provvedimenti di accompagnamento, presentati al Parlamento alla fine di settembre, è stata definita, movendo da un fabbisogno tendenziale di 183.300 miliardi, una manovra dell'ordine di 55.500 miliardi. Quantitativamente, la manovra è rilevante; qualitativamente, la sua composizione non risponde appieno alle linee indicate nel Documento di programmazione economico-finanziaria, dove erano prevalenti i provvedimenti volti a incidere in modo durevole sulla tendenza delle entrate e, soprattutto, su quella delle spese.

Il contenimento del fabbisogno viene affidato per una parte ragguardevole, 28.000 miliardi, a misure aventi effetti temporanei: il condono tributario, la rivalutazione obbligatoria dei beni aziendali, le dimissioni di cespiti patrimoniali. Gli interventi sulle entrate superano quelli riguardanti le spese; per il settore pubblico, i primi sono pari a 24.800 miliardi, i secondi a 17.800. Infine, alcuni provvedimenti potrebbero risultare di entità inferiore all'atteso.

Per quanto il contenimento del fabbisogno del settore statale del 1992 entro 128.000 miliardi rappresenti una tappa importante e indispensabile del percorso di risanamento, le misure prese non possono quindi dirsi risolutive. Permane l'urgenza di interventi di maggiore incisività; quelli stessi delineati nel Documento di programmazione per i settori della previdenza, della sanità, della finanza locale, per il rapporto di pubblico impiego.

Per il superamento degli squilibri della finanza pubblica l'Italia ha scelto una strategia di rientro graduale, che attenui gli effetti delle politiche correttive sull'attività economica. Per avere successo, questa strategia deve fondarsi su un impegno severo e prolungato. Esige la determinazione a respingere le pressioni volte ad accrescere le spese o a ottenere benefici

fiscali. Esige, ancora, che ogni deviazione dal percorso prefissato trovi pronta compensazione in nuovi provvedimenti. Richiede infine che, all'esaurirsi dei loro effetti, le misure temporanee siano sostituite da interventi atti a modificare stabilmente la dinamica delle entrate e, soprattutto, quella delle spese.

Se nella via del risanamento graduale dei conti pubblici mancasse il rispetto puntuale delle condizioni anzidette, a ogni passaggio l'azione rischierebbe di perdere credibilità, di farsi più ardua; al limite, di rendere ineluttabile il ricorso a una strategia d'urto, quale quella attuata con successo da altri paesi, nella stessa CEE dall'Irlanda.

L'attuale quadro macroeconomico, meno positivo di quello della seconda metà degli anni ottanta, non impedisce di proseguire con decisione nell'azione di riequilibrio. Le misure correttive possono rallentare nel breve periodo, non arrestano, la crescita economica. E' un costo pur sempre inferiore a quello che graverebbe sullo stesso sviluppo in conseguenza dello spreco di risparmio e della sfiducia derivanti dal non affrontare con decisione lo squilibrio dei conti pubblici. Ogni ritardo rende più oneroso il risanamento; l'avanzo primario necessario per stabilizzare prima e ridurre poi il peso del debito cresce in relazione alle dimensioni del debito stesso e agli effetti che queste esercitano sul livello dei tassi di interesse.

5. Sono alla conclusione di questo intervento. Per Voi, per noi, che operiamo quotidianamente sui mercati valutari, che ci confrontiamo di continuo con la concorrenza estera, l'anno trascorso non è stato privo di progressi.

Sono quasi due anni da quando il nostro Paese ha aderito alla banda stretta dello SME, oltre un anno dall'abolizione di ogni residua limitazione ai movimenti dei capitali. Alla prova dei fatti, quelle scelte non si sono rivelate avventate; esse, anzi, hanno aperto nuove prospettive di avanzamento economico, hanno accresciuto il prestigio del Paese nelle sedi internazionali. Le nostre strutture operative hanno dimostrato di saper convivere in un mercato aperto al confronto.

Ma non sono tempi da indulgere al compiacimento; è giusto, doveroso richiamare quegli eventi per rafforzare la fiducia in noi stessi, nella nostra capacità di risolvere i difficili problemi che abbiamo di fronte.

Questi problemi si traducono in due finalità precise:

- trarre la nostra economia dalle secche della bassa congiuntura;
- non mancare all'appuntamento europeo, non indebolire la nostra posizione negoziale in questa fase fondamentale della costruzione comunitaria.

Due finalità, diverse nell'enunciazione e nello stesso contenuto economico, di più breve periodo l'una, di ben più duratura rilevanza la seconda; le accomuna l'urgenza di eliminare gli elementi che minano la capacità della nostra economia di competere e di incamminarsi con sicurezza lungo la via di una crescita stabile.

Nella mia esposizione ho messo in evidenza le tendenze di fondo di origine interna che spingono verso l'alto l'inflazione; ho analizzato a quali costi è stato sinora possibile attenuarne gli effetti.

L'inflazione stenta a riportarsi sui ritmi precedenti la crisi del Golfo Persico. Perché si affermi un deciso movimento alla discesa sono necessari comportamenti coerenti da parte di tutti gli operatori; occorre una effettiva politica dei redditi. Solo per questa via, di anno in anno, il tasso effettivo di inflazione potrà coincidere con quello programmato: se vi riusciremo, sarà un successo da cui tutti trarremo vantaggio; in caso contrario, il danno sarà parimenti comune.

La ripresa economica internazionale sta delineandosi, partendo dai paesi che più hanno subito la fase recessiva. Perché la nostra economia possa inserirsi, occorre che si consolidi e si acceleri la riduzione dell'inflazione, che si sgretolino i fattori interni che la sostengono. Solo così la necessaria saldezza della lira entro la banda stretta dello SME potrà operare come punto di forza su cui poggiare una nuova fase di espansione; potrà combinarsi, nei suoi effetti positivi, con una più decisa flessione dei nostri tassi di interesse verso i livelli prevalenti negli altri paesi europei. La nostra economia ha bisogno di un nuovo ciclo di inve-

stimenti per ammodernare, rafforzare l'apparato produttivo, per creare nuovi posti di lavoro.

Ho trattato spesso, anche oggi con Voi, della grave e difficile condizione della finanza pubblica. Il disegno della legge finanziaria è oggetto di un acceso dibattito. La Banca d'Italia, richiesta dal Parlamento di esprimere il suo avviso, ha manifestato consenso sull'obiettivo quantitativo di fabbisogno annuo per il 1992; ha segnalato i limiti qualitativi degli interventi volti a correggere le tendenze di fondo, soprattutto dal lato della spesa. Per essere costruttivo e non disgregatore, quel dibattito deve tradursi nel rafforzamento del contenuto della legge finanziaria, non nel suo svuotamento. La legge finanziaria è parte essenziale del programma di convergenza che il Governo italiano ha presentato alla Commissione CEE nel quadro della procedura di sorveglianza multilaterale istituita per far avanzare la realizzazione nell'Unione economica e monetaria. Quel programma sarà discusso a Bruxelles nelle prossime settimane.

Abbattimento dell'inflazione, risanamento della finanza pubblica richiedono, certo, sacrifici, ma non tali, se affrontati con risolutezza, da intaccare il tenore di vita della comunità italiana. Altri paesi, con minori

potenzialità della nostra, ci sono riusciti. Occorre un atto di volontà collettivo.

Non si tratta solo di soddisfare le condizioni, principalmente monetarie e finanziarie, che in sede comunitaria verranno concordate per partecipare all'integrazione europea, ma di saper cogliere le opportunità che l'integrazione dischiude, di scongiurare i pericoli che pure in essa si configurano. L'intero sistema produttivo deve porsi in grado di competere con concorrenti agguerriti. Altrimenti, nell'area comunitaria integrata, una parte crescente della nostra domanda, per consumi e per investimenti, sarà attratta dalle economie più efficienti. La disoccupazione diverrebbe da noi male endemico.

Non condivisi agli inizi degli anni ottanta, in una situazione per più aspetti drammatica, la tesi della fatalità di una crisi, seguita da una miracolosa catarsi. Non la condivido oggi nelle presenti pur difficili condizioni della nostra economia. Il Paese seppe allora reagire, riuscì a esprimere l'atto di volontà; senza traumi, con tenacia, furono create le condizioni per un lungo periodo di espansione economica, per accrescere l'importanza, il peso del Paese nella comunità internazionale. La sola ambizione dell'Istituto che rappresento è quella di contribuire, anche questa volta, come allora, a che ciò avvenga.

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 (*variazioni*)
 - » a22 bis Base monetaria (*consistenze*)
 - » a23 — Base monetaria e operazioni della Banca d'Italia: medie di dati giornalieri
 - » a24 — Operazioni in titoli di Stato di BI-UIC
 - » a25 — Aste dei Buoni ordinari del Tesoro
 - » a26 — Acquisti pronti contro termine da parte della Banca d'Italia
 - » a27 — Finanziamento delle sottoscrizioni alle aste dei BOT da parte della Banca d'Italia
 - » a28 — Vendite pronti contro termine da parte della Banca d'Italia
 - » a29 — Tassi d'interesse
 - » a30 — Tassi d'interesse bancari a breve termine
 - » a31 — Principali voci di situazione delle aziende di credito
 - » a32 — Principali voci di situazione degli istituti di credito speciale
 - » a33 — Impieghi per branche di attività economica
 - » a34 — Fondi comuni mobiliari di diritto italiano: portafoglio titoli e patrimonio netto
 - » a35 — Emissioni nette di valori mobiliari
 - » a36 — Condizioni di emissione di BTP, CTE, CTO e CCT
 - » a37 — Mercato mobiliare: rendimenti attesi e indici di capitalizzazione
 - » a38 — Attività liquide del settore non statale
 - » a39 — Attività finanziarie del settore non statale e loro contropartite
 - » a40 — 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	5,1	2,1	1,9	3,6	2,6	4,8
1986	2,7	2,7	2,2	2,5	4,0	2,9	3,3
1987	3,4	4,3	1,4	2,2	4,6	3,1	4,2
1988	4,5	6,3	3,5	4,2	4,2	4,1	4,7
1989	2,5	4,7	3,8	3,9	2,3	3,0	2,5
1990	1,0	5,7	4,7	2,8	0,9	2,0	0,5
1990 - I trim	0,4	1,6	2,4	1,2	0,5	0,8	0,6
II "	0,1	1,4	0,3	..	0,9	-0,3	-0,2
III "	0,4	1,1	1,8	0,8	-1,4	0,6	-0,3
IV "	-0,4	0,6	0,6	-0,1	-1,2	0,2	-1,2
1991 - I trim	-0,7	2,7	2,4	0,2	-0,6	0,2	-1,2
II "	-0,1	0,5	-0,6	0,8	-0,5	0,3	1,2
Deflatore del prodotto lordo (variazioni percentuali sul periodo precedente; dati destagionalizzati)							
1985	3,0	1,6	2,1	5,8	5,8	8,9	2,6
1986	2,6	1,8	3,3	5,2	3,5	7,9	2,4
1987	3,1	..	1,9	3,0	5,0	6,0	4,7
1988	3,3	0,3	1,5	3,0	6,5	6,6	4,8
1989	4,1	1,9	2,6	3,1	6,9	6,0	4,7
1990	4,1	1,9	3,4	2,8	6,8	7,5	3,0
1990 - I trim	1,2	-0,1	1,0	-0,2	2,2	....	0,5
II "	1,2	0,7	0,9	1,4	1,2	....	0,8
III "	0,9	-0,1	1,1	0,1	2,5	....	0,7
IV "	0,6	1,1	0,3	0,8	1,3	....	0,8
1991 - I trim	1,3	0,5	1,0	0,9	0,7	....	1,3
II "	1,1	0,3	2,2	0,5	3,2	....	0,4
Saldo delle partite correnti (miliardi di dollari; dati destagionalizzati)							
1985	-122,3	49,2	17,1	-0,2	3,8	-3,5	-2,3
1986	-145,4	85,5	40,3	1,8	-0,1	2,5	-8,2
1987	-162,3	86,9	45,8	-5,1	-7,4	-1,1	-8,8
1988	-127,4	78,8	50,4	-4,7	-27,4	-5,7	-11,3
1989	-106,3	57,7	57,4	-4,6	-32,5	-10,6	-17,5
1990	-92,1	35,8	47,1	-8,4	-23,8	-14,4	-18,9
1990 - I trim	-22,7	14,4	17,3	-0,3	-8,6	-4,4	-5,3
II "	-22,2	7,9	11,5	-2,9	-8,5	-3,7	-4,6
III "	-23,9	7,0	12,8	-3,7	-3,6	-2,5	-4,3
IV "	-23,4	6,4	5,5	-1,4	-3,2	-3,7	-4,6
1991 - I trim	10,2	17,8	-6,9	-2,9	-4,9	-1,5	-4,8
II "	(3,0)	18,8	-5,8	(-1,6)	-1,6	-5,8	-4,8

Produzione industriale

(variazioni percentuali sul periodo precedente; dati destagionalizzati)

PERIODO	Stati Uniti	Giappone	Germania	Francia	Regno Unito	Italia	Canada
1985	1,7	3,7	4,9	0,7	5,5	1,2	5,6
1986	1,0	-0,2	1,9	1,1	2,3	3,6	-0,8
1987	4,9	3,4	0,4	1,9	3,3	3,9	4,9
1988	5,4	9,3	3,6	4,1	3,7	6,0	5,5
1989	2,6	6,0	4,8	3,7	0,2	3,1	-0,1
1990	1,0	4,7	5,2	1,1	-0,6	0,1	-4,3
1989 - III trim	-0,3	0,2	2,1	0,2	1,3	1,4	-1,4
IV "	0,1	0,7	0,6	-0,2	-0,1	1,6	-0,3
1990 - I trim	0,2	0,8	1,5	-0,5	-0,5	-1,3	-1,9
II "	1,0	2,2	0,1	1,4	1,9	..	-0,4
III "	1,0	2,2	3,3	1,5	-3,0	-0,1	-0,9
IV "	-1,9	1,4	0,3	-2,6	-1,8	-2,2	-3,3
1991 - I trim	-2,5	0,2	1,7	0,2	-0,3	0,7	-2,2
II "	0,5	-0,6	0,1	1,1	-1,2	-0,6	1,3
III "	(1,3)	....	....	....	....	....	....
1990 - Set.	0,1	-0,5	0,9	-1,6	-0,2	-0,4	-1,7
Ott.	-0,7	2,6	-0,2	0,3	0,1	-1,4	-0,1
Nov.	-1,5	-1,0	-0,3	-1,8	-1,7	-0,9	-1,9
Dic.	-1,0	-0,4	-0,3	-2,0	-0,6	-0,4	-1,1
1991 - Gen.	-0,6	1,6	2,5	3,8	-0,5	2,5	0,0
Feb.	-0,8	-0,1	-0,7	-0,8	1,7	-2,0	-1,1
Mar.	-0,7	-2,1	0,1	-2,8	0,0	0,4	-0,4
Apr.	0,5	0,2	-0,6	3,5	-2,4	-2,3	1,3
Mag.	0,8	2,2	-0,7	-0,2	-0,4	2,0	0,8
Giu.	0,6	-2,5	4,0	0,0	3,0	2,5	0,4
Lug.	0,6	2,9	-1,4	(0,2)	(0,1)	-3,7	(0,5)
Ago.	(0,0)	(-2,1)	(-1,2)	(0,8)	(-1,5)	....	....
Set.	(0,1)	....	....	....	....	....	....

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	6,1	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	6,5	4,8
1989 - III trim	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	9,7	6,1	4,6
III "	5,6	2,7	2,7	3,4	10,4	6,5	4,2
IV "	6,2	3,9	3,0	3,6	10,0	6,7	4,9
1991 - I trim	5,3	4,2	2,7	3,4	8,7	6,4	6,5
II "	4,9	3,6	3,1	3,2	6,0	6,6	6,3
III "	(3,9)	....	(4,1)	(3,0)	(4,8)	....	(5,7)
1990 - Set.	6,2	3,0	3,0	3,8	10,9	6,7	4,2
Ott.	6,3	3,5	3,3	4,0	11,0	6,8	4,7
Nov.	6,3	4,2	3,0	3,6	9,7	6,8	5,0
Dic.	6,1	3,9	2,8	3,3	9,4	6,6	5,0
1991 - Gen.	5,7	4,6	2,8	3,5	8,9	6,3	6,9
Feb.	5,3	3,9	2,7	3,5	8,9	6,4	6,2
Mar.	4,9	4,0	2,5	3,2	8,2	6,6	6,3
Apr.	4,9	3,6	2,8	3,2	6,3	6,6	6,3
Mag.	5,0	3,5	3,0	3,2	5,8	6,7	6,2
Giu.	4,6	3,7	3,5	3,3	5,8	6,6	6,3
Lug.	4,5	3,7	4,4	3,4	5,5	....	5,9
Ago.	3,8	(3,3)	4,1	3,0	4,7	....	5,8
Set.	(3,4)	....	(3,9)	(2,6)	(4,1)	....	(5,4)

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	3,6	2,1	0,6	-1,2	5,9	4,1	0,3
1989-III trim	4,1	3,1	4,8	4,5	5,1	5,5	1,5
IV "	4,0	3,7	4,0	0,9	5,2	5,8	0,2
1990-I trim	3,2	3,7	0,8	-1,7	5,4	4,9	-0,4
II "	1,3	1,8	-0,2	-2,3	6,3	3,7	-0,4
III "	3,6	0,9	0,8	-1,4	6,0	4,0	0,1
IV "	6,2	1,9	0,8	0,7	5,9	4,0	1,9
1991-I trim	2,6	1,6	1,7	0,7	6,3	4,2	1,2
II "	1,7	0,4	1,4	....	6,0	3,9	-0,6
III "	(-0,2)	..	(1,8)	....	....	....	....
1990-Set.	5,3	0,9	0,5	....	5,8	4,4	0,9
Ott.	7,0	1,5	1,3	....	5,9	4,2	1,5
Nov.	6,5	2,0	0,8	....	5,9	4,0	2,0
Dic.	5,1	2,2	0,3	....	5,9	3,7	2,4
1991-Gen.	3,6	2,1	1,6	....	6,3	4,2	2,3
Feb.	2,4	1,6	2,6	....	6,3	4,2	1,0
Mar.	1,7	1,0	1,1	....	6,3	4,2	0,5
Apr.	1,7	0,1	0,9	....	6,2	4,0	0,0
Mag.	1,6	0,6	1,3	....	6,0	3,8	-0,9
Giu.	1,7	0,6	1,9	....	5,8	3,8	-0,8
Lug.	1,3	0,4	3,1	....	5,9	....	-0,8
Ago.	(-0,2)	(0,1)	(1,3)	....	....	....	....
Set.	(-1,7)	(-0,4)	(1,0)	....	....	....	....

Tassi di interesse sui mercati monetari

(valori percentuali)

PERIODO	Stati Uniti	Giappone	Germania	Francia	Regno Unito	Italia	Canada
Tassi ufficiali di riferimento (dati di fine periodo)							
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 - 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
Feb.	6,00	6,00	6,50	9,25	13,00	12,50	10,02
Mar.	6,00	6,00	6,50	9,00	12,50	12,50	9,92
Apr.	5,50	6,00	6,50	9,00	12,00	12,50	9,66
Mag.	5,50	6,00	6,50	9,00	11,50	11,50	9,07
Giu.	5,50	6,00	6,50	9,00	11,50	11,50	8,91
Lug.	5,50	5,50	6,50	9,00	11,00	11,50	8,94
Ago.	5,50	5,50	7,50	9,00	11,00	11,50	8,80
Set.	5,00	5,50	7,50	9,00	10,50	11,50	8,68
Tassi di mercato monetario (dati medi nel periodo)							
1987	5,78	3,86	3,99	8,27	9,72	9,75	8,41
1988	6,67	4,05	4,28	7,94	10,34	9,58	10,94
1989	8,11	5,33	7,07	9,40	13,89	10,85	12,22
1990	7,49	7,59	8,43	10,32	14,77	10,67	11,47
1990 - Set.	7,36	8,27	8,41	10,35	14,92	10,37	12,40
Ott.	7,17	8,01	8,54	10,04	14,03	10,21	12,36
Nov.	7,06	8,17	8,81	10,00	13,64	10,61	12,01
Dic.	6,74	8,14	9,11	10,27	13,81	11,64	11,47
1991 - Gen.	6,22	8,04	9,27	10,28	13,98	11,38	10,48
Feb.	5,94	7,99	9,01	9,79	13,26	11,43	9,72
Mar.	5,90	8,08	9,02	9,43	12,40	10,98	9,67
Apr.	5,65	7,95	9,12	9,35	11,95	10,67	9,24
Mag.	5,46	7,79	9,00	9,23	11,53	10,23	8,81
Giu.	5,57	7,76	8,99	9,71	11,24	10,19	8,65
Lug.	5,58	7,40	9,10	9,59	11,10	10,68	8,66
Ago.	5,33	7,34	9,25	9,60	10,90	11,16	8,53
Set.	5,22	6,83	9,22	9,43	10,29	10,77	8,34

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	4,53	5,84	9,43	9,48	10,58	10,34
1988	8,84	4,68	6,11	9,06	9,36	10,54	10,36
1989	8,50	5,25	7,03	8,79	9,58	11,61	9,69
1990	8,55	7,38	8,85	9,96	11,08	11,87	10,51
1990 - Set.	8,89	8,43	9,10	10,52	11,32	11,60	11,54
Ott.	8,72	7,98	9,10	10,39	11,12	11,58	11,15
Nov.	8,39	7,66	9,00	10,24	10,94	11,69	10,70
Dic.	8,08	7,14	9,00	9,93	10,42	11,96	10,51
1991 - Gen.	8,09	6,85	9,10	9,79	10,22	12,04	10,22
Feb.	7,85	6,44	8,60	9,18	9,89	12,00	9,89
Mar.	8,11	6,61	8,50	9,06	10,06	11,69	9,88
Apr.	8,04	6,69	8,50	8,92	9,99	11,34	9,91
Mag.	8,07	6,64	8,50	8,88	10,15	10,99	9,91
Giu.	8,28	6,80	8,50	9,15	10,37	11,06	10,36
Lug.	8,27	6,72	8,79	9,20	10,05	11,33	10,17
Ago.	7,90	6,48	8,77	(9,08)	(9,86)	11,41	9,97
Set.	7,65	6,14	8,65	(8,87)	(9,52)	11,24	9,59
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	699,73	337,38	675,47	820,88	1.008,71	342,11
1990 - Set.	370,33	582,45	297,90	594,84	757,75	916,36	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	327,29
Feb.	425,33	601,26	297,04	601,67	822,86	845,83	346,24
Mar.	437,10	632,39	304,76	650,94	894,67	901,90	349,57
Apr.	445,80	638,90	312,40	663,20	914,50	919,49	346,88
Mag.	443,90	629,40	319,10	662,80	904,30	905,42	354,61
Giu.	444,16	606,72	328,12	662,38	900,58	937,11	346,58
Lug.	446,40	580,90	314,10	636,00	907,90	882,90	353,96
Ago.	457,20	564,50	311,30	644,30	935,60	865,20	351,79
Set.	454,60	571,30	311,90	672,80	951,20	846,30	....

