

BANCA D'ITALIA

**Bollettino Economico**



**Numero 22 Febbraio 1994**

BANCA D'ITALIA

**Bollettino Economico**  
del Servizio Studi

**Numero 22 Febbraio 1994**



## 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> .....	64

### **Note**

<i>L'accordo dell'Uruguay Round</i> .....	1*
<i>Il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria</i> .....	9*

### **Documenti**

<i>Norme emanate dal Consiglio dei ministri dell'Unione europea</i> .....	13*
---	-----

### **Interventi**

<i>Profili di diversità nel sistema bancario italiano, Tommaso Padoa-Schioppa, ottobre 1993</i> .....	27*
<i>Valutazione e gestione del rischio, Lamberto Dini, ottobre 1993</i> .....	44*
<i>Il nuovo regime di vigilanza per le banche estere in Italia, Lamberto Dini, novembre 1993</i> .....	50*
<i>Le regole per il mercato creditizio e finanziario, Vincenzo Desario, novembre 1993</i> .....	55*
<i>Celebrazione del Centenario della fondazione della Banca d'Italia, Antonio Fazio, dicembre 1993</i> .....	66*
<i>Il mercato dei titoli di Stato italiani, oggi, Tommaso Padoa-Schioppa, gennaio 1994</i> .....	74*

### **Appendice**

<i>Serie statistiche</i> .....	1a
<i>Note metodologiche</i> .....	57a
<i>Principali provvedimenti di politica economica</i> .....	63a
<i>Elenco delle «Note» e dei «Documenti» apparsi nei precedenti numeri del Bollettino Economico</i> .....	76a
<i>Elenco delle pubblicazioni della Banca d'Italia</i> .....	78a

## INDICE DEI RIQUADRI

### **La congiuntura e le politiche economiche**

<i>Il Libro Bianco su crescita, competitività e occupazione</i> .....	12
<i>L'avvio della seconda fase dell'Unione economica e monetaria</i> .....	16
<i>La V edizione del Manuale di bilancia dei pagamenti del FMI e le innovazioni apportate alla bilancia dei pagamenti dell'Italia</i> .....	30
<i>La spesa pubblica per interessi</i> .....	46
<i>Gli interventi della Banca d'Italia sul mercato monetario</i> .....	50
<i>Le riforme del conto corrente di tesoreria e della riserva obbligatoria</i> .....	55
<i>Riforma del MTS e introduzione dell'asta telematica</i> .....	60
<i>La manovra di bilancio per il 1994</i> .....	68

# *La congiuntura e le politiche economiche*

## **L'economia internazionale**

Nel 1993 si è accentuato lo sfasamento ciclico tra i principali paesi industriali. Negli Stati Uniti e in Canada, l'attività economica è cresciuta del 2,9 e del 2,5 per cento, rispettivamente (tav. 1). Nella Comunità europea, che dal 1° novembre 1993 con l'entrata in vigore del Trattato di Maastricht ha assunto la denominazione di Unione europea (UE), il prodotto è calato in media dello 0,3 per cento; è cresciuto di oltre il 2 per cento nel Regno Unito. In Giappone, che rappresenta il 14 per cento circa del PIL dei paesi industriali e circa un terzo di quello degli Stati Uniti, il calo è stato dello 0,5 per cento. In tutto il periodo postbellico, anche negli anni recenti, il Giappone aveva dato un forte contributo alla espansione dell'economia mondiale; dal 1960 esso è cresciuto in media del 6,2 per cento all'anno. Il commercio mondiale, riflettendo la congiuntura avversa nei paesi sviluppati, è cresciuto meno del 3 per cento; il volume degli scambi tra i paesi industriali è diminuito dell'1,6 per cento.

Nella seconda parte del 1993, la ripresa della domanda interna si è consolidata negli Stati Uniti e nel Regno Unito, con il favore del migliorato clima di fiducia e del persistere di bassi tassi d'interesse. Negli altri principali paesi industriali tardano a manifestarsi i segni di una inversione della fase negativa del ciclo. In Germania e in Francia la caduta della produzione si è arrestata. In Giappone nel secondo semestre del 1993 si è avuto un pronunciato peggioramento della congiuntura con una flessione del PIL del 3,0 per cento, in ragione d'anno, sul semestre precedente. La ripresa negli Stati Uniti ha contribuito a sostenere l'attività nel resto del mondo con un aumento del volume delle importazioni del 12 per cento circa. Ne ha tratto beneficio anche l'Europa, ma l'impulso è stato relativamente modesto: sul totale delle esportazioni

dell'area oltre il 70 per cento è diretto verso altri paesi europei e solo il 6,5 verso gli Stati Uniti. Le prospettive di ripresa in Europa dipendono in misura preponderante dall'evoluzione della domanda interna.

Con il protrarsi della recessione, si sono aggravate le condizioni del mercato del lavoro. Nell'UE l'occupazione è diminuita del 2,1 per cento e i disoccupati nei paesi dell'OCSE sono saliti a circa 33 milioni di unità; in Europa e in Giappone il tasso di disoccupazione è prossimo ai valori massimi raggiunti intorno alla metà degli anni ottanta. Il sostegno dell'occupazione ha assunto rilievo negli orientamenti della politica economica, trovando riscontro nell'avvio di provvedimenti di natura macroeconomica e strutturale.