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 - 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
Feb.	6,59	7,89	8,92	13,19	12,17	6,79	7,32	9,03	12,14	12,03
Mar.	6,46	8,02	8,98	12,34	11,86	6,94	7,35	9,03	11,55	11,82
Apr.	6,10	7,81	9,05	11,88	11,39	6,69	7,41	9,25	11,31	11,49
Mag.	5,92	7,69	8,95	11,45	11,06	6,49	7,34	9,11	11,04	11,39
Giu.	6,07	7,67	8,93	11,17	11,06	6,78	7,41	9,08	10,79	11,46
Lug.	6,02	7,42	9,07	11,00	11,18	6,70	7,15	9,31	10,70	11,73
Ago.	5,63	7,20	9,20	10,82	11,41	6,03	6,76	9,42	10,59	11,88
Set.	5,49	6,61	9,13	10,23	11,25	5,81	6,19	9,31	10,08	11,66
	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 - 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
Feb.		-1,30	-2,33	-6,60	-5,58		-0,53	-2,24	-5,35	-5,24
Mar.		-1,56	-2,52	-5,88	-5,40		-0,41	-2,09	-4,61	-4,88
Apr.		-1,71	-2,95	-5,78	-5,29		-0,72	-2,56	-4,62	-4,80
Mag.		-1,77	-3,03	-5,53	-5,14		-0,85	-2,62	-4,55	-4,90
Giu.		-1,60	-2,86	-5,10	-4,99		-0,63	-2,30	-4,01	-4,68
Lug.		-1,40	-3,05	-4,98	-5,16		-0,45	-2,61	-4,00	-5,03
Ago.		-1,57	-3,57	-5,19	-5,78		-0,73	-3,39	-4,56	-5,85
Set.		-1,12	-3,64	-4,74	-5,76		-0,38	-3,50	-4,27	-5,85

Quotazioni delle principali valute e dell'oro

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	1.626,0	1.524,8	385,00
1989 - III trim	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	2.191,1	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
1991 - I trim	1.149,0	8,5824	749,45	220,35	2.188,4	877,97	1.625,3	1.542,4	355,65
II "	1.287,4	9,3042	742,34	219,12	2.198,1	873,01	1.722,5	1.527,6	368,35
III "	1.303,1	9,5473	746,55	219,68	2.192,5	857,45	1.740,6	1.532,3	354,90
1990 - 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	1.615,5	1.550,1	366,00
Feb.	1.111,0	8,5221	750,64	220,53	2.183,3	877,02	1.600,5	1.543,7	362,70
Mar.	1.199,5	8,7356	745,81	219,16	2.186,8	863,81	1.656,2	1.532,9	355,65
Apr.	1.261,0	9,2044	741,26	219,30	2.208,9	876,35	1.703,9	1.528,5	357,75
Mag.	1.274,3	9,2265	742,34	218,94	2.199,8	875,97	1.712,0	1.526,3	360,40
Giu.	1.327,6	9,4855	743,43	219,13	2.185,5	866,55	1.751,5	1.528,0	368,35
Lug.	1.332,4	9,6611	744,66	219,41	2.194,5	859,30	1.760,8	1.530,3	362,85
Ago.	1.304,3	9,5347	747,54	219,99	2.195,0	857,88	1.742,1	1.534,4	347,40
Set.	1.269,9	9,4354	747,63	219,67	2.188,0	854,99	1.718,9	1.532,6	354,90

Tassi di cambio effettivi nominali

(dati medi nel periodo; 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	162,5	121,5	80,7	78,3	73,4	125,5
1989 - III trim	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	174,5	122,4	81,3	80,7	72,8	128,1
1991 - I trim	85,7	97,8	171,7	122,3	80,3	80,4	72,9	126,9
II "	90,3	100,4	173,4	118,6	78,7	78,4	72,1	124,2
III "	90,4	101,0	174,6	118,9	78,7	77,8	71,8	121,3
1990 - 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.	85,1	97,2	170,8	123,4	81,1	80,0	73,0	127,5
1991 - Gen.	85,3	97,7	170,7	122,6	80,6	80,7	72,9	129,0
Feb.	84,0	97,3	174,0	123,0	80,6	80,8	73,2	127,3
Mar.	87,9	98,6	170,2	121,2	79,6	79,8	72,6	124,4
Apr.	89,5	99,7	173,6	118,8	79,0	79,2	72,4	125,0
Mag.	89,9	100,2	173,0	118,7	78,8	78,6	72,1	124,8
Giu.	91,5	101,4	173,4	118,2	78,4	77,3	71,8	122,6
Lug.	91,4	100,9	175,9	118,1	78,4	77,4	71,7	121,2
Ago.	90,7	101,0	173,3	118,9	78,7	77,8	71,8	121,3
Set.	89,2	101,1	174,4	119,6	78,9	78,1	72,1	121,5

Tassi di cambio effettivi reali
(dati medi nel periodo; indici 1980=100)

PERIODO	Stati Uniti	Canada	Giappone	Germania	Francia	Regno Unito	Italia	Svizzera
1985	128,5	103,2	95,7	89,9	92,3	91,8	97,0	98,2
1986	103,3	99,2	120,9	97,6	98,3	90,1	100,0	103,8
1987	93,7	101,2	125,8	102,1	99,3	91,6	102,4	105,7
1988	88,2	108,6	134,5	100,5	98,4	98,8	100,0	104,4
1989	93,4	111,8	124,9	98,5	96,7	96,5	102,5	99,1
1990	91,7	108,4	111,6	102,1	100,1	98,8	107,0	103,5
1989 - II trim	94,8	111,2	126,0	97,7	96,1	96,9	101,3	97,7
III "	94,8	112,3	122,6	97,7	96,6	95,8	103,5	99,2
IV "	93,7	111,9	119,3	100,2	97,9	92,8	104,8	98,8
1990 - I trim	93,7	109,2	112,0	102,2	99,8	94,2	106,6	100,3
II "	93,8	110,9	106,3	102,1	100,6	96,5	107,3	104,1
III "	90,8	108,9	109,8	101,8	100,0	102,5	107,1	106,1
IV "	88,6	104,4	118,4	102,4	100,2	102,0	107,1	103,7
1991 - I trim	87,3	106,9	118,5	102,7	99,3	104,1	108,5	103,0
II "	91,2	109,0	120,4	99,7	97,6	103,5	107,1	101,0
1990 - Lug.	91,1	110,9	109,3	101,8	99,8	102,4	107,4	104,7
Ago.	90,7	109,4	107,2	102,2	99,9	103,7	107,7	107,2
Set.	90,7	106,5	113,0	101,4	100,2	101,4	106,3	106,3
Ott.	89,5	103,5	118,8	101,6	100,2	102,0	106,3	103,9
Nov.	88,1	103,8	119,5	102,4	100,3	102,1	107,2	103,9
Dic.	88,1	105,8	116,9	103,2	100,0	101,8	107,9	103,4
1991 - Gen.	88,1	106,0	116,7	102,8	99,3	103,5	108,2	104,3
Feb.	85,5	106,4	120,2	103,3	99,8	104,5	109,2	103,5
Mar.	88,4	108,3	118,6	101,9	98,8	104,4	108,2	101,3
Apr.	90,1	108,8	120,8	100,0	97,9	104,5	107,4	101,8
Mag.	90,9	108,6	120,1	99,8	97,6	104,0	107,2	101,7
Giu.	92,6	109,7	120,3	99,3	97,2	102,1	106,6	99,7
Lug.	92,4	108,8	121,9	100,1	97,0	102,4	106,3	98,5

Tassi di cambio effettivi reali intra-CEE

(dati medi nel periodo; indici 1980=100)

PERIODO	Belgio	Francia	Germania	Regno unito	Paesi Bassi	Italia	Spagna
1985	94,5	98,8	98,2	104,0	98,8	104,0	101,9
1986	88,9	102,5	104,0	96,8	93,9	104,0	97,6
1987	87,2	101,6	106,5	95,1	93,6	104,6	94,5
1988	85,4	101,0	105,3	103,7	92,0	102,2	97,9
1989	87,3	99,8	103,4	102,6	92,3	105,5	103,0
1990	87,4	100,7	103,5	99,9	90,6	107,6	103,6
1989 - II trim	87,1	99,6	103,2	103,9	92,9	104,7	102,4
III "	87,5	99,8	102,8	102,2	92,0	106,7	103,5
IV "	88,2	100,3	104,2	97,1	92,1	107,1	102,9
1990 - I trim	87,4	101,0	104,5	96,3	91,3	107,8	102,5
II "	87,3	101,3	103,7	97,7	90,1	108,1	104,6
III "	87,7	100,2	102,6	103,1	90,1	107,3	104,3
IV "	87,3	100,3	103,3	102,4	90,9	107,2	103,0
1991 - I trim	85,2	99,3	103,6	104,6	89,7	108,6	104,4
II "	85,0	99,3	102,9	107,6	88,1	108,9	104,2
1990 - Lug.	86,4	100,2	102,9	103,5	89,1	107,9	105,5
Ago.	87,9	99,8	102,4	103,6	90,2	107,6	104,3
Set.	88,7	100,6	102,5	102,3	90,9	106,6	103,1
Ott.	87,7	100,6	102,7	102,9	91,3	106,6	103,2
Nov.	87,0	100,4	103,3	102,5	90,9	107,2	103,0
Dic.	87,1	99,8	103,8	101,9	90,4	107,7	102,9
1991 - Gen.	86,0	99,2	103,6	103,8	90,7	108,2	103,7
Feb.	85,0	99,4	103,7	104,1	89,8	108,7	104,5
Mar.	84,7	99,3	103,4	106,0	88,7	108,8	105,0
Apr.	84,7	99,4	102,8	108,0	88,1	108,9	104,5
Mag.	85,1	99,2	102,8	107,8	88,2	108,9	104,4
Giu.	85,3	99,3	103,0	106,9	88,1	108,9	103,7
Lug.	84,4	99,1	103,7	107,2	88,8	108,3	103,1

Esposizione verso l'estero del sistema creditizio italiano

(consistenze di fine periodo in miliardi di lire)

GRUPPI DI PAESI E PAESI	1990 IV trim	1991 I trim	1991 II trim
Paesi industriali	(209.958)	(213.990)	(205.758)
Paesi OPEC	(6.339)	(6.924)	(7.601)
Altri PVS	(9.701)	(11.257)	(11.823)
di cui: America latina	(5.845)	(6.397)	(6.670)
Africa	(1.094)	(1.334)	(1.377)
Asia	(2.161)	(2.853)	(2.949)
Medio Oriente	(600)	(673)	(826)
Paesi dell'Est europeo	(7.970)	(8.147)	(8.388)
Centri offshore	(20.901)	(26.987)	(27.531)
Organizzazioni internazionali	(2.054)	(2.126)	(2.128)
Totale	(256.923)	(269.431)	(263.229)
per memoria:			
Argentina	(1.933)	(2.025)	(2.282)
Bolivia	(6)	(7)	(9)
Brasile	(1.063)	(1.222)	(1.181)
Cile	(247)	(297)	(254)
Colombia	(110)	(120)	(139)
Costa d'Avorio	(49)	(38)	(26)
Ecuador	(176)	(197)	(192)
Filippine	(160)	(113)	(153)
Jugoslavia	(389)	(399)	(404)
Marocco	(370)	(563)	(578)
Messico	(1.953)	(2.125)	(2.183)
Nigeria	(504)	(650)	(1.063)
Perù	(133)	(142)	(151)
Uruguay	(66)	(72)	(92)
Venezuela	(684)	(725)	(744)
Totale	(7.843)	(8.695)	(9.451)
Bulgaria	(487)	(567)	(618)
Cecoslovacchia	(146)	(126)	(115)
Polonia	(1.749)	(1.842)	(1.925)
Romania	(5)	(7)	(10)
Ungheria	(413)	(393)	(461)
Unione Sovietica	(5.101)	(5.135)	(5.187)

Conto economico delle risorse e degli impieghi
(variazioni percentuali sul periodo precedente, ai prezzi del 1985)

PERIODO	RISORSE			IMPIEGHI					
	Prodotto interno lordo	Importazioni	Totale	Investimenti fissi lordi			Consumi delle famiglie	Altri impieghi interni	Esportazioni
				Costruzioni	Macchine, attrezzature e mezzi di trasporto	Totale			
1985	2,6	3,9	2,8	-0,5	2,0	0,6	3,0	4,5	3,2
1986	2,9	2,9	2,9	1,9	2,5	2,2	3,7	1,6	2,5
1987	3,1	8,9	4,2	-0,7	11,5	5,0	4,2	3,1	4,4
1988	4,1	7,0	4,6	2,3	11,6	6,9	4,2	2,4	5,7
1989	3,0	9,0	4,2	3,9	5,2	4,6	3,6	-0,7	10,0
1990	2,0	6,7	2,9	2,5	3,5	3,0	2,7	-2,3	7,5
1989 - II trim ...	0,9	1,0	0,9	0,8	0,5	0,6	0,9	-5,5	6,4
III " ...	1,0	0,4	0,8	1,2	0,6	0,9	0,3	3,7	0,1
IV " ...	0,4	0,5	0,4	1,7	0,3	0,9	0,6	-2,3	1,2
1990 - I trim ...	0,8	5,0	1,7	1,0	2,6	1,8	0,5	7,6	0,7
II " ...	-0,3	1,1	..	-0,6	0,7	0,1	1,1	-10,5	5,0
III " ...	0,6	-0,6	0,4	-0,3	-0,2	-0,2	0,7	0,9	-0,2
IV " ...	0,2	0,8	0,3	0,3	-0,9	-0,3	0,5	-2,0	2,2
1991 - I trim ...	0,2	1,1	0,4	..	0,9	0,5	0,6	0,5	-0,4
II " ...	0,3	2,0	0,7	0,6	-0,8	-0,1	1,5	3,9	-2,8

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		
	<i>(indici 1985=100)</i>				<i>(media dei saldi mensili delle risposte all'inchiesta)</i>				
1986	103,6	102,5	108,4	102,7	-18,8	-23,9	-18,0	11,2	4,9
1987	107,6	105,9	110,3	107,7	-8,4	-25,4	-9,1	10,9	-0,8
1988	114,1	111,6	119,6	113,6	3,3	-9,6	2,9	18,6	-7,5
1989	117,6	114,6	123,1	117,5	0,5	-5,7	2,8	22,9	-4,1
1990	117,8	115,7	125,4	116,5	-9,3	-16,1	-7,4	11,8	3,7
1987-II trim ...	108,4	106,4	112,0	108,6	-8,9	-27,6	-10,7	9,6	1,7
III " ...	107,7	105,6	108,5	107,7	-7,5	-26,4	-8,3	11,0	-4,3
IV " ...	109,2	106,6	113,0	109,4	-5,0	-22,3	-5,3	9,5	-4,3
1988-I trim ...	112,6	110,5	117,0	112,6	-2,3	-16,5	-1,8	9,9	-2,7
II " ...	113,1	110,3	119,0	112,4	1,3	-10,2	0,9	14,8	-7,0
III " ...	114,5	112,0	122,1	113,7	5,5	-8,4	4,5	21,6	-8,7
IV " ...	116,0	113,3	120,5	115,8	8,7	-3,4	7,9	28,0	-11,7
1989-I trim ...	115,8	112,4	120,6	115,7	5,8	-2,9	9,0	25,0	-8,0
II " ...	116,6	114,4	119,7	116,2	-0,5	-6,3	1,6	23,2	-1,7
III " ...	118,1	115,9	124,2	118,3	-2,1	-4,1	1,0	22,3	-4,3
IV " ...	120,1	115,6	127,9	119,7	-1,3	-9,6	-0,5	21,2	-2,3
1990-I trim ...	118,5	114,6	126,8	117,4	-0,8	-9,7	-1,2	17,9	-2,0
II " ...	118,5	114,8	127,2	117,2	-5,0	-9,6	-1,9	16,4	2,3
III " ...	118,3	117,0	126,2	117,4	-11,2	-20,5	-9,2	5,2	6,7
IV " ...	115,8	116,3	121,3	114,0	-20,4	-24,5	-17,4	7,4	7,7
1991-I trim ...	116,6	116,5	121,0	115,1	-29,4	-34,1	-28,1	10,6	9,7
II " ...	115,9	115,5	119,9	114,9	-27,6	-32,8	-27,9	12,4	9,7

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	12,7	41,5
1987	2.169	4.867	1.849	11.952	20.837	2.832	23.669	12,0	13,3	41,8
1988	2.053	4.928	1.823	12.181	20.984	2.868	23.852	12,0	13,0	42,0
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	11,7	42,0
1987 - III trim	2.130	4.872	1.845	11.982	20.828	2.894	23.722	12,2	13,5	41,8
IV "	2.093	4.886	1.815	12.078	20.873	2.891	23.764	12,2	13,3	41,9
1988 - I trim	2.091	4.916	1.816	12.155	20.979	2.885	23.864	12,1	13,2	42,1
II "	2.070	4.932	1.825	12.191	21.018	2.866	23.884	12,0	13,0	42,1
III "	2.016	4.941	1.829	12.207	20.993	2.850	23.843	12,0	12,9	42,0
IV "	1.971	4.926	1.828	12.226	20.951	2.868	23.819	12,0	12,9	41,9
1989 - I trim	1.944	4.927	1.778	12.282	20.930	2.893	23.823	12,1	13,0	41,9
II "	1.930	4.960	1.773	12.307	20.971	2.896	23.867	12,1	13,0	42,0
III "	1.950	4.981	1.823	12.328	21.082	2.836	23.918	11,9	12,6	42,1
IV "	1.966	5.007	1.848	12.381	21.202	2.734	23.935	11,4	12,2	42,1
1990 - I trim	1.944	5.030	1.861	12.454	21.290	2.641	23.931	11,0	11,8	42,1
II "	1.894	4.970	1.856	12.603	21.323	2.602	23.925	10,9	11,6	42,0
III "	1.846	4.942	1.857	12.675	21.320	2.601	23.922	10,9	11,7	42,0
IV "	1.830	4.986	1.881	12.726	21.422	2.569	23.991	10,7	11,6	42,0
1991 - I trim	1.817	5.025	1.928	12.815	21.585	2.686	24.270	11,1	12,0	42,5
II "	1.845	4.974	1.965	12.847	21.631	2.640	24.272	10,9	11,8	42,5

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	5,7	5,5	8,3	7,4	6,2	5,9	7,3	6,5	6,1	7,2
1989 - III trim .....	....	....	....	....	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 "	5,9	5,3	11,9	9,9	6,2	6,4	7,4	6,7	6,4	7,7
1991 - I trim	6,8	5,1	9,6	8,5	6,4	6,0	6,9	6,4	6,6	7,9
II "	6,8	4,4	8,0	7,5	6,6	6,1	7,4	6,6	6,8	8,1
III " .....	....	....	....	....	....	....	....	....	6,4	8,1
1990 - 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.	6,1	5,0	9,1	8,1	6,2	6,1	7,5	6,6	6,4	7,8
1991 - Gen.	6,0	5,1	8,7	7,8	6,8	5,6	6,6	6,3	6,5	7,9
Feb.	6,9	5,4	11,3	9,7	6,1	6,2	6,8	6,4	6,7	8,1
Mar.	7,4	4,8	8,7	8,1	6,5	6,1	7,2	6,6	6,6	7,7
Apr.	6,6	4,8	7,8	7,3	6,5	6,1	7,2	6,6	6,7	7,8
Mag.	6,9	4,2	8,7	7,9	6,6	6,1	7,5	6,7	6,8	8,0
Giu.	6,9	4,3	7,6	7,2	6,6	6,1	7,4	6,6	6,9	8,4
Lug.	6,8	4,1	7,3	6,9	....	....	....	6,7	6,7	8,6
Ago. ....	....	....	....	....	....	....	....	....	6,3	8,0
Set. ....	....	....	....	....	....	....	....	....	6,2	7,8

Bilancia dei pagamenti valutaria*(saldi in miliardi di lire)*

PERIODO	Merci (cif-fob)	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	-19.469	7.085	-17.301	421	-9.795	-29.264	29.504	22.973	-8.055	-15.158
1990 - Ago. ...	57	745	-963	268	50	107	1.490	-1.013	74	-658
Set. ...	-1.582	560	-1.194	324	-310	-1.892	4.168	-3.171	441	454
Ott. ...	-2.544	750	-2.159	-196	-1.605	-4.149	2.871	3.264	-4.312	2.326
Nov. ...	-2.787	560	-1.604	660	-384	-3.171	-4.033	2.610	-381	4.975
Dic. ...	-3.242	586	-1.683	-326	-1.423	-4.665	-1.332	5.175	-228	1.050
1991 - Gen. ...	(-2.311)	(303)	(-1.601)	(153)	(-1.145)	(-3.456)	(3.309)	(537)	(-1.184)	(794)
Feb. ...	(-3.249)	(299)	(-772)	(-510)	(-983)	(-4.232)	(7.289)	(-736)	(71)	(-2.392)
Mar. ...	(-2.314)	(966)	(-1.720)	(-407)	(-1.161)	(-3.475)	(5.682)	(2.925)	(1.048)	(-6.180)
Apr. ...	(-2.698)	(1.092)	(-2.257)	(-79)	(-1.244)	(-3.942)	(3.215)	(628)	(-662)	(761)
Mag. ...	(-2.119)	(1.095)	(-1.969)	(-262)	(-1.136)	(-3.255)	(-5.299)	(5.140)	(2.186)	(1.228)
Giù. ...	(-2.594)	(1.123)	(-1.725)	(-84)	(-686)	(-3.280)	(-7.985)	(10.941)	(189)	(135)
Lug. ...	....	....	....	....	....	....	(-6.663)	(9.106)	....	(969)
Ago. ...	....	....	....	....	....	....	(-2.632)	(2.398)	....	(906)

Bilancia dei pagamenti economica*(saldi in miliardi di lire)*

PERIODO	Merci (fob-fob)	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	-392	9.902	-8.573	-2.333	-1.004	-1.396	6.149	5.573	-3.551	-6.775
1988	-1.501	8.349	-9.278	-5.084	-6.013	-7.514	11.108	10.224	-2.912	-10.906
1989	-2.956	7.151	-11.366	-7.397	-11.612	-14.568	18.963	14.979	-3.988	-15.386
1990	563	7.085	-16.001	-8.990	-17.906	-17.343	24.890	22.973	-15.362	-15.158
1989 - II trim	-972	2.453	-3.290	153	-684	-1.656	8.000	-856	-1.324	-4.164
III "	2.315	3.131	-2.908	-2.460	-2.237	78	10.625	2.237	-4.732	-8.208
IV "	1.727	943	-2.987	-1.646	-3.690	-1.963	-5.947	2.313	1.625	3.972
1990 - I trim	-5.323	708	-3.100	-3.684	-6.076	-11.399	7.888	9.967	-552	-5.904
II "	1.615	2.076	-4.301	-2.043	-4.268	-2.653	19.938	4.747	-6.570	-15.462
III "	3.509	2.405	-3.804	-1.250	-2.649	860	4.857	-2.790	-784	-2.143
IV "	762	1.896	-4.796	-2.013	-4.913	-4.151	-7.793	11.049	-7.456	8.351
1991 - I trim	(-2.737)	(1.568)	(-4.093)	(-3.469)	(-5.994)	(-8.731)	(15.216)	(2.726)	(-1.433)	(-7.778)
II "	(-1.156)	(3.310)	(-5.301)	(-2.878)	(-4.869)	(-6.025)	(-12.638)	(16.709)	(-170)	(2.124)

Posizione della Banca d'Italia e dell'UIC verso l'estero

PERIODO	Posizione a breve termine							Posizione a medio e a lungo termine	Posizione complessiva
	Attività					Passività	Saldo		
	Oro	Valute convertibili	Ecu	DSP	Posizione di riserva sul FMI				
<i>(miliardi di lire)</i>									
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	33.663	44.847	11.409	1.268	1.834	401	92.620	620	93.240
1990 - 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	64.781	10.479	1.329	1.664	458	106.557	1.232	107.789
Nov.	28.762	59.256	10.437	1.328	1.647	387	101.043	1.514	102.557
Dic.	30.580	57.579	10.433	1.172	1.937	398	101.303	2.102	103.405
1991 - Gen.	(30.580)	(56.377)	(10.066)	(1.169)	(2.197)	(434)	(99.955)	(2.037)	(101.992)
Feb.	(30.580)	(57.863)	(10.005)	(1.207)	(2.261)	(682)	(101.234)	(3.208)	(104.442)
Mar.	(29.443)	(63.797)	(9.981)	(1.234)	(2.477)	(232)	(106.700)	(4.668)	(111.368)
Apr.	(29.443)	(61.070)	(10.947)	(1.225)	(2.491)	(348)	(104.828)	(5.732)	(110.560)
Mag.	(29.443)	(58.692)	(10.978)	(1.260)	(2.492)	(284)	(102.581)	(6.955)	(109.536)
Giu.	(28.367)	(58.470)	(11.002)	(1.300)	(2.511)	(221)	(101.429)	(8.013)	(109.442)
Lug.	(28.367)	(57.045)	(11.587)	(1.175)	(2.465)	(262)	(100.377)	(8.315)	(108.692)
Ago.	(28.367)	(55.721)	(11.582)	(1.179)	(2.572)	(287)	(99.134)	(8.600)	(107.734)
<i>(milioni di dollari)</i>									
1986	26.055	10.614	7.518	803	1.268	211	46.047	-594	45.453
1987	34.050	17.368	10.451	1.072	1.446	109	64.278	-735	63.543
1988	28.521	24.611	7.934	949	1.266	147	63.134	258	63.392
1989	26.496	35.299	8.980	998	1.444	316	72.901	488	73.389
1990 - 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	56.890	9.203	1.167	1.461	402	92.889	1.082	93.971
Nov.	24.570	52.439	9.236	1.175	1.458	342	88.535	1.340	89.875
Dic.	27.060	50.950	9.232	1.037	1.714	352	89.641	1.860	91.501
1991 - Gen.	(27.060)	(50.445)	(9.007)	(1.046)	(1.966)	(388)	(89.135)	(1.823)	(90.958)
Feb.	(27.060)	(50.909)	(8.803)	(1.062)	(1.989)	(600)	(89.223)	(2.822)	(92.045)
Mar.	(23.238)	(50.353)	(7.878)	(974)	(1.955)	(183)	(84.214)	(3.684)	(87.899)
Apr.	(23.238)	(47.685)	(8.548)	(957)	(1.945)	(272)	(82.100)	(4.476)	(86.576)
Mag.	(23.238)	(45.817)	(8.570)	(984)	(1.945)	(222)	(80.332)	(5.429)	(85.762)
Giu.	(21.047)	(43.382)	(8.163)	(965)	(1.863)	(164)	(75.255)	(5.945)	(81.201)
Lug.	(21.047)	(43.739)	(8.884)	(901)	(1.890)	(201)	(76.261)	(6.376)	(82.636)
Ago.	(21.047)	(42.859)	(8.909)	(907)	(1.978)	(221)	(75.479)	(6.615)	(82.094)

Formazione del fabbisogno del settore statale
(miliardi di lire)

PERIODO	Incassi di bilancio			Pagamenti di bilancio			Disavanzo (-)	Altre operazioni	Fabbisogno (-)	Fabbisogno (-)	
	Entrate tributarie	Altre entrate	Totale	Spese correnti	Spese c/ capitale	Totale				al netto regolazioni in titoli	di cui: Regolazioni 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	257.274	54.801	312.074	366.805	66.043	432.848	-120.774	-4.869	-125.643	-124.911	-64
1989	293.462	60.531	353.993	394.547	70.172	464.719	-110.727	-23.127	-133.854	-133.400	-1.064
1990	329.971	76.893	406.863	465.810	69.630	535.441	-128.577	-16.684	-145.261	-140.680	-249
1989 - III trim .	57.570	15.079	72.650	87.407	13.362	100.769	-28.120	-11.359	-39.479	-39.479	-26
IV " .	88.160	23.884	112.044	136.359	34.005	170.364	-58.320	8.050	-50.270	-50.270	-89
1990 - I trim .	71.601	10.548	82.149	70.676	6.197	76.873	5.277	-30.364	-25.088	-25.088	-145
II " .	90.030	16.667	106.697	142.304	18.075	160.380	-53.683	30.967	-22.716	-22.716	..
III " .	73.244	17.403	90.647	106.855	16.601	123.456	-32.810	-2.826	-35.635	-35.635	-69
IV " .	95.097	32.274	127.371	145.975	28.757	174.732	-47.361	-14.461	-61.823	-57.241	-35
1991 - I trim .	75.852	12.025	87.877	79.781	8.214	87.995	-118	-33.253	-33.372	-33.372	-5
II " .	96.348	15.992	112.340	165.521	16.235	181.757	-69.416	44.215	-25.202	-25.202	-1
III " .	84.303	20.448	104.751	123.607	15.886	139.493	-34.741	-11.272	-46.013	-46.013	-29
1990 - Set.	16.764	1.660	18.425	25.655	2.335	27.990	-9.566	-9.157	-18.722	-18.722	-47
Ott.	21.348	5.738	27.086	52.825	3.232	56.057	-28.971	4.822	-24.149	-19.568	-12
Nov.	30.575	6.934	37.509	33.103	8.150	41.253	-3.744	-15.197	-18.941	-18.941	-2
Dic.	43.174	19.602	62.776	60.048	17.374	77.422	-14.646	-4.087	-18.733	-18.733	-21
1991 - Gen. ...	30.588	1.114	31.702	26.306	657	26.963	4.739	-9.846	-5.106	-5.106	..
Feb.	20.152	4.629	24.781	28.235	1.431	29.666	-4.885	-3.730	-8.614	-8.614	-4
Mar.	25.112	6.282	31.394	25.240	6.126	31.367	28	-19.678	-19.651	-19.651	-1
Apr.	21.038	4.605	25.643	50.105	4.094	54.199	-28.556	11.860	-16.696	-16.696	..
Mag. ...	30.305	5.695	36.000	82.325	7.596	89.921	-53.922	37.415	-16.507	-16.507	..
Giu.	45.006	5.692	50.698	33.091	4.545	37.636	13.062	-5.060	8.002	8.002	-1
Lug.	33.597	5.717	39.313	40.058	8.183	48.240	-8.927	-2.678	-11.605	-11.605	-21
Ago.	28.576	10.053	38.629	50.488	2.332	52.820	-14.191	2.262	-11.930	-11.930	-8
Set.	22.131	4.678	26.809	33.061	5.371	38.432	-11.623	-10.856	-22.479	-22.479	..

Copertura del fabbisogno del settore statale

(miliardi di lire)

PERIODO	Titoli a medio e a lungo termine		BOT e BTE		Finanziam. BI-UIC diverso da acquisto titoli		Raccolta postale	Prestiti esteri	Altre operazioni	Fabbisogno	
	Totale	di cui: sottoscriz. nette BI-UIC		di cui: sottoscriz. nette BI-UIC	Totale	di cui: c/c Tesor. Provinc.						di cui: debiti con BI-UIC
1985	93.207	8.772	13.181	15.018	3.689	6.340	9.067	2.937	532	122.613	27.479
1986	87.072	7.904	9.697	1.402	1.673	4.525	11.267	856	-407	110.159	10.980
1987	56.090	1.311	27.482	-4.515	10.224	9.274	12.917	6.066	1.470	114.250	7.020
1988	60.972	4.215	41.982	-5.274	3.704	4.331	10.996	4.227	3.763	125.643	2.645
1989	59.191	8.052	43.143	-2.981	1.835	1.842	15.364	8.397	5.923	133.854	6.906
1990	69.799	-8.096	40.515	6.205	2.811	2.909	12.770	14.914	4.451	145.261	920
1989 - III trim ...	16.314	-3.451	8.133	-2.555	6.980	6.538	1.923	3.875	2.254	39.479	974
IV " ...	21.417	6.916	12.997	1.076	5.296	5.148	9.914	754	-109	50.270	13.288
1990 - I trim ...	8.759	2.584	8.558	-5.077	2.127	1.811	2.660	2.334	649	25.088	-365
II " ...	24.439	-7.462	7.972	3.789	-16.576	-16.757	819	4.773	1.289	22.716	-20.249
III " ...	7.987	-4.703	8.901	-1.848	12.125	12.849	733	4.891	999	35.635	5.574
IV " ...	28.614	1.485	15.083	9.340	5.136	5.005	8.559	2.916	1.515	61.823	15.960
1991 - I trim ...	20.616	6.032	4.044	-3.231	-878	-1.399	1.585	6.747	1.259	33.372	1.923
II " ...	34.161	2.829	-770	-5.353	-8.214	-7.487	-33	-308	364	25.202	-10.737
III " ...	26.853	-5.193	4.907	675	10.921	11.217	654	-211	2.890	46.013	6.402
1990 - Set.	744	-6.911	6.251	-3.120	10.851	10.825	840	13	23	18.722	821
Ott.	10.166	1.428	5.810	-428	5.840	5.596	1.021	1.214	98	24.149	6.840
Nov.	8.952	2.341	3.632	2.957	6.687	6.740	-1.926	1.056	539	18.941	11.985
Dic.	9.496	-2.284	5.641	6.811	-7.391	-7.330	9.463	646	878	18.733	-2.865
1991 - Gen.	3.854	5.821	-213	-3.735	850	777	1.055	191	-630	5.106	2.936
Feb.	8.354	3.612	3.006	2.810	-7.909	-7.581	573	2.552	2.038	8.614	-1.487
Mar.	8.408	-3.400	1.250	-2.305	6.180	5.405	-43	4.005	-150	19.651	475
Apr.	12.164	-4.676	210	-1.998	4.961	5.127	-591	-62	15	16.696	-1.713
Mag.	13.241	296	250	-1.351	2.783	4.189	414	-268	87	16.507	1.728
Giu.	8.756	7.209	-1.229	-2.003	-15.958	-16.802	145	23	263	-8.002	-10.752
Lug.	7.643	2.266	405	719	3.508	3.733	-510	-353	912	11.605	6.492
Ago.	8.252	-175	2.001	207	-208	-347	814	195	875	11.930	-176
Set.	10.958	-7.284	2.501	-251	7.621	7.831	350	-53	1.102	22.479	86

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
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	516.215
1985	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 "	359.336	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	861.915
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	86.783	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	953.377
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	97.000	44.588	2.749	894.039	139.904	1.033.943	1.011.786
II "	501.706	262.129	98.400	47.666	2.807	912.709	133.209	1.045.918	1.024.469
III "	522.273	273.266	100.323	48.616	2.842	947.320	133.939	1.081.259	1.060.927
IV "	534.939	284.976	110.237	52.899	2.844	985.895	147.474	1.133.369	1.111.328
1990 - I trim	540.438	299.333	112.897	54.551	2.901	1.010.119	147.154	1.157.273	1.135.710
II "	574.814	302.313	113.716	56.095	2.995	1.049.932	126.564	1.176.496	1.154.365
III "	588.324	313.184	114.449	53.542	3.058	1.072.556	131.858	1.204.415	1.186.687
IV "	616.967	318.949	123.007	60.248	3.032	1.122.202	147.752	1.269.954	1.247.170
1991 - Mar.	631.884	326.158	124.592	63.875	3.133	1.149.642	149.722	1.299.364	1.275.323
Apr.	649.005	328.317	124.001	65.222	3.198	1.169.742	147.894	1.317.636	1.292.199
Mag.	662.312	329.440	124.415	66.034	3.240	1.185.442	149.554	1.334.995	1.309.290
Giu.	664.519	330.231	124.560	66.650	3.274	1.189.233	138.932	1.328.165	1.301.573
Lug.	669.670	329.934	124.050	67.360	3.317	1.194.331	145.457	1.339.788	1.314.058
Ago.	678.600	331.724	124.864	68.160	3.341	1.206.689	145.374	1.352.063	1.326.385

Base monetaria
(variazioni in miliardi di lire)

PERIODO	CREAZIONE					TOTALE	UTILIZZO				
	Estero	Tesoro	Mercato aperto	Rifinanziamento	Altri settori		Circolante	Riserve bancarie			Totale
								Depositi presso B.I.	di cui: ris. obbl.	Altre voci	
1988	10.947	13.349	-10.601	-30	-707	12.957	4.450	8.770	9.444	-264	8.507
1989	14.971	8.452	-2.106	1.203	-2.015	20.505	10.507	9.746	9.567	252	9.998
1990	15.454	-1.383	2.393	1.260	-4.048	13.675	1.780	10.745	13.026	1.150	11.895
1990 - Set. ...	-504	12.016	-11.188	-2	-915	-594	1.143	-215	-192	-1.522	-1.736
Ott. ...	-2.332	5.252	1.597	-40	-1.363	3.114	-1.643	2.356	2.452	2.401	4.757
Nov. ...	-4.999	2.044	9.950	11	69	7.075	1.820	6.544	2.248	-1.289	5.255
Dic. ...	-1.015	-6.353	3.495	2.660	1.743	529	5.537	-6.176	-16	1.167	-5.008
1991 - Gen. ...	-832	-2.206	5.148	-2.604	-28	-522	-3.396	4.801	2.847	-1.926	2.875
Feb. ...	2.397	-7.886	6.408	2.917	-787	3.049	255	3.351	4.921	-557	2.794
Mar. ...	5.995	4.579	-4.098	-3.040	-1.283	2.153	2.465	-2.713	-3.270	2.401	-312
Apr. ...	-600	3.695	-5.396	37	-986	-3.251	-2.757	-1.253	-1.594	760	-494
Mag. ...	-1.226	1.929	-191	106	155	774	469	894	-319	-590	305
Giu. ...	-131	-18.568	7.820	309	2.975	-7.593	2.412	-8.427	-4.858	-1.578	-10.005
Lug. ...	-801	4.413	2.094	1.010	-294	6.420	2.070	3.064	-1.286	1.286	4.350
Ago. ...	-1.085	-2.388	2.218	-1.455	-360	(-3.070)	(-2.418)	321	2.140	(-974)	(-653)
Set. ...	(-128)	(6.671)	(-6.580)	(-991)	(-1.200)	(-2.228)	(1.343)	(-2.855)	(-1.089)	(-717)	(-3.571)

Finanziamento in base monetaria del Tesoro

(variazioni in miliardi di lire)

PERIODO	FABBISOGNO	COPERTURA IN FORMA NON MONETARIA						BASE MONETARIA DEL TESORO
		Collocamento netto di titoli sul mercato primario				Altre forme di copertura	Totale	
		BOT	CCT	Altri	Totale			
1988	125.644	-29.045	9.597	-73.932	-93.380	-18.914	-112.293	13.349
1989	133.853	-36.298	-18.757	-40.729	-95.784	-29.619	-125.401	8.453
1990	145.262	-39.336	-59.193	-16.120	-114.647	-31.998	-146.643	-1.383
1990 - Set. ...	18.722	-6.266	-4.300	4.729	-5.836	-870	-6.706	12.016
Ott. ...	24.149	-6.078	-7.427	-3.068	-16.573	-2.325	-18.897	5.252
Nov. ...	18.941	-3.110	-6.148	-7.989	-17.247	351	-16.897	2.044
Dic. ...	18.733	-2.438	-3.610	-8.082	-14.129	-10.957	-25.086	-6.353
1991 - Gen. ...	5.106	-1.092	-107	-5.504	-6.703	-609	-7.312	-2.206
Feb. ...	8.614	-3.023	132	-8.456	-11.347	-5.153	-16.500	-7.886
Mar. ...	19.651	-2.348	280	-9.198	-11.266	-3.806	-15.072	4.579
Apr. ...	16.696	-1.507	-2.416	-9.729	-13.651	650	-13.001	3.695
Mag. ...	16.507	-1.141	-1.446	-11.769	-14.356	-222	-14.578	1.929
Giu. ...	-8.002	-2.080	-489	-7.572	-10.141	-426	-10.566	-18.568
Lug. ...	11.605	188	55	-7.399	-7.157	-35	-7.192	4.413
Ago. ...	11.930	-3.289	-2.242	-6.908	-12.439	-1.878	-14.317	-2.388
Set. ...	22.478	-2.145	(-2.474)	(-9.795)	(-14.414)	-1.393	(-15.807)	(6.671)

Base monetaria
(consistenze in miliardi di lire)

PERIODO	CREAZIONE						
	Estero	Crediti di BI-UIC al Tesoro				Rifinanziamento	Altri settori
		Totale	di cui: Titoli di Stato e c/Tesoro	di cui: c/c di tesoreria	per memoria: margine disp. sul c/c di tesoreria		
1987	19.310	138.356	71.713	61.981	1.101	3.699	-9.262
1988	30.257	140.722	70.302	66.312	4.341	3.669	-9.588
1989	45.228	146.810	74.489	68.155	1.658	4.872	-11.345
1990 - Set.	69.029	131.835	61.773	66.058	9.100	3.501	-15.842
Ott.	66.696	138.683	62.773	71.654	4.914	3.461	-17.205
Nov.	61.697	150.677	68.071	78.394	-1.360	3.472	-17.136
Dic.	60.682	147.817	72.596	71.063	6.266	6.132	-15.391
1991 - Gen.	59.850	150.759	74.682	71.840	9.396	3.527	-15.419
Feb.	62.247	149.282	81.103	64.260	17.307	6.445	-16.206
Mar.	68.242	149.763	75.397	69.664	11.981	3.405	-17.489
Apr.	67.642	148.061	68.723	74.791	6.944	3.441	-18.475
Mag.	66.417	149.799	67.668	78.980	2.783	3.547	-18.321
Giu.	66.286	139.052	72.874	62.178	19.606	3.857	-15.345
Lug.	65.484	145.558	75.858	65.911	16.048	4.866	-15.639
Ago.	64.399	145.388	75.890	65.563	16.459	3.411	-15.999
Set.	(64.271)	(145.479)	(68.355)	(73.394)	(8.628)	(2.420)	(-17.199)

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			
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 - Set.	63.754	63.613	121.002	120.807	3.767	124.768	188.522
Ott.	62.110	62.015	123.358	123.259	6.168	129.526	191.636
Nov.	63.930	63.853	129.902	125.507	4.879	134.781	198.711
Dic.	69.467	69.338	123.726	125.491	6.047	129.773	199.240
1991 - Gen.	66.070	65.932	128.527	128.338	4.120	132.648	198.718
Feb.	66.325	66.210	131.879	133.258	3.563	135.442	201.767
Mar.	68.790	68.628	129.166	129.988	5.965	135.130	203.920
Apr.	66.033	65.955	127.912	128.394	6.724	134.637	200.669
Mag.	66.502	66.349	128.806	128.074	6.135	134.941	201.443
Giu.	68.914	68.802	120.379	123.216	4.557	124.936	193.849
Lug.	70.984	70.800	123.443	121.930	5.842	129.286	200.270
Ago.	(68.566)	(68.417)	123.765	124.070	(4.868)	(128.633)	(197.199)
Set.	(69.909)	(69.837)	(120.910)	(122.981)	(4.152)	(125.062)	(194.971)

Base monetaria e operazioni della

(consistenze in

PERIODO	BASE MONETARIA				
	Circolante	Riserve Bancarie			
		Depositi presso B.I.	di cui: Riserve in eccesso	Cassa contante	Margine disponibile in conto anticipaz.
1988	56.916	103.652	628	3.229	2.182
1989	62.534	113.308	748	3.847	2.017
1990 – Set.	63.166	121.313	567	2.775	2.267
Ott.	62.302	123.435	165	3.120	2.802
Nov.	64.280	125.679	186	3.311	945
Dic.	68.602	125.698	197	5.357	897
1991 – Gen.	66.290	128.465	152	3.391	593
Feb.	66.134	133.390	131	3.240	603
Mar.	67.141	130.122	134	3.210	2.725
Apr.	65.922	128.575	125	3.539	3.071
Mag.	66.620	128.213	139	3.406	2.680
Giu.	68.044	123.541	174	3.021	2.223
Lug.	70.546	122.084	154	3.804	1.838
Ago.	69.093	124.227	21	(3.476)	1.427
Set.	69.371	123.111	130	(3.014)	1.692

Banca d'Italia: medie di dati giornalieri*miliardi di lire)*

				OPERAZIONI DELLA BANCA D'ITALIA			
		TOTALE	Variazione percentuale (12 mesi)	Operazioni temporanee			Anticipazioni ordinarie e a scadenza fissa
Totale	Variazione percentuale (12 mesi)			Acquisti	Vendite	TOTALE	
109.063	7,4	165.979	7,4	158	4.881	-4.722	1.572
119.171	9,2	181.705	9,5	1.905	277	1.628	2.158
126.355	8,8	189.521	9,3	100	8.177	-8.076	948
129.356	8,7	191.658	9,3	428	3.423	-2.996	432
129.935	8,3	194.216	8,8	6.184	947	5.237	3.338
131.952	10,4	200.555	10,1	1.912	1.052	861	4.447
132.449	2,4	198.739	4,9	6.538	2.115	4.423	3.100
137.234	9,0	203.368	9,5	12.405	43	12.362	3.375
136.057	9,3	203.197	9,4	11.454	153	11.301	517
135.185	8,1	201.107	8,0	4.801	227	4.575	150
134.298	7,6	200.918	8,4	10.492	202	10.290	934
128.785	11,0	196.829	10,6	10.827	208	10.618	1.165
127.726	6,7	198.272	7,4	8.148	121	8.027	2.521
(129.130)	(7,1)	(198.223)	(7,8)	8.945	214	8.731	2.029
(127.816)	(7,8)	(197.187)	(8,5)	3.608	341	3.267	456

Operazioni in titoli di Stato di BI-UIC

(miliardi di lire)

PERIODO	MERCATO PRIMARIO		MERCATO APERTO			VARIAZIONI PORTA- FOGLIO BI-UIC	
	sottoscrizioni	rimborsi	di cui: operazioni temporanee				
			acquisti pronti c/ termine	vendite pronti c/ termine	altre operazioni		
BOT							
1988	24.012	16.783	-12.503	-254	..	-614	-5.274
1989	18.887	15.406	-6.464	..	..	1.342	-2.983
1990	15.750	10.444	899	1.283	..	-49	6.205
1990 - Set.	500	515	-3.105	-290	..	653	-3.120
Ott. ....	..	328	-100	..	..	-813	-428
Nov.	850	328	2.435	560	..	305	2.957
Dic.	4.750	1.573	3.634	723	..	1.626	6.811
1991 - Gen.	900	2.204	-2.431	-350	..	-2.021	-3.735
Feb.	1.000	1.017	2.827	681	..	1.078	2.810
Mar.	500	1.598	-1.207	-281	..	-948	-2.305
Apr. ....	..	1.296	-702	-366	..	55	-1.998
Mag.	300	1.191	-460	-383	..	-155	-1.351
Giu.	2.300	5.610	1.307	713	..	120	-2.003
Lug.	1.400	42	-639	-817	..	-90	719
Ago.	600	1.888	1.495	644	..	40	207
Set.	(500)	(144)	(-607)	139	..	-100	(-251)
CCT							
1988	2.594	734	3.251	..	..	200	5.112
1989	2.161	2	2.061	2.610	..	152	4.220
1990	1.229	6.207	-9.583	-661	..	148	-14.562
1990 - Set.	956	128	-6.101	-3.703	..	-145	-5.274
Ott.	38	64	225	..	..	-10	199
Nov.	21	3.815	4.399	5.234	-1.035	765	605
Dic.	72	1.804	-1.590	-3.285	1.035	115	-3.322
1991 - Gen.	14	1.472	5.286	5.593	..	-155	3.828
Feb.	26	49	1.600	1.993	..	-155	1.577
Mar.	9	495	-2.205	-1.322	..	-290	-2.690
Apr.	10	9	-2.906	-2.546	..	100	-2.905
Mag.	13	4	770	1.937	..	-250	780
Giu.	13	4	929	1.031	..	300	938
Lug.	13	90	572	634	..	..	495
Ago.	12	954	-1.727	-1.250	..	-145	-2.669
Set.	(10)	(1.484)	(-3.753)	-2.477	..	-185	(-5.227)

Operazioni in titoli di Stato di BI-UIC
(miliardi di lire)

PERIODO	MERCATO PRIMARIO		MERCATO APERTO			VARIAZIONI PORTA- FOGLIO BI-UIC	
	sottoscrizioni	rimborsi	di cui: operazioni temporanee				
			acquisti pronti c/ termine	vendite pronti c/ termine	altre operazioni		
ALTRI TITOLI							
1988	4.777	4.294	-1.349	-421	..	23	-867
1989	2.042	1.131	2.297	270	..	37	3.208
1990	4.162	8.772	11.076	1.498	..	80	6.466
1990 - Set.	460	114	-1.983	-1.338	..	150	-1.637
Ott.	125	368	1.472	..	..	..	1.229
Nov.	56	1.436	3.116	1.600	..	60	1.735
Dic.	66	479	1.452	168	..	130	1.038
1991 - Gen.	19	320	2.293	2.025	..	-51	1.992
Feb.	55	1	1.981	2.558	..	141	2.035
Mar.	61	86	-686	181	..	-230	-711
Apr.	25	7	-1.788	-2.735	..	-350	-1.770
Mag.	25	7	-501	-1.362	..	350	-484
Giu.	686	1	5.585	3.247	..	-150	6.271
Lug.	97	487	2.161	-1.296	..	..	1.771
Ago.	45	1	2.450	293	..	100	2.494
Set.	(167)	(4)	(-2.220)	-2.719	..	-150	(-2.057)
TOTALE							
1988	31.383	21.811	-10.601	-675	..	-391	-1.029
1989	23.091	16.540	-2.106	2.880	..	1.531	4.445
1990	21.141	25.424	2.393	2.120	..	179	-1.891
1990 - Set.	1.916	758	-11.188	-5.331	..	658	-10.030
Ott.	163	760	1.597	..	..	-823	1.000
Nov.	927	5.578	9.950	7.394	-1.035	1.130	5.298
Dic.	4.888	3.856	3.495	-2.394	1.035	1.871	4.527
1991 - Gen.	933	3.995	5.148	7.268	..	-2.227	2.086
Feb.	1.080	1.067	6.408	5.232	..	1.064	6.421
Mar.	571	2.179	-4.098	-1.422	..	-1.468	-5.706
Apr.	35	1.313	-5.396	-5.647	..	-195	-6.674
Mag.	338	1.202	-191	192	..	-55	-1.055
Giu.	3.000	5.614	7.820	4.991	..	270	5.206
Lug.	1.510	619	2.094	-1.479	..	-90	2.984
Ago.	657	2.843	2.218	-313	..	-5	32
Set.	(677)	(1.632)	(-6.580)	-5.057	..	-435	(-7.535)

Aste dei buoni ordinari del Tesoro

DATA	BOT IN SCADENZA			BOT offerti	Scadenza in giorni	BOT domandati dagli operatori	BOT AGGIUDICATI			Prezzo medio di aggiudicazione	RENDIMENTI		
	Operatori	Banca d'Italia	Totale				Operatori	Banca d'Italia	Totale		Netto	Lordo	
3 MESI													
1990 - fine	Set. ...	8.523	477	9.000	10.500	94	12.835	10.500	..	10.500	97,50	8,97	10,33
metà	Ott. ...	2.980	20	3.000	4.000	92	5.520	4.000	..	4.000	97,36	9,72	11,20
fine	" ...	11.276	224	11.500	12.500	92	12.609	12.500	..	12.500	97,25	10,15	11,70
metà	Nov. ...	2.950	50	3.000	4.000	91	6.039	4.000	..	4.000	97,11	10,82	12,48
fine	" ...	9.455	45	9.500	10.500	90	10.743	10.500	..	10.500	96,93	11,68	13,48
metà	Dic. ...	4.030	220	4.250	5.250	90	5.855	4.950	300	5.250	96,82	12,13	14,00
fine	" ...	10.201	299	10.500	12.500	88	15.311	12.500	..	12.500	96,88	12,17	14,05
1991 - metà	Gen. ...	3.641	359	4.000	4.250	90	6.669	4.250	..	4.250	97,02	11,31	13,05
fine	" ...	11.570	930	12.500	12.500	90	11.463	11.288	500	11.788	97,07	11,11	12,82
metà	Feb. ...	3.895	105	4.000	4.250	90	5.181	4.250	..	4.250	96,95	11,59	13,39
fine	" ...	10.485	15	10.500	11.500	91	12.889	11.500	..	11.500	96,90	11,66	13,46
metà	Mar. ...	4.905	345	5.250	5.500	92	6.176	5.200	300	5.500	96,83	11,81	13,63
fine	" ...	12.470	30	12.500	12.000	91	14.757	12.000	..	12.000	97,07	10,98	12,67
metà	Apr. ...	4.175	75	4.250	4.250	91	6.664	4.250	..	4.250	97,06	11,02	12,71
fine	" ...	10.991	797	11.788	11.000	91	12.758	11.000	..	11.000	97,11	10,82	12,48
metà	Mag. ...	4.235	15	4.250	4.000	93	6.203	4.000	..	4.000	97,11	10,57	12,20
fine	" ...	11.430	70	11.500	11.500	92	12.673	11.200	300	11.500	97,19	10,38	11,97
metà	Giu. ...	5.115	385	5.500	4.500	94	4.923	4.500	..	4.500	97,13	10,38	11,97
fine	" ...	11.975	25	12.000	12.000	94	13.068	12.000	..	12.000	97,06	10,65	12,29
metà	Lug. ...	4.245	5	4.250	4.500	92	5.833	4.500	..	4.500	97,09	10,77	12,43
fine	" ...	10.985	15	11.000	11.500	92	13.344	11.500	..	11.500	97,07	10,85	12,52
metà	Ago. ...	4.000	..	4.000	4.500	90	6.578	4.500	..	4.500	97,11	10,95	12,63
fine	" ...	10.980	520	11.500	12.500	91	14.349	12.500	..	12.500	97,06	11,02	12,71
metà	Set. ...	4.419	81	4.500	5.000	91	8.226	5.000	..	5.000	97,15	10,66	12,30
fine	" ...	11.985	15	12.000	13.000	92	14.144	13.000	..	13.000	97,16	10,50	12,11
metà	Ott. ...	4.475	25	4.500	4.750	92	6.976	4.750	..	4.750	97,16	10,50	12,11
6 MESI													
1990 - fine	Set. ...	13.000	..	13.000	14.000	182	19.091	13.999	..	13.999	94,53	10,34	11,94
metà	Ott. ...	4.750	..	4.750	5.750	182	6.673	5.750	..	5.750	94,57	10,25	11,85
fine	" ...	13.975	25	14.000	15.000	182	16.285	15.000	..	15.000	94,60	10,19	11,78
metà	Nov. ...	4.000	..	4.000	4.500	181	4.763	4.500	..	4.500	94,54	10,38	11,99
fine	" ...	10.967	33	11.000	11.500	181	10.873	10.650	850	11.500	94,38	10,70	12,37
metà	Dic. ...	3.910	90	4.000	4.750	182	3.444	3.255	1.300	4.555	94,11	11,20	12,95
fine	" ...	12.536	964	13.500	14.250	179	11.901	11.309	2.750	14.059	93,93	11,77	13,62
1991 - metà	Gen. ...	4.635	865	5.500	5.250	181	7.167	5.250	..	5.250	93,81	11,88	13,75
fine	" ...	12.500	..	12.500	12.750	181	15.812	12.750	..	12.750	94,15	11,18	12,93
metà	Feb. ...	4.748	502	5.250	5.500	183	5.544	5.499	..	5.499	94,05	11,25	13,02
fine	" ...	13.463	30	13.493	14.500	183	14.925	14.000	500	14.500	93,93	11,50	13,30
metà	Mar. ...	4.455	45	4.500	5.000	186	5.856	5.000	..	5.000	93,88	11,41	13,19
fine	" ...	13.692	308	14.000	14.000	185	17.323	14.000	..	14.000	94,21	10,80	12,49
metà	Apr. ...	5.685	65	5.750	5.750	183	6.337	5.750	..	5.750	94,30	10,74	12,42
fine	" ...	14.870	130	15.000	15.500	183	16.055	15.500	..	15.500	94,35	10,64	12,30
metà	Mag. ...	4.384	116	4.500	4.500	183	6.146	4.500	..	4.500	94,41	10,52	12,16
fine	" ...	10.656	844	11.500	11.000	183	13.204	11.000	..	11.000	94,61	10,12	11,68
metà	Giu. ...	2.980	1.575	4.555	4.000	185	4.628	4.000	..	4.000	94,59	10,04	11,60
fine	" ...	11.671	2.388	14.059	14.000	186	13.304	12.700	1.300	14.000	94,46	10,24	11,83
metà	Lug. ...	5.250	..	5.250	5.500	184	5.421	5.421	..	5.421	94,35	10,58	12,23
fine	" ...	12.730	20	12.750	12.500	184	13.944	12.500	..	12.500	94,28	10,72	12,39
metà	Ago. ...	5.304	195	5.499	6.000	182	6.240	6.000	..	6.000	94,19	11,03	12,75
fine	" ...	13.995	505	14.500	14.500	182	14.951	14.500	..	14.500	94,10	11,22	12,97
metà	Set. ...	4.990	10	5.000	5.250	182	8.873	5.250	..	5.250	94,18	11,05	12,78
fine	" ...	13.987	13	14.000	14.000	183	17.183	14.000	..	14.000	94,34	10,66	12,32
metà	Ott. ...	5.720	30	5.750	6.000	183	7.807	6.000	..	6.000	94,37	10,60	12,25

Aste dei buoni ordinari del Tesoro

DATA	BOT IN SCADENZA			BOT offerti	Scadenza in giorni	BOT domandati dagli operatori	BOT AGGIUDICATI			Prezzo medio di aggiudicazione	RENDIMENTI		
	Operatori	Banca d'Italia	Totale				Operatori	Banca d'Italia	Totale		Netto	Lordo	
12 MESI													
1990 - fine	Set.	9.492	8	9.500	10.500	367	12.046	10.000	500	10.500	89,00	10,59	12,29
metà	Ott.	2.995	5	3.000	3.750	365	4.556	3.750	..	3.750	89,00	10,65	12,36
fine	"	10.497	3	10.500	11.500	365	12.648	11.500	..	11.500	89,00	10,65	12,36
metà	Nov.	3.000	..	3.000	3.500	364	3.784	3.500	..	3.500	89,00	10,68	12,39
fine	"	9.300	200	9.500	10.000	364	9.633	9.633	..	9.633	88,90	10,79	12,52
metà	Dic.	1.750	..	1.750	2.500	367	2.669	2.300	200	2.500	88,55	11,07	12,86
fine	"	10.500	..	10.500	11.250	365	11.699	11.050	200	11.250	88,45	11,24	13,06
1991 - metà	Gen.	4.230	20	4.250	4.500	365	5.388	4.100	400	4.500	88,40	11,30	13,12
fine	"	13.750	..	13.750	13.750	365	14.540	13.750	..	13.750	88,55	11,13	12,93
metà	Feb.	4.695	55	4.750	5.250	365	4.868	4.750	500	5.250	88,40	11,30	13,12
fine	"	13.690	310	14.000	14.000	365	14.492	14.000	..	14.000	88,35	11,35	13,19
metà	Mar.	3.155	845	4.000	4.500	368	5.129	4.300	200	4.500	88,20	11,41	13,27
fine	"	11.975	25	12.000	12.500	368	15.787	12.500	..	12.500	88,90	10,67	12,38
metà	Apr.	3.521	229	3.750	3.750	366	4.778	3.750	..	3.750	89,05	10,57	12,26
fine	"	10.000	..	10.000	10.500	366	11.420	10.500	..	10.500	89,20	10,41	12,07
metà	Mag.	2.859	141	3.000	3.500	366	4.074	3.500	..	3.500	89,15	10,46	12,14
fine	"	6.995	5	7.000	7.500	365	8.566	7.500	..	7.500	89,55	10,06	11,67
metà	Giu.	2.246	254	2.500	3.000	367	2.772	2.700	300	3.000	89,50	10,06	11,67
fine	"	9.018	982	10.000	10.000	368	9.290	9.185	700	9.885	89,25	10,29	11,95
metà	Lug.	2.500	..	2.500	2.500	366	3.245	2.500	..	2.500	89,35	10,25	11,89
fine	"	10.498	2	10.500	11.000	366	10.006	9.600	1.400	11.000	89,20	10,41	12,07
metà	Ago.	2.500	..	2.500	2.500	364	2.852	2.500	..	2.500	89,15	10,52	12,20
fine	"	9.332	668	10.000	10.000	367	9.574	9.400	600	10.000	89,00	10,59	12,29
metà	Set.	2.725	25	2.750	3.000	365	3.705	3.000	..	3.000	88,95	10,70	12,42
fine	"	10.500	..	10.500	11.000	366	11.524	10.500	500	11.000	88,90	10,73	12,45
metà	Ott.	3.750	..	3.750	3.750	366	6.890	3.750	..	3.750	89,05	10,57	12,26
TOTALE													
1990 - fine	Set.	31.015	485	31.500	35.000	-	43.972	34.499	500	34.999	-	10,00	11,56
metà	Ott.	10.725	25	10.750	13.500	-	16.749	13.500	..	13.500	-	10,20	11,80
fine	"	35.748	252	36.000	39.000	-	41.542	39.000	..	39.000	-	10,31	11,93
metà	Nov.	9.950	50	10.000	12.000	-	14.586	12.000	..	12.000	-	10,61	12,27
fine	"	29.722	278	30.000	32.000	-	31.249	30.783	850	31.633	-	11,05	12,78
metà	Dic.	9.690	310	10.000	12.500	-	11.968	10.505	1.800	12.305	-	11,57	13,38
fine	"	33.237	1.263	34.500	38.000	-	38.911	34.859	2.950	37.809	-	11,74	13,60
1991 - metà	Gen.	12.506	1.244	13.750	14.000	-	19.224	13.600	400	14.000	-	11,52	13,34
fine	"	37.820	930	38.750	39.000	-	41.815	37.788	500	38.288	-	11,14	12,90
metà	Feb.	13.338	662	14.000	15.000	-	15.593	14.499	500	14.999	-	11,37	13,16
fine	"	37.638	355	37.993	40.000	-	42.306	39.500	500	40.000	-	11,49	13,31
metà	Mar.	12.515	1.235	13.750	15.000	-	17.161	14.500	500	15.000	-	11,56	13,38
fine	"	38.137	363	38.500	38.500	-	47.867	38.500	..	38.500	-	10,81	12,51
metà	Apr.	13.381	369	13.750	13.750	-	17.779	13.750	..	13.750	-	10,78	12,47
fine	"	35.861	927	36.788	37.000	-	40.233	37.000	..	37.000	-	10,63	12,29
metà	Mag.	11.478	272	11.750	12.000	-	16.423	12.000	..	12.000	-	10,52	12,17
fine	"	29.081	919	30.000	30.000	-	34.443	29.700	300	30.000	-	10,20	11,79
metà	Giu.	10.341	2.214	12.555	11.500	-	12.323	11.200	300	11.500	-	10,18	11,76
fine	"	32.664	3.395	36.059	36.000	-	35.662	33.885	2.000	35.885	-	10,39	12,02
metà	Lug.	11.995	5	12.000	12.500	-	14.499	12.421	..	12.421	-	10,58	12,23
fine	"	34.213	37	34.250	35.000	-	37.294	33.600	1.400	35.000	-	10,67	12,34
metà	Ago.	11.804	195	11.999	13.000	-	15.670	13.000	..	13.000	-	10,90	12,60
fine	"	34.307	1.693	36.000	37.000	-	38.874	36.400	600	37.000	-	10,98	12,70
metà	Set.	12.134	116	12.250	13.250	-	20.804	13.250	..	13.250	-	10,82	12,52
fine	"	36.472	28	36.500	38.000	-	42.851	37.500	500	38.000	-	10,63	12,29
metà	Ott.	13.945	55	14.000	14.500	-	21.673	14.500	..	14.500	-	10,56	12,21

Acquisti pronti contro termine da parte della Banca d'Italia

DATA DELL'ASTA	IMPORTO DELL'OPERAZIONE		DURATA IN GIORNI		TASSI DI RENDIMENTO	
	Offerto	Accolto	Minima	Massima	Marginale	Medio ponderato
1991 - Mar. 21	1.500	1.500	22	22	9,95	10,21
1991 - Mar. 22	4.000	4.000	4	7	10,10	10,30
1991 - Mar. 25	7.500	4.743	8	8	9,95	10,10
1991 - Mar. 26	2.000	2.000	20	20	10,00	10,14
1991 - Mar. 28	2.000	835	19	19	10,00	10,07
1991 - Mar. 29	1.500	1.500	18	18	10,10	10,17
1991 - Apr. 9	1.000	1.000	6	6	10,45	10,58
1991 - Apr. 23	5.000	5.000	16	16	10,25	10,46
1991 - Apr. 24	6.000	5.431	6	6	10,00	10,17
1991 - Mag. 6	1.750	1.750	9	9	10,15	10,28
1991 - Mag. 10	2.500	2.500	6	6	10,05	10,28
1991 - Mag. 21	2.000	1.631	27	27	10,00	10,08
1991 - Mag. 22	4.000	2.861	25	25	10,00	10,06
1991 - Mag. 24	3.500	3.468	21	24	10,00	10,06
1991 - Mag. 27	5.000	1.163	25	25	10,00	10,00
1991 - Mag. 28	1.500	1.500	24	24	10,00	10,02
1991 - Mag. 31	1.500	1.500	14	18	10,00	10,04
1991 - Giu. 3	2.500	2.500	13	18	10,00	10,03
1991 - Giu. 4	5.000	4.443	12	17	10,00	10,02
1991 - Giu. 5	4.500	495	26	26	10,00	10,01
1991 - Giu. 18	1.500	1.500	10	13	10,15	10,22
1991 - Giu. 20	2.500	2.500	8	21	10,10	10,17
1991 - Giu. 21	2.500	2.500	7	10	10,05	10,10
1991 - Giu. 24	5.000	5.000	6	11	10,00	10,05
1991 - Giu. 25	5.000	3.943	3	10	10,00	10,01
1991 - Giu. 27	2.000	2.000	10	12	10,00	10,05
1991 - Giu. 28	3.000	2.352	10	11	10,00	10,04
1991 - Lug. 4	2.500	2.500	11	11	10,10	10,18
1991 - Lug. 5	4.500	4.500	7	14	10,05	10,10
1991 - Lug. 8	1.500	1.500	6	11	10,05	10,09
1991 - Lug. 23	3.500	3.500	8	24	10,10	10,17
1991 - Lug. 24	5.000	5.000	7	8	10,10	10,12
1991 - Lug. 25	7.000	4.785	6	14	10,00	10,04
1991 - Lug. 29	1.000	1.000	2	14	10,00	10,05
1991 - Ago. 5	3.000	3.000	8	11	10,10	10,15
1991 - Ago. 9	1.000	1.000	5	5	10,15	10,18
1991 - Ago. 13	6.500	6.500	3	20	10,15	10,20
1991 - Ago. 22	4.000	4.000	7	21	10,10	10,17
1991 - Ago. 23	4.000	4.000	7	10	10,00	10,10
1991 - Ago. 26	2.000	1.950	8	8	10,00	10,05
1991 - Set. 2	3.000	3.000	9	10	10,10	10,15
1991 - Set. 5	1.500	1.500	11	11	10,25	10,25
1991 - Set. 17	1.500	1.500	13	16	10,30	10,31
1991 - Set. 23	3.000	3.000	5	14	10,15	10,22
1991 - Set. 25	5.000	5.000	6	6	10,00	10,09
1991 - Ott. 3	2.250	2.250	8	8	10,10	10,18

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)
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
1991 - Feb. 28	9.804	1.078	8
1991 - Mar. 14	4.003	439	4
1991 - Mar. 29	10.304	130	7
1991 - Apr. 15	3.904	500	4
1991 - Apr. 30	9.530	185	2
1991 - Mag. 15	3.559	..	5
1991 - Mag. 30	7.762	30	8
1991 - Giu. 14	2.850	30	4
1991 - Giu. 28	7.597	150	11
1991 - Lug. 30	8.104	60	8
1991 - Ago. 30	9.304	100	10
1991 - Set. 16	4.076	..	7
1991 - Set. 30	8.736	..	4
1991 - Ott. 15	4.606	..	2

Vendite pronti contro termine da parte della Banca d'Italia

DATA DELL'ASTA	IMPORTO DELL'OPERAZIONE		DURATA IN GIORNI		TASSI DI RENDIMENTO	
	Offerto	Accolto	Minima	Massima	Marginale	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

Tassi d'interesse
(valori percentuali)

DATA	OPERAZIONI DELLA BANCA D'ITALIA						BUONI ORDINARI DEL TESORO			
	Base	Anticipaz. a scaden- za fissa	Operazioni pronti contro termine				3 mesi	6 mesi	12 mesi	Media
			Acquisti		Vendite					
			minimo	medio	massimo	medio				
1987	12,00	11,57	7,84	7,98	5,64	5,44	11,07	10,74	10,55	10,73
1988	12,50	11,58	4,01	4,06	9,56	9,32	11,17	11,06	11,17	11,13
1989	13,50	11,45	6,39	6,58	11,40	11,19	12,65	12,55	12,55	12,58
1990 – Set.	12,50	–	–	–	6,86	6,52	10,53	11,98	12,31	11,60
Ott.	12,50	12,50	–	–	11,01	10,66	11,58	11,80	12,36	11,89
Nov.	12,50	13,35	12,50	12,79	13,19	12,97	13,20	12,26	12,49	12,65
Dic.	12,50	14,16	12,98	13,25	–	–	14,04	13,47	13,03	13,56
1991 – Gen.	12,50	13,04	11,67	11,97	12,38	12,28	12,88	13,17	12,97	13,01
Feb.	12,50	12,86	11,78	11,97	15,00	14,15	13,44	13,22	13,17	13,27
Mar.	12,50	13,05	10,72	10,92	–	–	12,96	12,67	12,61	12,75
Apr.	12,50	–	10,23	10,40	–	–	12,54	12,33	12,12	12,34
Mag.	11,50	11,50	10,03	10,10	–	–	12,03	11,82	11,82	11,90
Giu.	11,50	11,50	10,03	10,07	–	–	12,20	11,77	11,89	11,96
Lug.	11,50	11,50	10,06	10,11	–	–	12,49	12,34	12,03	12,31
Ago.	11,50	11,50	10,08	10,14	–	–	12,69	12,91	12,27	12,68
Set.	11,50	11,50	10,16	10,21	–	–	12,16	12,45	12,44	12,34

Tassi d'interesse bancari a breve termine

DATA	Operazioni interbancarie					Operazioni con la clientela						Prime rate ABI
	Conti liberi	Over- night	1 mese	3 mesi	Eurolira 3 mesi	Depositi		Certificati di deposito		Prestiti		
						Massimo	Medio	6 mesi	12 mesi	Minimo	Medio	
1987	10,76	9,85	-	-	11,19	9,81	6,94	10,18	10,29	12,34	13,79	13,00
1988	11,73	11,76	-	-	11,91	9,62	6,77	9,98	10,06	12,34	13,66	13,00
1989	12,76	13,39	-	12,83	12,69	9,92	7,01	10,75	10,54	12,99	14,18	14,00
1990 - Set.	10,91	5,92	10,11	10,63	10,38	9,59	6,63	10,50	10,49	12,31	13,81	13,00
Ott.	10,45	10,86	11,27	11,40	10,65	9,60	6,65	10,49	10,53	12,19	13,67	13,00
Nov.	10,95	13,25	12,92	12,41	11,54	9,60	6,67	10,49	10,58	12,21	13,61	13,00
Dic.	12,40	14,52	14,39	13,45	12,35	9,67	6,73	10,50	10,59	12,37	13,77	13,00
1991 - Gen.	13,20	13,24	13,46	13,13	12,13	9,76	6,83	10,53	10,53	12,47	14,01	13,13
Feb.	13,35	13,79	13,73	13,30	12,17	9,85	6,89	10,57	10,52	12,68	14,24	13,50
Mar.	13,15	12,55	12,73	12,51	11,86	9,92	6,94	10,59	10,59	12,79	14,28	13,50
Apr.	12,45	11,41	11,91	11,90	11,39	9,88	6,87	10,53	10,56	12,67	14,22	13,38
Mag.	11,74	11,28	11,53	11,46	11,06	9,66	6,65	10,43	10,49	12,43	14,10	12,63
Giu.	11,36	11,46	11,50	11,47	11,06	9,44	6,34	10,21	10,26	12,08	13,73	12,50
Lug.	11,27	11,31	11,60	11,73	11,18	9,45	6,42	10,21	10,29	11,97	13,59	12,50
Ago.	11,51	11,63	11,78	11,86	11,41	9,47	6,44	10,24	10,28	12,01	13,66	12,50
Set.	11,43	10,63	11,46	11,61	11,25	9,50	6,48	10,37	10,32	12,04	13,71	12,50

Principali voci di situazione delle aziende di credito

(consistenze in miliardi di lire)

PERIODO	ATTIVO										
	Riserve bancarie	Impieghi		Titoli	di cui:		Azioni e partecipazioni	Sofferenze	Rapporti interbancari	Rapporti con ICS	Capitali fruttiferi sull'estero
		In lire	In valuta		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	116.814	374.248	52.935	200.395	22.171	112.658	19.599	26.166	104.171	10.420	100.608
1990 - Set. ...	123.504	383.217	61.509	176.306	20.255	98.365	20.326	27.977	74.887	7.745	99.115
Ott. ...	128.344	397.539	60.172	176.172	25.138	96.073	20.708	28.455	70.020	8.215	101.141
Nov. ...	133.618	409.945	58.678	167.637	23.443	91.252	21.150	28.605	67.240	9.115	103.055
Dic. ...	128.793	437.408	58.511	191.134	25.161	108.130	21.482	28.269	82.414	9.327	100.960
1991 - Gen. ...	131.423	432.515	57.235	158.384	15.001	87.708	21.187	28.797	59.419	8.054	96.129
Feb. ...	134.351	429.862	58.126	148.610	13.302	80.091	21.389	29.070	59.042	7.654	96.433
Mar. ...	133.983	424.884	61.209	152.444	14.157	82.067	20.568	29.328	59.016	8.484	104.402
Apr. ...	133.485	432.510	61.042	155.597	15.082	86.236	20.845	29.641	55.947	8.408	95.545
Mag. ...	133.653	437.867	63.232	157.446	14.586	90.177	21.348	29.951	62.711	8.269	98.765
Giu. ...	123.864	447.940	67.667	163.332	18.265	93.166	21.573	30.087	57.709	9.653	103.373
Lug. ...	128.151	464.288	68.934	152.724	14.359	90.503	22.397	31.105	52.744	8.391	96.870
Ago. ...	(127.274)	(453.338)	(68.535)	(160.971)	(17.845)	....	....	....	....	....	....
Set. ...	(123.874)	(454.388)	(68.435)	(172.971)	(21.845)	....	....	....	....	....	....

PERIODO	PASSIVO										
	Depositi	di cui:		Depositi in valuta di residenti	Fondi di terzi in amm.ne	Crediti da BI-UIC	Rapporti interbancari	Rapporti con ICS	Patrimonio	Provvista sull'estero	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	2.899
1990 - Set. ...	620.256	342.105	111.370	3.721	1.494	4.921	82.357	5.709	94.678	148.211	13.241
Ott. ...	628.105	344.963	116.991	3.906	1.708	4.888	76.649	5.831	94.846	150.046	24.787
Nov. ...	624.661	339.261	119.098	4.102	1.675	4.898	74.008	5.089	95.200	152.573	36.836
Dic. ...	686.279	390.416	119.956	4.097	1.724	7.563	89.747	7.141	95.695	158.049	8.003
1991 - Gen. ...	651.555	356.733	124.555	4.412	1.768	4.928	65.040	7.030	107.153	154.156	-2.900
Feb. ...	645.493	350.714	127.225	4.309	1.732	7.854	62.950	6.637	106.284	153.496	-4.218
Mar. ...	649.292	354.521	129.471	4.476	1.689	4.812	65.208	7.431	107.661	159.205	-5.458
Apr. ...	654.699	360.317	130.843	4.158	1.715	4.854	60.616	6.260	108.032	152.069	617
Mag. ...	646.501	351.507	133.910	3.887	1.731	4.959	67.182	4.218	107.904	161.667	15.194
Giu. ...	662.266	365.593	135.326	3.841	1.726	5.262	65.901	5.799	108.160	175.593	-3.350
Lug. ...	657.644	361.203	137.940	4.051	1.758	6.283	59.119	5.471	110.365	175.396	5.517
Ago. ...	(654.244)	(355.603)	(140.607)	....	....	4.652	....	....	....	....	....
Set. ...	(670.344)	(369.003)	(144.707)	....	....	3.815	....	....	....	....	....

Principali voci di situazione degli istituti di credito speciale

(consistenze in miliardi di lire)

PERIODO	ATTIVO							
	Cassa e disponibilità	Impieghi		Titoli	Azioni e partecipazioni	Attività sull'estero		
		su interno	p/c Tesoro			crediti finanziari a paesi esteri	crediti a non residenti	altre attività
1987	5.159	175.788	5.036	15.247	3.452	4.064	297	1.487
1988	5.461	202.951	3.879	16.880	3.949	4.123	551	1.621
1989	5.099	238.558	2.791	13.875	4.481	4.344	1.280	4.056
1990 - Set.	5.831	262.835	1.757	17.172	4.742	5.199	1.109	3.716
Ott.	6.175	266.787	1.757	16.281	4.742	5.222	1.062	3.740
Nov.	4.737	270.202	1.757	17.296	4.742	5.248	1.049	3.727
Dic.	5.500	277.402	1.708	15.909	4.867	5.476	1.311	3.857
1991 - Gen.	7.217	277.897	1.309	16.699	4.853	5.366	1.419	3.858
Feb.	6.363	281.901	1.309	16.301	4.841	5.425	1.525	3.695
Mar.	7.599	285.812	1.309	16.090	4.846	5.895	1.421	4.522
Apr.	7.025	288.709	1.309	17.329	4.893	5.955	1.474	4.409
Mag.	5.096	292.553	1.309	17.505	4.891	6.025	1.430	4.383
Giu.	5.386	291.751	1.309	18.439	5.094	6.177	1.421	4.412
Lug.	5.458	296.729	1.309	19.901	5.091	6.098	1.661	4.252
Ago.	6.090	299.997	1.309	20.050	5.090	6.143	1.634	4.233
Set. ....	....	(301.200)	....	....	....	....	....	....

PERIODO	PASSIVO								
	Obbligazioni		Certificati di deposito	Finanziamenti a breve termine	Fondi pubblici	Medio-credito centrale	Patrimonio	Passività sull'estero	Altre voci a saldo
	ordinarie	p/c Tesoro							
1987	113.681	5.036	30.878	6.104	7.537	3.038	23.609	29.959	-9.312
1988	121.239	3.949	43.837	6.656	7.911	3.541	25.957	36.528	-10.202
1989	129.378	2.863	52.804	8.016	8.806	4.237	28.365	52.681	-12.665
1990 - Set.	132.785	1.761	62.198	5.777	8.827	3.978	30.342	66.101	-9.408
Ott.	133.536	1.761	62.972	6.767	9.050	4.060	30.342	67.605	-10.327
Nov.	134.561	1.761	63.643	7.352	9.003	4.075	30.342	70.301	-12.280
Dic.	135.601	1.759	64.836	8.478	9.323	4.149	30.867	74.100	-13.082
1991 - Gen.	136.180	1.339	64.629	8.007	9.392	4.158	30.867	74.411	-10.366
Feb.	137.649	1.320	65.166	6.535	9.344	4.176	30.867	76.565	-10.263
Mar.	137.874	1.318	65.435	7.106	9.348	4.034	32.203	81.146	-10.971
Apr.	140.163	1.318	66.188	7.354	9.340	4.127	32.203	83.800	-13.388
Mag.	141.361	1.316	66.206	8.156	9.316	4.144	32.203	83.909	-13.418
Giu.	141.841	1.316	68.438	7.867	9.292	4.198	33.199	86.069	-18.230
Lug.	142.042	1.316	68.394	8.370	9.203	4.237	33.199	86.944	-13.206
Ago.	143.340	1.316	69.195	7.094	8.985	4.318	33.199	87.991	-10.891

Impieghi per branche di attività economica

(consistenze in miliardi di lire e variazioni percentuali)

Luglio 1991

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 silvicol- tura e della pesca	9.611	10,2	6.110	15,2	7.423	3,1	5.058	10,1
Prodotti energetici	5.230	-1,4	53	17,8	7.684	14,2	13	62,5
Minerali e metalli ferrosi e non ferrosi	6.518	-15,5	310	9,2	3.084	-3,7	25	13,6
Minerali e prodotti a base di minerali non metallici	8.921	17,2	1.711	12,2	3.730	12,8	205	15,2
Prodotti chimici	10.566	9,1	411	11,1	4.158	-2,1	41	17,1
Prodotti in metallo esclusi le macchine e i mezzi di trasporto	13.782	16,3	4.481	15,1	4.403	15,9	329	16,7
Macchine agricole e industriali	14.912	11,3	1.905	10,9	8.272	5,0	350	0,0
Macchine per ufficio, elaborazione da- ti, strumenti di precisione, ottica e simili	3.366	-11,5	311	14,8	2.248	-7,6	30	36,4
Materiale e forniture elettriche	11.271	14,8	1.022	18,3	4.663	3,9	85	25,0
Mezzi di trasporto	6.556	18,7	548	15,4	5.404	10,1	68	9,7
Prodotti alimentari, bevande e prodotti a base di tabacco	16.281	9,5	2.490	9,8	8.127	14,6	524	19,9
Prodotti tessili, cuoio e calzature, abbi- gliamento	25.527	7,1	5.665	12,4	4.835	12,6	441	17,3
Carta e prodotti della stampa e editoria	7.686	7,7	1.295	14,4	3.475	26,0	105	20,7
Prodotti in gomma e in plastica	5.631	10,2	1.185	10,1	1.469	7,5	85	25,0
Altri prodotti industriali	9.308	17,2	3.941	12,1	2.333	14,0	382	19,4
Edilizia e opere pubbliche	36.657	25,0	11.377	13,0	23.040	9,3	2.962	10,2
Servizi del commercio	55.295	12,0	24.879	12,8	10.203	18,3	4.207	17,7
Alberghi e pubblici esercizi	4.173	23,3	3.268	22,7	3.553	24,1	1.814	23,2
Servizi dei trasporti interni	5.445	12,5	2.558	10,6	13.870	15,6	156	25,8
Servizi dei trasporti marittimi e aerei	1.621	36,0	50	-2,0	1.898	-2,2	5	-68,8
Servizi connessi ai trasporti	2.382	33,4	275	19,6	2.105	-0,8	45	32,4
Servizi delle comunicazioni	650	8,3	16	33,3	9.789	16,1	1	....
Altri servizi destinabili alla vendita ..	34.247	34,8	6.359	21,2	17.119	38,3	1.536	28,0
TOTALE GENERALE	295.636	14,5	80.220	13,9	152.885	13,1	18.467	15,3
CREDITO ACCORDATO	527.629	10,3	104.742	12,9	204.390	13,2	19.652	12,5

**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				
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	18.634	1.434	2.887	12.427	4.404	14.881	37.919
1990	23.258	2.168	1.487	17.347	3.829	10.813	37.900
1989 - III trim	19.287	1.245	3.506	12.683	4.352	15.638	39.277
IV "	18.634	1.434	2.887	12.427	4.404	14.881	37.919
1990 - I trim	16.918	827	2.005	12.610	4.426	13.901	35.246
II "	21.043	601	2.679	15.758	4.314	15.708	41.065
III "	21.143	1.420	1.368	16.545	4.056	11.713	36.911
IV "	23.258	2.168	1.487	17.347	3.829	10.813	37.900
1991 - I trim	26.364	1.652	3.574	17.854	3.819	10.406	40.588
II "	28.571	1.052	5.030	18.951	3.866	10.277	42.714
III "	(29.592)	(1.133)	(4.793)	....	(3.707)	(9.273)	(42.572)
1990 - Set.	21.143	1.420	1.368	16.545	4.056	11.713	36.911
Ott.	22.419	1.693	1.351	17.368	3.969	11.638	38.026
Nov.	22.483	1.927	1.276	17.226	3.839	10.399	36.721
Dic.	23.258	2.168	1.487	17.347	3.829	10.813	37.900
1991 - Gen.	22.753	1.333	1.818	17.152	3.775	9.792	36.320
Feb.	23.851	1.568	2.642	16.836	3.814	10.643	38.308
Mar.	26.364	1.652	3.574	17.854	3.819	10.406	40.588
Apr.	27.472	1.227	3.826	18.800	3.824	10.062	41.358
Mag.	28.519	945	5.005	18.992	3.881	10.507	42.907
Giu.	28.571	1.052	5.030	18.951	3.866	10.277	42.714
Lug.	28.349	1.154	4.037	19.687	3.721	9.975	42.045
Ago.	29.261	1.130	4.224	20.142	3.678	9.566	42.505
Set.	(29.592)	(1.133)	(4.793)	....	(3.707)	(9.273)	(42.572)

**di diritto italiano:
e patrimonio netto**

periodo; miliardi di lire)

TITOLI IN VALUTA		Altre attività finanziarie	Portafoglio totale	PATRIMONIO NETTO	Per memoria	
	di cui: azioni				Raccolta lorda	Raccolta netta
5.497	2.608	624	56.505	59.454	17.525	-61
7.922	3.485	638	49.482	51.565	6.279	-12.960
6.905	4.942	1.053	45.877	49.165	10.020	-6.663
5.420	3.869	1.138	44.459	47.379	15.146	828
7.488	5.286	1.069	47.835	50.106	2.589	-286
6.905	4.942	1.053	45.877	49.165	2.386	-935
5.526	4.306	1.296	42.067	47.271	3.421	-1.318
5.609	4.441	1.155	47.830	50.353	3.792	-62
4.875	3.396	1.145	42.931	46.726	3.953	1.227
5.420	3.869	1.138	44.459	47.379	3.980	981
6.500	4.669	1.243	48.331	50.861	4.828	1.313
7.902	5.457	1.013	51.628	53.964	5.940	1.788
(8.221)	(5.691)	(1.123)	(51.916)	(55.332)	(5.246)	(1.344)
4.875	3.396	1.145	42.931	46.726	960	170
5.182	3.644	1.173	44.380	47.725	1.591	578
5.211	3.612	1.179	43.112	46.528	1.281	265
5.420	3.869	1.138	44.459	47.379	1.108	138
5.490	3.926	1.263	43.073	46.714	1.350	-15
5.991	4.217	1.195	45.493	49.379	1.639	619
6.500	4.669	1.243	48.331	50.861	1.839	709
6.981	4.986	1.090	49.428	51.723	1.676	472
7.506	5.270	937	51.350	53.365	2.054	504
7.902	5.457	1.013	51.628	53.964	2.210	812
7.960	5.507	1.197	51.202	54.509	2.235	704
8.155	5.564	1.241	51.901	55.275	1.583	616
(8.221)	(5.691)	(1.123)	(51.916)	(55.332)	(1.428)	(24)

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	107.490	5.178	2.195	114.863	23.927	504	12.261	(12.203)	(65.969)	12.220
1986	97.740	6.805	6.071	110.616	9.309	830	11.618	(27.866)	(60.994)	18.872
1987	85.628	11.012	4.038	100.677	-3.085	485	5.975	(-2.971)	(100.274)	10.432
1988	103.850	7.966	709	112.525	-1.050	252	-10.918	(-9.555)	(133.795)	9.697
1989	108.588	8.205	35	116.828	4.975	-6	-9.060	-4.170	125.089	18.370
1990	116.753	5.985	-2.592	120.147	-1.873	-577	-8.730	3.784	127.542	21.246
1989-II trim ..	18.873	3.353	675	22.901	2.676	203	-5.490	-1.304	26.817	2.441
III " ..	27.738	2.071	-21	29.788	-5.972	-182	-510	645	35.807	5.139
IV " ..	34.721	2.544	408	37.674	7.875	93	17.390	-686	13.003	8.937
1990-I trim ..	19.257	629	-448	19.438	-2.490	-221	-36.850	-1.857	60.856	3.112
II " ..	33.863	1.644	370	35.878	-3.671	-50	3.530	3.571	32.497	4.960
III " ..	19.525	1.036	-1.607	18.955	-6.502	-221	9.080	104	16.494	5.725
IV " ..	44.108	2.676	-907	45.877	10.791	-85	15.510	1.965	17.695	7.451
1991-I trim ..	25.647	2.215	2.136	29.998	2.833	-167	(-39.430)	2.829	(63.933)	(2.337)
II " ..	33.902	(4.197)	403	(38.502)	-2.590	-33	(10.890)	2.168	(28.065)	(1.957)
1990-Ago.	7.368	738	-103	8.003	-6.639	-10	9.310	-1.108	6.450	472
Set.	7.182	789	-24	7.947	-10.025	-38	14.900	235	2.875	890
Ott.	15.965	682	-96	16.551	969	-39	-470	1.164	14.928	2.038
Nov.	12.754	1.025	-228	13.551	5.302	-18	-8.350	128	16.489	1.363
Dic.	15.389	969	-584	15.775	4.521	-28	24.330	674	-13.722	4.050
1991-Gen.	3.905	507	107	4.519	2.077	-27	(-33.510)	-556	(36.535)	(1.448)
Feb.	11.512	1.482	2.044	15.038	6.411	-117	(-9.860)	1.007	(17.597)	(742)
Mar.	10.230	226	-15	10.441	-5.655	-23	(3.940)	2.378	(9.801)	(146)
Apr.	12.521	2.289	-296	14.514	-6.715	0	(3.100)	1.058	(17.071)	(600)
Mag.	13.758	643	-61	14.340	-1.065	-8	(1.750)	867	(12.796)	(596)
Giu.	7.624	(1.265)	760	(9.648)	5.191	-25	(6.040)	244	(-1.801)	(762)
Lug.	7.805	(247)	-926	(7.126)	2.391	-68	(-10.870)	-105	(15.778)	(581)
Ago.	10.494	(523)	-260	(10.757)	39	-27	....	878	....	(251)

Condizioni di emissione dei BTP

Codice ABI	Titolo	Data di emissione	Prezzo di emissione	Rendimento all'emissione		Importo collocato (mld. di lire)	Cedola		
				Lordo	Netto		Lorda	Netta	
12676	BTP	1.3.96	4.3.91	97,10	13,77	11,98	4.000	6,25	5,4685
12676	BTP	1.3.96	3.4.91	98,15	13,44	11,63	3.000	6,25	5,4685
12676	BTP	1.3.96	6.5.91	99,30	13,09	11,25	4.000	6,25	5,4685
12677	BTP	1.3.01	5.3.91	95,75	13,73	11,96	3.000	6,25	5,4685
12677	BTP	1.3.01	2.4.91	97,40	13,39	11,62	3.000	6,25	5,4685
12677	BTP	1.3.01	2.5.91	98,00	13,27	11,48	4.000	6,25	5,4685
12678	BTP	19.3.98	19.3.91	97,80	13,39	11,63	2.000	6,25	5,4685
12678	BTP	19.3.98	18.4.91	99,75	12,94	11,17	2.000	6,25	5,4685
12678	BTP	19.3.98	21.5.91	100,75	12,70	10,91	2.000	6,25	5,4685
12679	BTP	1.6.01	3.6.91	99,15	12,52	10,87	2.500	6,00	5,2500
12679	BTP	1.6.01	1.7.91	95,35	13,24	11,53	2.000	6,00	5,2500
12679	BTP	1.6.01	2.8.91	94,20	13,48	11,72	2.000	6,00	5,2500
12680	BTP	1.6.96	5.6.91	100,35	12,27	10,60	2.000	6,00	5,2500
12680	BTP	1.6.96	3.7.91	96,45	13,40	11,65	3.000	6,00	5,2500
12680	BTP	1.6.96	1.8.91	96,10	13,52	11,73	3.000	6,00	5,2500
12681	BTP	20.6.98	20.6.91	95,90	13,30	11,60	2.500	6,00	5,2500
12681	BTP	20.6.98	18.7.91	96,25	13,22	11,50	1.500	6,00	5,2500
12681	BTP	20.6.98	19.8.91	95,95	13,30	11,54	1.500	6,00	5,2500
12682	BTP	1.9.96	3.9.91	97,20	13,18	11,48	4.000	6,00	5,2500
12682	BTP	1.9.96	3.10.91	98,40	12,81	11,09	4.000	6,00	5,2500
12683	BTP	1.9.01	4.9.91	95,90	13,15	11,46	2.000	6,00	5,2500
12683	BTP	1.9.01	1.10.91	98,00	12,72	11,04	3.000	6,00	5,2500
12684	BTP	18.9.98	18.9.91	97,80	12,86	11,18	2.500	6,00	5,2500
12684	BTP	18.9.98	18.10.91	99,65	12,42	10,74	2.500	6,00	5,2500

Condizioni di emissione dei CTE

Codice ABI	Titolo	Data di emissione	Prezzo di emissione	Rendimento all'emissione		Importo collocato (milioni di ecu)	Tasso di cambio lira-ecu all'emis.	Cedola		
				Lordo	Netto			Lorda	Netta	
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	1.000	1.543,10	11,90	10,4125
13087	CTE	26.9.95	26.11.90	102,25	11,24	9,71	800	1.548,88	11,90	10,4125
13087	CTE	26.9.95	13.12.90	102,00	11,30	9,75	700	1.547,95	11,90	10,4125
13203	CTE	16.7.96	16.7.91	102,50	10,32	8,97	1.000	1.529,00	11,00	9,6250
13203	CTE	16.7.96	23.9.91	104,15	9,85	8,45	700	1.532,25	11,00	9,6250

Condizioni di emissione dei CTO

Codice ABI	Titolo	Data di emissione	Prezzo di emissione	Rendimento all'emissione		Importo collocato (mln. di lire)	Cedola		Data di rimborso anticipato	
				Lordo	Netto		Lorda	Netta		
13098	CTO	17.4.97	17.4.91	100,85	12,66	10,98	2.000	6,25	5,4685	17.4.94
13098	CTO	17.4.97	20.5.91	101,75	12,42	10,72	2.500	6,25	5,4685	17.4.94
13201	CTO	19.6.97	19.6.91	98,90	12,62	11,00	2.500	6,00	5,2500	19.6.94
13201	CTO	19.6.97	17.7.91	98,80	12,65	11,00	2.000	6,00	5,2500	19.6.94
13201	CTO	19.6.97	21.8.91	98,55	12,71	11,03	1.000	6,00	5,2500	19.6.94
13206	CTO	19.9.97	19.9.91	99,15	12,56	10,95	2.000	6,00	5,2500	19.9.94
13206	CTO	19.9.97	21.10.91	100,45	12,22	10,59	2.500	6,00	5,2500	19.9.94

Condizioni di emissione dei CCT

Codice ABI	Titolo	Data di emissione	Prezzo di emissione	Rendimento all'emissione		Importo collocato (mln. di lire)	Spread	Prima cedola		
				Lordo	Netto			Lorda	Netta	
13097	CCT	1.4.98	2.4.91	98,60	13,70	11,93	5.000	0,50	6,30	5,5125
13097	CCT	1.4.98	16.4.91	99,45	13,40	11,63	2.500	0,50	6,30	5,5125
13099	CCT	1.5.98	3.5.91	99,00	13,31	11,58	7.000	0,50	6,30	5,5125
13099	CCT	1.5.98	17.5.91	101,00	12,96	11,22	2.500	0,50	6,30	5,5125
13200	CCT	1.6.98	4.6.91	100,40	12,56	10,90	4.500	0,50	6,00	5,2500
13200	CCT	1.6.98	18.6.91	99,20	12,83	11,14	2.500	0,50	6,00	5,2500
13202	CCT	1.7.98	2.7.91	98,10	13,37	11,64	6.000	0,50	6,00	5,2500
13202	CCT	1.7.98	16.7.91	99,10	13,14	11,42	2.000	0,50	6,00	5,2500
13204	CCT	1.8.98	1.8.91	97,50	13,59	11,85	5.500	0,50	6,00	5,2500
13204	CCT	1.8.98	16.8.91	97,50	13,82	12,04	2.500	0,50	6,00	5,2500
13205	CCT	1.9.98	2.9.91	97,65	13,77	12,01	7.000	0,50	6,00	5,2500
13205	CCT	1.9.98	17.9.91	98,60	13,74	11,95	2.500	0,50	6,00	5,2500
13207	CCT	1.10.98	2.10.91	98,40	13,78	12,00	8.500	0,50	6,00	5,2500
13207	CCT	1.10.98	17.10.91	99,75	13,27	11,52	2.500	0,50	6,00	5,2500

Mercato mobiliare: rendimenti attesi e indici di capitalizzazione

DATA	Rendimenti attesi netti						Indici di capitalizzazione					
	CCT	CTE	CTS	CTR	BTP	Obbligaz. mobiliari	CCT	CTE	CTS	CTR	BTP	Fondi comuni
1985	14,68	9,88	-	4,61	13,71	13,08	226,18	162,52	-	101,12	126,89	117,10
1986	12,41	8,52	-	4,49	11,47	10,56	259,08	187,57	-	117,76	146,91	161,60
1987	10,66	8,44	-	4,57	10,58	10,13	289,14	207,29	-	132,34	163,43	169,68
1988	11,25	8,11	11,67	5,39	10,54	10,87	316,26	233,11	101,02	141,33	180,86	167,63
1989	12,71	9,32	12,96	6,65	11,61	11,61	348,83	238,78	108,48	148,24	198,46	189,77
1990	12,31	9,99	12,41	6,87	11,87	12,03	397,58	255,49	124,16	164,87	221,95	201,58
1989 - III trim ..	12,83	9,30	12,88	6,71	11,69	11,66	353,28	238,59	110,43	149,83	200,98	197,59
IV " ..	13,36	9,70	13,65	7,52	12,22	11,82	363,99	241,78	112,33	150,10	205,74	196,43
1990 - I trim ..	12,99	9,94	13,39	7,82	12,37	12,00	376,32	245,54	116,21	153,24	211,50	199,79
II " ..	12,37	10,13	12,36	7,10	11,83	12,12	391,55	248,80	122,55	161,23	219,04	208,07
III " ..	11,79	9,97	11,77	6,45	11,55	11,92	405,41	259,30	127,40	168,88	225,71	204,42
IV " ..	12,08	9,93	12,14	6,12	11,74	12,07	417,03	268,31	130,49	176,13	231,57	194,06
1991 - I trim ..	12,55	9,48	12,37	6,27	11,91	12,28	428,89	274,31	134,28	182,00	237,94	197,88
II " ..	11,35	8,70	11,02	5,40	11,13	11,51	445,84	281,12	140,51	190,76	248,23	209,38
III " ..	11,58	9,00	11,41	5,33	11,33	11,45	457,18	283,83	143,43	197,54	254,17	210,93
1990 - Set.	11,98	10,21	12,04	6,43	11,60	12,05	409,24	261,66	128,09	170,53	227,59	197,53
Ott.	11,88	10,14	11,97	5,99	11,58	11,92	413,73	265,18	129,46	174,04	229,84	195,88
Nov.	11,96	9,91	11,93	6,05	11,69	12,00	417,54	268,66	130,97	176,10	231,85	192,45
Dic.	12,40	9,75	12,52	6,31	11,96	12,29	419,82	271,08	131,03	178,24	233,03	193,84
1991 - Gen.	12,61	9,73	12,60	6,25	12,04	12,28	424,10	273,01	132,46	180,37	235,05	191,89
Feb.	12,58	9,54	12,42	6,35	12,00	12,38	428,51	273,70	134,16	181,70	237,66	197,96
Mar.	12,45	9,16	12,08	6,22	11,69	12,16	434,07	276,21	136,23	183,94	241,12	203,80
Apr.	11,69	8,75	11,54	5,87	11,34	11,85	440,08	279,92	138,17	187,15	245,01	207,32
Mag.	11,28	8,61	10,84	5,29	10,99	11,43	446,86	281,75	140,96	191,22	248,90	208,78
Giu.	11,09	8,74	10,69	5,03	11,06	11,24	450,57	281,68	142,40	193,93	250,77	212,05
Lug.	11,38	8,93	11,20	5,06	11,33	11,37	453,25	282,76	142,54	196,11	251,75	210,33
Ago.	11,62	9,07	11,51	5,53	11,41	11,46	456,71	284,31	143,12	197,07	253,79	210,83
Set.	11,73	8,99	11,51	5,39	11,24	11,51	461,57	284,41	144,63	199,46	256,97	211,62

Attività liquide del settore non statale

(consistenze di fine periodo in miliardi di lire, variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

DATA	Consistenze di fine periodo				Variazioni percentuali			
	M1	M2A	M2	M3	M1	M2A	M2	M3
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	632.794	664.762	828.394	7,9	7,1	8,6	11,6
1988	386.037	667.746	723.675	931.290	8,1	5,5	8,9	12,4
1989 – Ago.	374.030	650.717	732.403	975.411	8,2	5,8	10,2	13,3
Set.	377.967	653.725	735.967	983.733	7,2	5,0	9,3	12,4
Ott.	380.480	656.716	741.746	990.283	6,7	4,7	9,0	11,7
Nov.	376.993	653.661	739.863	993.883	8,0	5,5	9,8	12,7
Dic.	433.334	719.410	805.503	1.054.355	8,9	5,8	9,5	11,8
1990 – Gen.	404.482	694.125	787.175	1.053.941	11,3	7,7	11,2	13,3
Feb.	395.555	681.018	778.063	1.048.926	10,4	7,0	10,5	12,2
Mar.	396.924	680.216	780.264	1.055.255	9,8	6,5	9,8	12,0
Apr.	405.923	687.769	789.005	1.065.079	9,6	6,3	9,3	11,1
Mag.	392.936	672.493	776.055	1.057.860	8,9	5,8	8,9	10,9
Giu.	405.550	684.999	790.965	1.069.404	8,4	5,8	8,9	10,9
Lug.	408.523	691.452	798.882	1.076.511	7,6	5,5	8,5	10,6
Ago.	401.278	684.550	793.823	1.072.163	7,3	5,2	8,4	9,9
Set.	411.851	695.202	806.571	1.088.182	9,0	6,3	9,6	10,6
Ott.	415.296	698.838	815.830	1.098.198	9,2	6,4	10,0	10,9
Nov.	409.733	696.309	815.408	1.099.544	8,7	6,5	10,2	10,6
Dic.	467.463	765.098	885.054	1.165.846	11,2	8,3	11,7	12,0
1991 – Gen.	431.119	729.010	853.565	1.149.593	6,6	5,0	8,4	9,1
Feb.	425.291	722.069	849.295	1.147.286	7,5	6,0	9,2	9,4
Mar.	431.036	726.605	856.076	1.156.827	8,6	6,8	9,7	9,6
Apr.	432.913	725.404	856.248	1.158.511	6,6	5,5	8,5	8,8
Mag.	424.387	717.782	851.692	1.156.360	8,0	6,7	9,7	9,3
Giu.	439.763	737.207	872.533	1.173.571	8,4	7,6	10,3	9,7
Lug.	438.696	745.339	883.278	1.188.274	7,4	7,8	10,6	10,4
Ago.	431.935	743.499	884.106	1.187.384	7,6	8,6	11,4	10,7
Set.	446.522	752.798	897.505	1.200.023	8,4	8,3	11,3	10,3

Attività finanziarie del settore non statale e loro contropartite

(variazioni in miliardi di lire)

PERIODO	Attività finanziarie	Finanziamenti al settore non statale							Settore statale	Esteri	Partite non classificabili
		Aziende di credito	Istituti di credito speciale	Obbligazioni	Settore statale	Azioni	Altre passività sull'interno	Esteri			
1985	145.932	33.059	11.409	1.700	11.837	9.877	4.339	3.108	97.325	-7.761	-18.959
1986	168.078	23.951	16.896	5.120	9.216	20.534	5.217	-1.797	97.480	-1.311	-7.228
1987	168.151	22.318	20.161	3.640	8.489	7.422	4.839	3.331	102.277	-3.144	-1.182
1988	192.823	53.750	24.196	233	10.705	-1.921	1.839	12.735	111.002	-12.285	-7.432
1989	219.117	76.949	30.366	-454	12.675	3.659	2.054	21.618	118.148	-25.709	-20.189
1990	236.639	73.222	35.737	-3.488	9.594	5.023	4.546	34.100	126.476	-29.233	-19.337
1989 - Ago.	9.960	-6.489	2.351	1.012	597	-380	510	455	8.231	1.165	2.508
Set.	12.892	-1.414	2.669	-249	935	2.084	573	1.875	17.300	-2.242	-8.640
Ott.	17.406	7.435	3.596	-286	908	1.664	389	1.145	11.338	-2.061	-6.722
Nov.	18.060	14.825	3.005	-337	1.206	352	-185	2.809	17.989	-2.493	-19.111
Dic.	65.820	17.459	5.212	599	583	-406	-726	1.182	17.860	-1.236	25.294
1990 - Gen.	10.419	6.443	1.618	-793	1.559	-1.331	619	3.898	-6.449	302	4.554
Feb.	12.839	-2.206	3.580	-159	230	1.643	1.521	1.480	12.059	-3.821	-1.487
Mar.	18.478	-4.932	3.759	170	2.824	245	-199	7.991	13.181	-2.451	-2.108
Apr.	19.278	7.298	2.405	28	210	1.422	725	5.486	16.072	-3.657	-10.712
Mag.	5.593	8.379	2.940	543	-370	685	-598	-36	13.347	-1.850	-17.448
Giu.	15.895	6.308	-1.454	-71	1.036	-203	828	3.835	-10.213	-2.494	18.322
Lug.	16.939	15.615	4.032	-1.587	-1.404	2.894	-84	1.410	6.150	-1.517	-8.568
Ago.	5.878	-10.638	3.229	-165	1.144	-189	-32	3.324	9.344	111	-249
Set.	18.990	-3.357	1.358	-343	852	629	524	6.588	17.855	-1.887	-3.229
Ott.	26.946	13.100	3.938	-181	1.150	814	73	2.200	23.047	-4.145	-13.051
Nov.	17.156	10.788	3.427	-305	1.637	-1.487	338	-74	15.165	-3.165	-9.167
Dic.	68.228	26.424	6.907	-626	726	-99	831	-2.001	16.919	-4.659	23.807
1991 - Gen. ....	....	-5.536	678	94	1.147	1.448	-241	....	4.414	(-3.442)	....
Feb. ....	....	-772	2.519	2.044	965	742	1.474	....	7.791	(-4.226)	....
Mar. ....	....	-2.994	3.855	0	949	146	571	....	18.110	(-3.469)	....
Apr. ....	....	7.634	2.711	-168	1.183	600	301	....	15.620	(-3.935)	....
Mag. ....	....	7.880	4.035	-61	835	596	173	....	14.738	(-3.246)	....
Giu. ....	....	14.549	-1.306	760	....	762	1.514	....	-8.664	(-3.272)	....
Lug. ....	....	19.574	4.556	-910	....	581	-468	....	11.741	....	....
Ago. ....	....	-11.280	3.269	-260	....	....	....	....	10.687	....	....
Set. ....	....	1.451	....	....	....	....	....	....	22.005	....	....

Credito totale interno

(variazioni in miliardi di lire; variazioni percentuali)

PERIODO	Credito totale interno	Finanziamenti al settore non statale	Fabbisogno del settore statale	Credito totale interno		Finanziamenti al settore non statale	
				Variazioni sui 3 mesi	Variazioni sui 12 mesi	Variazioni sui 3 mesi	Variazioni sui 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	229.557	106.862	122.695	—	15,2	—	18,5
1990	229.896	105.472	124.425	—	13,2	—	15,4
1989 – Lug.	26.467	15.669	10.798	2,3	14,3	4,4	17,6
Ago.	4.396	-3.126	7.522	2,0	14,1	4,2	17,9
Set.	17.882	1.006	16.876	3,8	13,7	4,0	17,6
Ott.	20.085	10.745	9.340	3,6	13,6	3,8	17,3
Nov.	38.532	17.493	21.039	4,4	14,0	3,9	17,5
Dic.	41.579	23.269	18.309	4,6	15,2	4,2	18,5
1990 – Gen.	968	7.268	-6.300	3,6	14,4	4,2	18,0
Feb.	12.003	1.214	10.789	2,6	13,8	3,3	17,1
Mar.	17.097	-1.003	18.100	2,3	13,9	2,7	16,8
Apr.	22.570	9.732	12.838	3,6	13,8	3,1	16,6
Mag.	23.734	11.862	11.872	3,9	13,6	3,7	16,3
Giu.	-4.742	4.784	-9.526	2,4	13,8	4,0	16,0
Lug.	18.810	18.060	750	1,6	13,1	3,8	16,0
Ago.	1.464	-7.574	9.039	1,3	12,9	3,4	15,3
Set.	16.308	-2.343	18.651	2,8	12,7	3,1	14,8
Ott.	39.581	16.858	22.723	4,2	13,7	3,5	15,5
Nov.	31.581	13.910	17.671	4,5	13,0	3,3	14,5
Dic.	50.523	32.705	17.818	5,0	13,2	4,8	15,4
1991 – Gen.	62	-4.764	4.826	3,1	13,1	2,5	13,5
Feb.	9.853	3.791	6.062	2,6	12,9	2,7	13,9
Mar.	16.404	861	15.543	2,1	12,7	1,8	14,2
Apr.	26.854	10.177	16.678	3,5	12,8	3,8	14,1
Mag.	28.575	11.854	16.720	4,0	12,9	3,8	13,8
Giu.	6.003	14.003	-8.000	3,2	13,6	4,8	15,1
Lug.	35.218	23.219	11.998	3,0	14,3	5,0	15,4
Ago.	3.490	-8.272	11.762	2,7	14,4	4,9	15,5

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.

Per l'Italia i dati trimestrali del deflatore del prodotto lordo non sono disponibili a causa della revisione della contabilità nazionale trimestrale, in corso presso l'Istat.

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: tasso sui 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 posticipato sui Buoni del Tesoro a 6 mesi, al netto della ritenuta fiscale, 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 sui BTP quotati alla Borsa valori di Milano con vita residua superiore ai 12 mesi (media ponderata per il debito residuo) al netto 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: per le quotazioni dell'oro, FMI.

Dati medi nel periodo, eccetto che per le quotazioni dell'oro (dati di fine periodo).

Tav. a9

I tassi di cambio effettivi nominali sono calcolati ciascuno rispetto alle valute degli altri 14 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 alla produzione 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 FMI, Istat, OCSE..

I paesi considerati nell'aggregato CEE sono: Belgio, Francia, Germania, 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

Il "sistema creditizio italiano" comprende qui le unità operative delle aziende di credito e degli istituti di credito speciale italiani (filiali in Italia, filiali all'estero) e le filiali italiane di banche estere; l'"esposizione verso l'estero" ne comprende tutte le attività verso operatori non residenti, tranne 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.

I dati a prezzi correnti ed i relativi deflatori non sono disponibili per la revisione della contabilità nazionale trimestrale in corso presso l'Istat. I dati trimestrali riportati sono provvisori.

Tav. a14

Fonte: elaborazioni 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: elaborazioni su dati Istat.

Legenda: C.I.G. = Cassa integrazione guadagni.

Da gennaio 1991 l'Istat effettua il riporto all'universo dei dati campionari utilizzando informazioni di fonte anagrafica anche per la composizione per classi di età. Ne è risultata una discontinuità nelle serie storiche.

I dati annuali (salvo che per il tasso di disoccupazione corretto CIG) sono la media dei valori trimestrali grezzi e non coincidono necessariamente con le medie annue dei valori destagionalizzati.

Tav. a16

Fonte: Istat.

La tavola recepisce, sia per l'indice dei prezzi praticati dai grossisti sia per quello dei prezzi al consumo per l'intera collettività nazionale, l'introduzione della nuova base 1990=100 che sostituisce, rispettivamente, le basi 1989=100 e 1985=100 precedentemente utilizzate dall'Istat.

Tav. a17

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

Il saldo in dollari può non coincidere con la somma delle singole componenti a causa di arrotondamenti.

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 azien-

de 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. 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 Credio 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

La voce "Tesoro" è composta dalle sottoscrizioni nette di titoli di Stato all'emissione da parte della Banca d'Italia, dall'utilizzo del conto corrente di tesoreria e da altre voci minori. Il "mercato aperto" esclude le operazioni effettuate a fronte delle anticipazioni ex D.M. 27/9/1974. I "depositi presso B.I.", 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, essi 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 voce "riserva obbligatoria", dall'ottobre del 1990, corrisponde alla somma dell'obbligo medio di riserva nel periodo di mantenimento (15 del mese indicato-14 del mese successivo) e della 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.

Riguardo al finanziamento in base monetaria del Tesoro, i dati degli ultimi mesi relativi al fabbisogno e alla copertura non monetaria sono provvisori. La voce "collocamento netto di titoli sul mercato primario" corrisponde alle sottoscrizioni nette del sistema. Le "altre forme di copertura" sono la raccolta postale, i debiti esteri, i depositi degli Istituti di previdenza presso il Tesoro, i depositi cauzionali presso la Cassa DD. PP., gli impieghi bancari e di ICS a favore delle aziende autonome.

L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta all'arrotondamento.

Tav. a22 bis

La voce "crediti di BI-UIC al Tesoro" include la creazione diretta di liquidità da parte del Tesoro. I "titoli di Stato e c/Tesoro" differiscono dai dati risultanti dalla situazione contabile BI-UIC poiché includono quelli ceduti a fronte delle anticipazioni ex D.M. 27/9/1974; i dati di fine anno comprendono la svalutazione dei titoli.

La voce "depositi presso B.I.", fino al settembre del 1990, include le riserve obbligatorie, i depositi liberi e i depositi debordo massimale e cauzione assegni circolari. Dall'ottobre del 1990, essa include 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 voce "riserva obbligatoria", dall'ottobre del 1990, è pari alla somma dell'obbligo medio di riserva nel periodo di mantenimento (15 del mese indicato-14 del mese successivo).

vo) e della 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.

L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta all'arrotondamento.

Tav. a23

Stime della media dei dati giornalieri nel periodo di mantenimento della riserva obbligatoria (15 del mese indicato-14 del mese successivo).

L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta all'arrotondamento.

I "depositi presso B.I.", 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, essi comprendono 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. I dati della "cassa contante" sono di fine periodo. La voce "riserve bancarie" include, fino al dicembre del 1988, i depositi presso il Tesoro e gli ammassi obbligatori non riscontati.

Le variazioni percentuali sui 12 mesi delle riserve bancarie e della base monetaria sono aggiustate per la variazione del coefficiente medio di riserva obbligatoria.

Le operazioni temporanee della Banca d'Italia comprendono le operazioni a data chiusa con gli operatori principali sul mercato telematico dei titoli di Stato; la voce "acquisti" comprende anche i finanziamenti alle aste dei BOT.

Tav. a24

Le "altre operazioni" temporanee sono i finanziamenti o impieghi agli operatori principali sul mercato telematico dei titoli di Stato; quelle in BOT includono anche i finanziamenti alle aste.

L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta all'arrotondamento.

Tav. a25

Metodo dell'asta competitiva. I prezzi e i rendimenti sono espressi in valori percentuali, le quantità in miliardi di lire. Ai rendimenti lordi viene applicata una ritenuta fiscale del 12,5 per cento. I rendimenti totali sono medie ponderate sulla base delle quantità aggiudicate.

Tav. a26

Metodo dell'asta competitiva. I rendimenti sono espressi in valori percentuali, le quantità in miliardi di lire. Il tasso di rendimento marginale è il tasso minimo d'aggiudicazione.

Tav. a27

Il tasso applicato è quello corrispondente alla data dell'operazione. La voce "ammontare massimo" indica i BOT che sono stati sottoscritti all'asta dal gruppo degli intermediari che la Banca d'Italia si dichiara disposta a finanziare.

Tav. a28

Metodo dell'asta competitiva. I rendimenti sono espressi in valori percentuali, le quantità in miliardi di lire. Il tasso di rendimento marginale è il tasso massimo d'aggiudicazione.

Tav. a29

I dati relativi al tasso base sono di fine periodo.

I dati relativi al tasso sulle anticipazioni a scadenza fissa, fino ad aprile 1991, sono la media dei tassi sulle operazioni effettuate, quelli successivi sono di fine periodo. Fino al 12/5/1991, al tasso base venivano applicate maggiorazioni di 2,25, 1,25, o 0,50 punti percentuali se l'operazione avveniva entro 5, 15, o 30 giorni da quella precedente. Dal 13/5/1991, si applica una maggiorazione uniforme, fissata dalla Banca d'Italia fino a un massimo di 1,75 punti percentuali.

I tassi sulle operazioni pronti contro termine sono medie semplici delle operazioni effettuate nel mese.

I rendimenti sui BOT sono calcolati al lordo dell'imposta del 12,5 per cento. La voce "media" corrisponde alla media dei tassi d'aggiudicazione alle aste, al lordo della ritenuta fiscale, ponderata per le quantità aggiudicate agli operatori.

Tav. a30

I tassi interbancari sui conti liberi sono ottenuti come media centrata mensile delle segnalazioni decadali relative al tasso massimo applicato ai depositi liberi in lire di istituzioni creditizie residenti con saldi contabili passivi superiori a 1 miliardo; Il tasso sull'euro lira a 3 mesi è relativo alla media mensile delle rilevazioni giornaliere del tasso denaro sulla lira interbancaria quotata sul mercato di Londra. I restanti tassi interbancari rappresentano la media mensile delle rilevazioni giornaliere del mercato telematico interbancario dei depositi. I tassi sulle operazioni con la cliente-

la sono tratti dalle segnalazioni decadali e calcolati come media mensile centrata. 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. a31

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 componenti 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. a32

La voce "titoli" comprende i titoli in ECU, mentre quelli in valuta emessi da non residenti sono inclusi nelle "altre attività" sull'estero.

Tav. a33

Fonte : Centrale dei rischi.

Gli impieghi riguardano tutte le istituzioni creditizie in esercizio (aziende di credito e istituti di credito speciale) e includono anche il finanziamento degli ammassi obbligatori, i crediti in sofferenza, gli effetti propri insoluti e al protesto, mentre non comprendono le posizioni debitorie inferiori a 80 milioni.

Le famiglie produttrici sono costituite da imprese individuali e società di persone senza personalità giuridica, con un numero di addetti inferiore a 20 unità, la cui funzione principale consiste nel produrre beni e servizi non finanziari destinabili alla vendita.

Tav. a34

La voce "titoli in valuta" include i titoli di Stato in valuta e le euro-obbligazioni in lire. Nelle "altre attività finanziarie" sono compresi i certificati di deposito, le accettazioni bancarie e le carte commerciali. La differenza tra patrimonio netto e portafoglio totale è costituita da altri attivi netti (principalmente liquidità).

Tav. a36

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.

Tav. a37

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, calcolato misurando l'inflazione con il deflatore del PIL al costo dei fattori; il rendimento ottenuto eguaglia la somma dei valori attuali dei pagamenti reali previsti dal titolo con il corso *tel quel* deflazionato del titolo stesso.

I rendimenti netti sono calcolati con riferimento ai titoli quotati alla Borsa di Milano; il campione relativo ai BTP è costituito dai titoli quotati con vita residua superiore a 1 anno.

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.

Gli indici di capitalizzazione sono calcolati con riferimento ai titoli quotati alla Borsa valori di Milano.

Tav. a38

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. a39

Il settore estero è rappresentato dal saldo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti valutaria. I finanzia-

menti 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. a40

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

27 febbraio – Provvedimenti fiscali: *Conversione in legge, con modificazioni, del D.L. 22.12.90, n. 409 recante disposizioni urgenti in tema di perequazione dei trattamenti di pensione nei settori privato e pubblico.*

Con effetto dall'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. Dall'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. I trattamenti erogati 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.

(L. 27.2.91, n. 59; G.U. 1.3.91, n. 51)

5 marzo – Provvedimenti fiscali: *Concorso dello Stato agli oneri sostenuti dagli enti locali per l'accensione di mutui per la costruzione di sistemi ferroviari passanti.*

Per ciascuno degli anni 1991, 1992 e 1993, i comuni impegnati nella costruzione di sistemi ferroviari passanti sono autorizzati ad assumere mutui, di durata quindicennale, fino alla concorrenza di 300 miliardi, da destinare al finanziamento delle opere. Il concorso statale nell'ammortamento dei suddetti mutui è fissato nella misura massima del 12 per cento.

(L. 5.3.91, n. 74; G.U. 11.3.91, n. 59)

7 marzo – Provvedimenti fiscali: *Riduzione delle aliquote dell'imposta di consumo sul gas metano e dell'IVA su talune cessioni di beni e servizi.*

L'imposta sul consumo di gas metano per usi domestici viene diminuita da 77 a 12 lire al metro cubo; l'aliquota IVA sullo stesso prodotto e sul GPL passa dal 9 al 4 per cento e quella sulle prestazioni di trasporto ferroviario e marittimo di persone dal 19 al 9 per cento.

(D.L. 7.3.91, n. 68; G.U. 7.3.91, n. 56)

15 marzo – Provvedimenti fiscali: *Disposizioni urgenti in favore degli enti locali per il 1991.*

Viene convertito in legge, con alcune modificazioni, il D.L. 12.1.91, n. 6. In particolare, il limite minimo dei mutui concedibili dalla Cassa depositi e prestiti nel 1991 (8.000 miliardi), disposto dal D.L. 31.10.90, n. 310, si applica esclusivamente ai mutui ordinari; i mutui concessi dalla Cassa in base a leggi speciali sono aggiuntivi alla somma sopra indicata.

È autorizzata la concessione di mutui da parte della Cassa depositi e prestiti per il finanziamento degli oneri aggiuntivi maturati in dipendenza di indennità di esproprio sopportati dagli enti locali nell'acquisizione di aree destinate a interventi di pubblica utilità.

I trasferimenti di beni mobili e immobili dagli enti locali alle aziende costituite per la gestione dei servizi pubblici (in attuazione della L. 8.6.90, n. 142) sono esenti dalle imposte indirette (bollo, registro, ipotecaria, catastale, Invim).

Il termine massimo per l'adozione della deliberazione di riconoscimento dei debiti fuori bilancio da parte degli enti locali è definitivamente fissato al 15 luglio 1991.

(L. 15.3.91, n. 80; G.U. 15.3.91, n. 63)

20 marzo – Provvedimenti fiscali: *Conversione in legge, con modificazioni, del D.L. 19.1.91, n. 18, recante disposizioni in materia di fiscalizzazione degli oneri sociali e di sgravi contributivi nel Mezzogiorno.*

A decorrere dall'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 altro punto percentuale (dall'8,6 al 7,6 per cento). Per le imprese che operano nel Mezzogiorno è previsto un ulteriore sgravio del contributo a favore del servizio sanitario nazionale nella misura del 2,7 per cento (dal 5,5 al 2,8 per cento).

A decorrere dall'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'assicurazione 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.

Dall'1.12.90, per i lavoratori delle imprese agricole non operanti nel Mezzogiorno sono previsti: a) una riduzione del contributo per l'assicurazione obbligatoria contro la tubercolosi pari a 0,11 punti percentuali; b) uno sgravio di 0,01 punti sul contributo per il finanziamento del soppresso Ente nazionale per l'assicurazione agli orfani dei lavoratori italiani; c) una riduzione di 5,5 punti percentuali sul contributo in favore del servizio sanitario nazionale. Per le categorie impiegatizie e dirigenziali dello stesso settore le riduzioni percentuali sono rispettivamente dell'1,66, dello 0,16 e del 3,80 per cento.

Lo sgravio di L. 56.000 mensili per le donne assunte dopo il 30.11.88 (D.L. 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. È 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.

(L. 20.3.91, n. 89; G.U. 20.3.91, n. 67)

25 marzo – Provvedimenti fiscali: *Disposizioni relative all'assoggettamento di talune plusvalenze a imposta sostitutiva delle imposte sui redditi.*

Viene convertito in legge, con alcune modificazioni, il D.L. 28.1.91, n. 27. In particolare, l'aliquota di imposta del regime forfettario è ridotta dal 20 al 15 per cento. Nell'ambito di detto regime sono introdotti un limite minimo e un limite massimo al coefficiente di forfettizzazione delle plusvalenze per i titoli quotati (rispettivamente pari al 2 e al 7 per cento). Per i titoli non quotati, il coefficiente di forfettizzazione è posto in relazione al tasso di crescita del PIL reale (in precedenza era legato al PIL nominale): di conseguenza, il coefficiente si riduce dall'8,2 per cento al 3 per cento nel 1991. Nel 1992 il coefficiente di forfettizzazione in parola non potrà superare il 7 per cento.

Nell'ambito del regime ordinario, le minusvalenze subite e documentate sono riportabili fino a cinque anni; è concessa inoltre l'indicizzazione del prezzo di acquisto in relazione all'inflazione effettiva (misurata dal deflatore del PIL) realizzatasi nel periodo di detenzione.

(L. 25.3.91, n. 102; G.U. 29.3.91, n. 75)

29 aprile – Provvedimenti fiscali: *Riduzione delle aliquote dell'imposta di consumo sul gas metano e dell'IVA su talune cessioni di beni e servizi.*

Converte in legge il D.L. 7.3.91, n. 68.

(L. 29.4.91, n. 139; G.U. 2.5.91, n. 101)

12 maggio – Provvedimenti monetari, creditizi e finanziari: *Modifica del tasso di sconto, della misura dell'interesse sulle anticipazioni in conto corrente e del regime di determinazione della maggiorazione d'interesse sulle anticipazioni a scadenza fissa.*

Con D.M. 12 maggio 1991, il Ministro del tesoro ha diminuito il tasso di sconto e la misura del tasso d'interesse sulle anticipazioni in conto corrente dal 12,5 all'11,5 per cento, con decorrenza dal giorno 13 maggio. Inoltre, il tasso di interesse per le anticipazioni a scadenza fissa è stato assoggettato a una maggiorazione dell'1,75 per cento che, in relazione all'esigenza di controllo della liquidità, può essere ridotta o annullata dalla Banca d'Italia.

(D.M. 12.5.91; G.U. 13.5.91, n.110)

12 maggio – Provvedimenti monetari, creditizi e finanziari: *Modifica dell'aggregato soggetto a riserva obbligatoria.*

Con D.M. 12 maggio 1991, il Ministro del tesoro ha ridotto a zero l'aliquota di riserva applicata agli incrementi della posizione netta in valuta. Nel calcolo dell'aggregato preso a riferimento per la riserva sulla raccolta è stata inclusa quella in valuta da residenti. La Banca d'Italia, inoltre, ha disposto di escludere dal suddetto aggregato le operazioni di pronti contro termine con la clientela.

(D.M. 12.5.91, G.U. 13.5.91, n.110)

13 maggio – Provvedimenti fiscali: *Provvedimenti urgenti per la finanza pubblica.*

Sono aumentate del 50 per cento le aliquote dell'imposta di fabbricazione su alcuni spiriti. Per quanto concerne l'IVA, viene disposta una riallocazione tra prodotti tassati all'aliquota ridotta del 9 per cento e a quella normale del 19 per cento, prevedendo per taluni l'istituzione di un'aliquota intermedia del 12 per cento, a carattere temporaneo.

È istituita una tassa di concessione governativa sui telefoni portatili, il cui importo è stabilito in 25 mi-

la lire mensili. Viene ridotta al 50 per cento la detrazione dell'IVA sulla spese di acquisto e gestione degli stessi ed è posto un limite, pari al 50 per cento, alle deduzioni dei relativi costi ai fini della determinazione dei redditi da lavoro autonomo e d'impresa.

Il decreto istituisce inoltre alcune tasse speciali erariali: sul possesso dei veicoli fuori-strada, degli autocaravan e degli aeromobili diversi da quelli di proprietà di concessionari. Viene aumentata la tassa di stazionamento per natanti, imbarcazioni e navi da diporto, modificandola per rimodulare la differenziazione degli importi in funzione delle dimensioni delle imbarcazioni, ed è previsto un aumento dell'imposta di registro sulle transazioni degli stessi beni. Viene aumentato l'importo della componente erariale della tassa automobilistica sui motocicli di grossa cilindrata.

L'imposta sulle carte di credito, precedentemente configurata come un'imposta fissa di 500 lire per tutto il periodo di validità della carta, è sostituita da un'imposta di bollo annuale il cui importo è fissato in 30 mila lire.

È aumentata l'imposta di fabbricazione sul gasolio da usare come combustibile e sul cherosene. Vengono esentate dall'imposta erariale e dalle addizionali erariale e comunale i consumi di energia elettrica compresi nelle cosiddette "fasce sociali"; a parziale copertura delle minori entrate connesse agli sgravi anzidetti, il decreto stabilisce aumenti d'imposta sui consumi delle altre utenze. Un innalzamento delle aliquote è disposto anche per l'imposta di consumo sul gas metano per usi domestici. Sono esclusi i consumi destinati agli usi industriali, quelli domestici di cottura dei cibi e produzione di acqua calda e quelli di riscaldamento individuale inferiori a 250 metri cubi annui.

Viene ridotta, da 35 a 7 giorni, la dilazione massima consentita per il pagamento dei diritti doganali. Sono escluse le sovrimposte di confine, i dazi, i prelievi e le altre imposizioni all'importazione e all'esportazione previsti dai regolamenti comunitari. È inclusa l'IVA sulle importazioni.

È istituito il versamento di un acconto sull'imposta sostitutiva sulle operazioni di credito a medio e lungo termine dovuta, con cadenza semestrale, dalle aziende e dagli istituti di credito. Il versamento di tale

acconto deve avvenire contestualmente a quello dell'imposta di pertinenza del primo semestre ed è pari al 90 per cento di quest'ultimo.

Ai soggetti che hanno versato nel 1989 l'Imposta comunale per l'esercizio di imprese, arti e professioni (Iciap) è consentito di rideterminarne l'ammontare con i criteri validi per il 1990 attraverso la presentazione di un'apposita denuncia.

È stabilito per il 1991 il blocco delle assunzioni nel pubblico impiego (la L. 407/90 consentiva l'effettuazione di assunzioni presso le Amministrazioni statali, gli enti pubblici e le USL nella misura del 25 per cento delle cessazioni verificatesi l'anno precedente, per gli enti locali tale limite era elevato al 50 per cento). Sono previste deroghe solo per i servizi essenziali.

La Cassa depositi e prestiti deve adeguare le concessioni di mutui alle indicazioni del Ministro del tesoro.

Gli enti gestori delle forme obbligatorie di previdenza e assistenza sociale tenuti all'applicazione delle disposizioni contenute nell'art. 25 della L. 468/78, con esclusione dell'INADEL e degli enti compresi nelle tabelle A e B allegate alla legge 720/84, sono tenuti a versare il 15 per cento dei contributi riscossi nel 1990 in un conto corrente vincolato per cinque anni presso la Tesoreria centrale dello Stato. Il versamento deve essere effettuato nella misura del 40 per cento entro il mese di giugno e per la restante quota entro il mese di novembre. Il tasso di interesse applicato è quello corrisposto, secondo le disposizioni di legge, sui conti correnti fruttiferi.

Le disponibilità liquide che gli enti parzialmente assoggettati alla tesoreria unica possono detenere presso le aziende di credito sono ridotte dal 4 al 3 per cento delle entrate previste dal bilancio degli enti.

A decorrere dal mese di maggio, le aliquote contributive a carico dei lavoratori in favore dell'assicurazione generale obbligatoria per l'invalidità, la vecchiaia ed i superstiti dei lavoratori dipendenti sono aumentate in misura pari a 0,25 punti percentuali. A decorrere dal secondo trimestre del 1991, le aliquote contributive dovute dai lavoratori autonomi sono aumentate di un punto percentuale.

(D.L. 13.5.91, n. 151; G.U. 13.5.91, n. 110)

1° giugno – Provvedimenti fiscali: *Disposizioni urgenti in materia previdenziale.*

Converte il D.L. 29.3.91, n. 103, il quale ha riproposto alcune delle norme contenute in una serie di decreti, il primo dei quali è il D.L. 24.4.90, n. 82.

Dall'1.1.90 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 dall'1.1.89 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 comprensivo della somma aggiuntiva venga effettuato in due rate di cui la prima con scadenza il 25.6.91 e la seconda il 25.7.91.

(L. 1.6.91, n. 166; G.U. 1.6.91, n. 127)

17 giugno – Provvedimenti monetari, creditizi e finanziari: *Aumento della commissione sul credito aperto in anticipazione ordinaria.*

Il 17 giugno 1991 la Banca d'Italia ha notificato a tutte le aziende di credito l'aumento della commissione sul credito aperto in anticipazione ordinaria, portata dallo 0,15 allo 0,30 per cento quadrimestrale. La nuova aliquota ha trovato attuazione a partire dalla scadenza di rinnovo del 31 agosto 1991.

12 luglio – Provvedimenti fiscali: *Provvedimenti urgenti per la finanza pubblica.*

Vengono riproposte, con modificazioni, le norme contenute nel D.L. 13.5.91, n. 151.

In particolare, sono modificate le aliquote IVA su taluni prodotti (tra le altre è ridotta dal 19 al 9 per cento l'aliquota sul GPL per uso domestico).

È ulteriormente modificata l'imposta sulle carte di credito, prevedendo un importo fisso di 500 lire per ogni operazione di acquisto superiore alle 50 mila lire. L'applicazione dell'imposta è inoltre estesa a qualunque documento equipollente (compreso il cosiddetto "Bancomat POS").

Per quanto riguarda l'imposta sostitutiva sulle operazioni di credito a medio e a lungo termine, viene stabilito che l'acconto (pari al 90 per cento dell'imposta relativa al primo semestre dell'anno) può essere portato in diminuzione dal versamento dell'imposta dovuta, ovvero se ne può chiedere il rimborso nel caso in cui risulti superiore a quello dell'imposta sostitutiva dovuta sulle operazioni effettuate nel semestre successivo.

La dilazione massima consentita per il pagamento dei diritti doganali viene ridotta da 35 a 10 giorni (anziché 7) per i pagamenti periodici e viene portata a 90 per quelli differiti.

Sono modificati i criteri di calcolo delle tasse speciali sul possesso di autocaravan e di aereomobili e delle tasse di stazionamento di natanti e imbarcazioni.

Per quanto riguarda l'Imposta comunale per l'esercizio di imprese, arti e professioni (Iciap), si stabilisce che le quote versate allo Stato dai comuni relativamente al 1990 e al 1991 vengano ridistribuite agli stessi (entro il 30.9.91 e il 28.12.92, rispettivamente) in base ai criteri stabiliti per l'erogazione del fondo perequativo per il 1991.

È confermato per il 1991 il blocco delle assunzioni nel pubblico impiego. Tale disposizione non si applica per i concorsi già espletati o in corso di espletamento.

La Cassa depositi e prestiti deve adeguare le concessioni di mutui all'andamento dei conti della finanza pubblica e alle indicazioni del Comitato interministeriale per il credito e il risparmio. I mutui concessi nel 1991 non potranno essere inferiori a 5.500 miliardi; sarà data priorità ai mutui ordinari. I mutui previsti da norme speciali con ammortamento a totale carico dello Stato, per i quali la Cassa viene designata come

unico ente finanziatore, possono essere concessi da altri istituti di credito, ferma restando la misura dell'onere previsto a carico dello Stato, commisurato ad una rata di ammortamento ventennale o decennale al saggio del 9 per cento annuo.

Gli enti gestori delle forme obbligatorie di previdenza e assistenza sociale tenuti all'applicazione delle disposizioni contenute nell'art. 25 della L. 468/78, con esclusione dell'INADEL e degli enti compresi nelle tabelle A e B allegate alla legge 720/84, sono tenuti a versare il 15 per cento dei contributi riscossi nel 1990 in un conto corrente vincolato per cinque anni presso la Tesoreria centrale dello Stato. Il versamento deve essere effettuato nella misura del 40 per cento entro il mese di luglio (anziché di giugno) e per la restante quota entro il mese di novembre. Il tasso di interesse applicato è quello corrisposto, secondo le disposizioni di legge, sui conti correnti fruttiferi.

(L. 12.7.91, n. 202; G.U. 12.7.91, n. 162)

19 luglio – Provvedimenti fiscali: *Differimento del regime per gli sgravi contributivi nel Mezzogiorno.*

Gli sgravi contributivi in favore delle aziende industriali che operano nel Mezzogiorno sono prorogati dal 31.5.91 al 30.11.91.

(L. 19.7.91, n. 214; G.U. 20.7.91, n. 169)

23 luglio – Provvedimenti fiscali: *Norme in materia di cassa integrazione, mobilità, trattamenti di disoccupazione, attuazione di direttive della Comunità europea, avviamento al lavoro ed altre disposizioni in materia di mercato del lavoro.*

Norme in materia di integrazione salariale. – L'istituto della Cassa integrazione straordinaria trova applicazione per le imprese con almeno 15 dipendenti. La richiesta di intervento straordinario deve contenere anche il programma che l'impresa intende attuare. La durata dei programmi di ristrutturazione, riorganizzazione o conversione aziendale non può essere superiore ai due anni; sono previste due proroghe di 12 mesi ciascuna per quei programmi che presentano particolari complessità di attuazione. La durata del programma per crisi aziendale non può essere superiore a dodici mesi.

Per ciascuna unità produttiva i trattamenti straordinari di integrazione salariale non possono avere una durata complessiva superiore a trentasei mesi nell'arco di un quinquennio. Sono computati a tal fine anche i periodi di trattamento ordinario concessi per contrazioni o sospensioni dell'attività produttiva determinate da situazioni temporanee di mercato.

Norme in materia di mobilità. – L'impresa ammessa al trattamento di integrazione salariale, qualora non sia in grado di reimpiegare tutti i lavoratori sospesi, può avviare la procedura di mobilità per i lavoratori eccedenti.

La scelta dei lavoratori da porre in mobilità deve avvenire in relazione alle esigenze tecnico-produttive ed organizzative aziendali o secondo i criteri previsti dai contratti collettivi; in mancanza delle precedenti condizioni, i fattori da considerare sono: *a)* carichi familiari; *b)* anzianità; *c)* esigenze tecnico-produttive ed organizzative. Per ciascun lavoratore posto in mobilità l'impresa è tenuta a versare alla gestione degli interventi assistenziali e di sostegno alle gestioni previdenziali, in 30 rate mensili, una somma pari a sei volte il trattamento mensile iniziale di mobilità spettante al lavoratore.

Ai lavoratori posti in mobilità (che devono avere un'anzianità aziendale di almeno dodici mesi, di cui almeno sei di lavoro effettivo) è corrisposta per dodici mesi una indennità di mobilità (il periodo è prorogato a ventiquattro mesi per i lavoratori che abbiano compiuto quarant'anni e a trentasei mesi per coloro che ne hanno compiuto cinquanta). L'indennità spetta in misura percentuale dell'indennità straordinaria di integrazione salariale che il lavoratore ha percepito o avrebbe avuto diritto a percepire, essa è pari: *a)* al 100 per cento per i primi dodici mesi; *b)* all'80 per cento per i successivi mesi sino al trentaseiesimo. Nelle zone del Mezzogiorno tali periodi sono tutti aumentati di dodici mesi.

Ai lavoratori in mobilità che vogliano intraprendere un'attività autonoma è concesso di ottenere in via anticipata l'importo di tutte le mensilità di indennità a cui avrebbero diritto.

I periodi di godimento dell'indennità di mobilità sono riconosciuti d'ufficio utili ai fini del conseguimento

del diritto alla pensione e ai fini della determinazione della misura della pensione stessa.

I datori di lavoro devono versare alla gestione degli interventi assistenziali e di sostegno alle gestioni previdenziali, a decorrere dall'entrata in vigore di questa legge e sino al 31.12.91 un contributo pari allo 0,35 per cento; oltre tale data e sino al 31.12.92 il contributo è elevato allo 0,43 per cento; i datori tenuti al versamento di tale contributo sono esonerati dal versamento dovuto ai sensi dell'art. 22 della L. 67/88 (contributo ex-Gescal). E' abrogato l'art. 12 della L.1115/68 (corresponsione di un contributo dello 0,15 per cento per l'estensione degli interventi della CIG).

Collocamento dei lavoratori in mobilità. – Per i lavoratori in mobilità, ai fini del collocamento, si applica il diritto di precedenza nell'assunzione. I lavoratori in mobilità possono essere assunti con contratti di lavoro a termine di durata non superiore a dodici mesi; la contribuzione dovuta dal datore di lavoro sarà pari a quella prevista per gli apprendisti; nel caso il contratto sia trasformato in contratto a tempo indeterminato, il beneficio contributivo è prorogato per ulteriori 12 mesi.

Ai datori di lavoro che assumono a tempo indeterminato lavoratori in mobilità, è concesso un contributo, per dodici mesi, pari alla metà dell'assegno di mobilità spettante al lavoratore; per il lavoratore ultra cinquantenne il periodo è di ventiquattro mesi, ovvero di trentasei nelle aree del Mezzogiorno.

Disposizioni diverse – A decorrere dall'1.4.91 le disposizioni in materia di integrazione salariale si applicano anche ai dipendenti delle imprese artigiane che abbiano gli stessi requisiti occupazionali delle imprese industriali.

L'integrazione salariale è inoltre estesa alle imprese commerciali che occupano più di 200 persone.

L'ammontare dei trattamenti di integrazione salariale, compresi quelli ordinari, qualunque sia la natura dell'intervento, non può superare l'importo determinato dalla L. 427/80. Tale disposizione non si applica nel caso di trattamento concesso per intemperie stagionali nei settori dell'edilizia e dell'agricoltura nonché, limitatamente al trattamento ordinario di integra-

zione salariale, per i primi sei mesi di fruizione del trattamento medesimo.

Le disposizioni in materia di trattamento ordinario di integrazione salariale per gli operai dell'industria, dell'agricoltura e dell'edilizia sono estese anche agli impiegati e ai quadri.

Ai lavoratori dipendenti da imprese che beneficiano da 24 mesi di interventi straordinari di integrazione salariale, e che abbiano: 1) accettato il passaggio al tempo parziale, con un orario non inferiore alle 18 ore; 2) 55 anni di età; 3) 15 anni di versamenti contributivi, è consentito domandare il pensionamento anticipato previa autorizzazione dell'Ufficio regionale del lavoro e della massima occupazione.

Ai datori di lavoro che assumono mediante contratti di reinserimento lavoratori disoccupati è concessa una riduzione sui contributi pari al 75 per cento: 1) per i primi 12 mesi, se la disoccupazione del lavoratore è stata inferiore a 2 anni; 2) per 24 mesi se la disoccupazione ha avuto una durata fra i 2 e i 3 anni; 3) per 36 mesi quando la disoccupazione è durata oltre i 3 anni.

I lavoratori in cassa integrazione che vengono licenziati hanno diritto a un'indennità di disoccupazione pari al 40 per cento della retribuzione.

Le imprese che usufruiscono della CIG devono versare alla Cassa un contributo pari al 4 per cento dell'integrazione salariale corrisposta ai loro dipendenti.

Ristrutturazione di aziende ad alta capacità innovativa. – I dipendenti di aziende che svolgono attività di interesse nazionale, che sono interessate a progetti di ristrutturazione e riorganizzazione aziendale, purchè abbiano almeno 30 anni di versamenti contributivi, possono richiedere entro il 31.12.91 la concessione di un trattamento di pensione, con una maggiorazione dell'anzianità contributiva pari a 5 anni.

Prepensionamenti nel settore siderurgico pubblico. – La facoltà di prepensionarsi secondo le condizioni già descritte per i lavoratori di aziende che

svolgono attività di interesse nazionale, è esercitabile fino al 31.12.91 ai fini del conseguimento della pensione di vecchiaia, con una maggiorazione dell'anzianità assicurativa per i periodi mancanti al raggiungimento della normale età per essa prevista, dai dipendenti delle imprese industriali del settore siderurgico pubblico.

(L. 23.7.91, n. 223; Supp. Ord. G.U. 27.7.91, n. 175)

8 agosto – Provvedimenti fiscali: *Norme concernenti misura e disciplina dei trattamenti pensionistici di guerra.*

Dall'1.1.1991, gli importi annui dei trattamenti pensionistici spettanti ai mutilati ed invalidi di guerra sono aumentati. Gli incrementi vanno da un minimo di 90.000 lire per gli invalidi appartenenti all'ottava categoria, ad un massimo di 300.000 lire per gli appartenenti alla prima categoria.

(L. 8.8.91, n. 261; G.U. 19.8.91, n. 193)

13 settembre – Provvedimenti fiscali: *Norme concernenti l'imposta comunale sull'incremento di valore degli immobili.*

Per gli immobili non strumentali posseduti dalle imprese al 31.10.91 è previsto un versamento straordinario dell'Invim decennale da commisurarsi all'incremento di valore verificatosi dalla data di acquisto o dall'ultimo versamento dell'imposta. Ne sono esentati gli immobili acquistati a partire dal 1990 e quelli per i quali il pagamento dell'Invim decennale è avvenuto tra l'1.1.90 ed il 30.6.90. I soggetti sono tenuti a versare l'imposta in un'unica soluzione entro il 10 dicembre 1991.

Sono rese valide le dichiarazioni presentate in base al D.L. 383/89 relative alla sanatoria sui redditi da fabbricati, prorogando dall'aprile 1990 al 18 dicembre 1991 il termine del versamento della rata del 30 per cento.

(D.L. 13.9.91, n. 299; G.U. 19.9.91, n. 220)

17 settembre – Provvedimenti monetari, creditizi e finanziari: *Aumento della quota mobilizzabile di riserva obbligatoria.*

In coerenza con la delibera del CICR del 20 gennaio 1989, la Banca d'Italia ha elevato dal 3 al 5 per cento, con decorrenza dal 15 ottobre 1991, la quota mobilizzabile sui conti di riserva obbligatoria.

30 settembre – Provvedimenti fiscali: *Adeguamento degli scaglioni delle aliquote Irpef, delle detrazioni e dei corrispondenti limiti di reddito.*

Per l'anno 1992, al fine di restituire il drenaggio fiscale relativo al precedente periodo di imposta, sono aumentati del 6,5 per cento gli scaglioni delle aliquote dell'Irpef, le detrazioni di imposta e i limiti di reddito per poterne fruire.

(D.P.C.M. 30.9.91; G.U. 1.10.91, n. 230)

1° ottobre – Provvedimenti fiscali: *Modifica della disciplina di versamento di acconto delle imposte sui redditi e altre disposizioni tributarie urgenti.*

Viene elevata dal 25 al 30 per cento la ritenuta sugli interessi, i premi e gli altri frutti derivanti dai certificati di deposito di durata inferiore a 12 mesi e dai depositi a risparmio nominativi, raccolti dalle aziende di credito, vincolati per lo stesso periodo di tempo.

Fino all'entrata in vigore dei decreti legislativi che stabiliranno il riordino della tassazione dei redditi da capitale (da emanare entro il 1993), l'aliquota del versamento dell'acconto sulle stesse ritenute è elevata dal 45 al 50 per cento per ciascuna delle scadenze stabilite. Nel 1991 il versamento dell'acconto, da effettuarsi da parte delle aziende e degli istituti di credito entro il mese di ottobre, deve essere pari alla differenza tra l'ammontare delle ritenute versate per l'anno precedente e quello del versamento di acconto effettuato nel mese di giugno.

Per il 1991, è stabilito che gli acconti delle imposte dirette dovuti dalle persone fisiche debbono essere commisurati all'imposta dovuta per il 1990 anche nel caso in cui il reddito atteso nell'anno risulti inferiore a quello dell'anno precedente.

Per il versamento straordinario dell'Invim decennale previsto dal D.L. 299/91 è stabilito l'obbligo della deducibilità per quote costanti nel periodo di pagamento dell'imposta e nei quattro successivi.

Il termine per la soppressione delle gestioni fuori bilancio, stabilito originariamente al 30.11.91, è differito fino all'entrata in vigore della legge di riordino delle stesse e comunque non oltre il 31.12.92.

(D.L. 1.10.91, n. 307; G.U. 2.10.91, n. 231)

3 ottobre – Provvedimenti fiscali: *Trasformazione degli enti pubblici economici e dismissioni delle partecipazioni statali.*

Viene autorizzata la trasformazione in società per azioni degli enti di gestione delle partecipazioni statali, degli altri enti pubblici economici nonché delle aziende autonome.

La trasformazione dovrà essere attuata in conformità agli indirizzi di politica economica e industriale deliberati dal CIPE. I fondi di dotazione si trasformano in capitale sociale e diventano di proprietà dello Stato.

La cessione del pacchetto azionario di controllo deve avvenire nel rispetto degli indirizzi deliberati dal CIPE e approvati dal Consiglio dei Ministri, su deliberazione delle Camere. Il collocamento e le cessioni di partecipazioni devono assicurare un'ampia e durevole diffusione fra il pubblico ed evitare concentrazioni o posizioni dominanti.

Ai fini fiscali, si applicano le disposizioni contenute nella L. 30.7.90, n. 218 ("legge Amato").

(D.L. 3.10.91, n. 309; G.U. 3.10.91, n. 232)

ELENCO DELLE «NOTE» E DEI «DOCUMENTI»
APPARSI NEI PRECEDENTI NUMERI DEL BOLLETTINO ECONOMICO

TITOLO	NUMERO
NOTE:	
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	» » »
Nuova disciplina sanzionatoria degli assegni bancari	16 – febbraio 1991
Il troncamento degli assegni	» » »
L'economia sovietica: evoluzione e proposte di riforma	» » »
La mobilitazione della riserva obbligatoria	» » »

TITOLO	NUMERO
DOCUMENTI:	
Audizione del Governatore della Banca d'Italia innanzi alle Commissioni riunite del Senato e della Camera	5 – ottobre 1985
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> ...	» » »
Conclusioni della Presidenza del Consiglio Europeo	16 – febbraio 1991
Rapporto introduttivo e progetto di Statuto del Sistema europeo di banche centrali e della Banca Centrale europea, <i>a cura del Comitato dei Governatori</i>	» » »
Rapporto del Comitato sugli schemi di compensazione interbancari delle banche centrali dei paesi del Gruppo dei Dieci	» » »
Direttiva della Banca d'Italia in materia di sistema dei pagamenti	» » »
Ristrutturazione dell'«Area Vigilanza Creditizia e Finanziaria» della Banca d'Italia ...	» » »

ELENCO DELLE PUBBLICAZIONI PERIODICHE E DELLE COLLANE DI STUDIO

Assemblea generale ordinaria dei partecipanti (Relazione annuale, a. I 1894)

Abridged version of the Annual report (a. I 1923)

Bollettino statistico (trimestrale, 1946-1988; Nuova Serie, a. I 1991)

Supplementi al Bollettino statistico (periodicità diverse, 1948-1991; Nuova Serie, a. I maggio 1991)

Bollettino della Banca d'Italia – Vigilanza sulle Aziende di Credito (trimestrale, a. I 1962)

Bollettino economico (semestrale, a. I 1983)

Economic bulletin (semestrale, a. I 1985)

Bollettino bibliografico (mensile, a. I 1978)

Contributi all'analisi economica (annuale, a. I 1985)

Temi di discussione (periodicità variabile):

- 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).
- n. 149 *Concorrenza e redditività nell'industria bancaria: un confronto internazionale*, di V. CONTI (febbraio 1991).
- n. 150 *Economie di scala e di diversificazione nel sistema bancario italiano*, di C. CONIGLIANI - R. DE BONIS - G. MOTTA - G. PARIGI (febbraio 1991).
- n. 151 *Politiche di offerta e riallocazione del credito bancario negli anni ottanta*, di C. GIANNINI - L. PAPI - A. PRATI (febbraio 1991).
- n. 152 *Stime regionali con pochi dati: analisi e simulazioni di stimatori alternativi per investimenti, occupazione e fatturato delle imprese manifatturiere*, di R. CESARI - L. F. SIGNORINI (marzo 1991).
- n. 153 *Dinamica retributiva e differenziali salariali*, di A. GAVOSTO - P. SESTITO (luglio 1991).
- n. 154 *Interessi reali, sistema impositivo ed effetto Sylos Labini*, di P. VAGLIASINDI (luglio 1991).
- n. 155 *Trasformazione delle scadenze e margine d'interesse degli istituti di credito mobiliare*, di P. SABBATINI (luglio 1991).
- n. 156 *Gli effetti della quotazione internazionale: il caso delle azioni italiane a Londra*, di F. PANETTA (agosto 1991).
- n. 157 *Grandi e piccole imprese negli anni ottanta: la ristrutturazione dell'industria in un'analisi di dati di bilancio*, di L. F. SIGNORINI (agosto 1991).

Quaderni di ricerca giuridica (periodicità variabile):

- 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).
- n. 22 *Le sanzioni amministrative bancarie e la giurisprudenza della Corte d'Appello di Roma*, di M. CONDEMI (aprile 1991).
- n. 23 *I trasferimenti elettronici di fondi*, di M. MANCINI e M. PERASSI (maggio 1991).
- n. 24 *La crisi degli enti creditizi nella giurisprudenza: la liquidazione coatta amministrativa*, di E. GALANTI (giugno 1991).
- n. 25 *Note introduttive alla disciplina delle SIM e dell'organizzazione dei mercati finanziari*, di F. CAPRIGLIONE (giugno 1991).

Per qualsiasi informazione riguardante le pubblicazioni rivolgersi a:

Banca d'Italia
Servizio Studi – Divisione Biblioteca e Pubblicazioni
Via Nazionale, 91 – 00184 ROMA
Telefono (06) 47922300