La discesa dell'inflazione è continuata. L'hanno favorita, oltre alla debolezza della congiuntura, il rallentamento della dinamica dei costi del lavoro e il calo dei corsi delle materie prime, in particolare del petrolio. Nonostante l'intensità e la durata della fase recessiva, rispetto al picco ciclico del 1990 l'inflazione, sulla base del deflatore dei consumi, è tuttavia scesa solo dal 5,1 al 3,7 per cento nella media dei paesi industriali: in pochi paesi è scesa di più di 2 punti percentuali.

I disavanzi pubblici si sono ampliati, principalmente per effetto della fase avversa del ciclo; in Canada, nel Regno Unito, in Francia e in Giappone si sono aggiunti impulsi discrezionali a sostegno dell'attività economica. Riduzioni dei disavanzi si sono registrate solo negli Stati Uniti, col favore della ripresa, e, nonostante la recessione, in Italia. Per le politiche monetarie, si è confermato negli ultimi mesi dell'anno un indirizzo volto al sostegno dell'attività produttiva, negli Stati Uniti, nel Regno Unito e in Giappone.

Tav. 1

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

PAESI	1992	1993 (1)	1993	
			I sem.	II sem. (1)
<b>Stati Uniti</b>				
PIL .....	2,6	2,9	2,3	3,4
Domanda interna .....	2,9	3,8	3,3	4,2
<b>Canada</b>				
PIL .....	0,7	2,5	3,2	2,8
Domanda interna .....	-0,1	2,0	3,1	2,4
<b>Giappone</b>				
PNL .....	1,4	-0,5	0,8	-3,0
Domanda interna .....	0,4	-0,4	1,3	-2,6
<b>Unione europea</b>				
PIL .....	0,7	-0,3	-1,2	1,2
Domanda interna .....	0,8	-1,6	-3,4	0,8
di cui:				
<b>Germania</b>				
PIL .....	2,1	-1,5	....	....
Domanda interna ..	2,0	-1,5	....	....
di cui:				
<b>Regioni occidentali</b>				
PNL .....	0,6	-2,3	-3,5	0,2
Domanda interna	1,2	-2,5	-3,6	-0,7
<b>Francia</b>				
PIL .....	1,4	-0,9	-1,6	-0,1
Domanda interna ..	0,4	-1,2	-2,3	-0,1
<b>Italia</b>				
PIL .....	0,9	-0,7	-0,2	-1,1
Domanda interna ..	1,0	-5,0	-7,3	-1,2
<b>Regno Unito</b>				
PIL .....	-0,5	2,1	2,1	2,7
Domanda interna ..	0,4	1,6	1,2	2,3
<b>Totale OCSE</b>				
PIL .....	1,7	1,1	0,8	1,4
Domanda interna .....	1,7	0,9	0,4	1,5

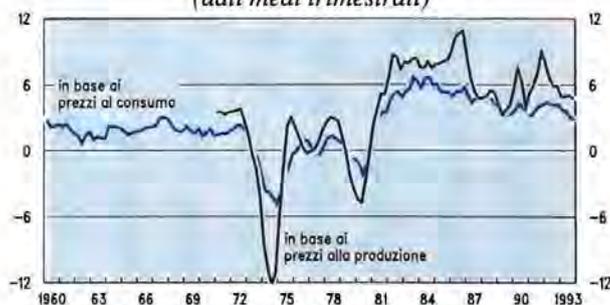
Fonti: OCSE, Isco, Istat e Bollettini nazionali.

(1) Dati provvisori per Stati Uniti, Germania e Regno Unito. Stime Isco per l'Italia e OCSE per gli altri paesi.

Negli Stati Uniti, tuttavia, all'inizio di febbraio 1994, la banca centrale ha reso più stringenti le condizioni monetarie, con la finalità di prevenire il rischio di un riaccendersi dell'inflazione nel corso della fase di ripresa, determinando un aumento del tasso di interesse sui *Federal funds*. In Germania la discesa dei tassi ufficiali è avvenuta con lentezza nel corso del 1993 per il persistere di preoccupazioni circa la crescita della moneta e dei prezzi, nonostante l'aggravarsi della situazione congiunturale; a ottobre il tasso di sconto e il tasso Lombard sono stati ridotti di mezzo punto percentuale e lo scorso 18 febbraio il tasso di sconto è stato ridotto ancora di mezzo punto. È proseguito il calo dei tassi di mercato a breve, che si situano attualmente al di sotto del 6 per cento. Nella media dei principali paesi industriali i tassi di interesse reale a lungo termine sono diminuiti nel corso del 1993 di circa 1 punto percentuale, in misura inferiore ai tassi nominali; rimangono elevati se confrontati con i valori prevalenti negli anni sessanta e in relazione all'andamento del ciclo (fig. 1). Misurati sulla base della variazione attesa dei prezzi al consumo si collocano intorno al 3,5 per cento; i principali organismi internazionali prevedono che l'inflazione al consumo si attesti intorno al 2,5 per cento nei prossimi anni. I tassi reali sono più elevati se misurati sulla base dell'inflazione attesa sui prezzi alla produzione dei manufatti, che abitualmente presenta una dinamica più contenuta dell'inflazione al consumo.

Fig. 1

**Tassi d'interesse reale a lungo termine  
nei maggiori paesi industriali (1)**  
(dati medi trimestrali)



Fonti: Istat, Bollettini nazionali, FMI e OCSE.

(1) I rendimenti nominali sono deflazionati con il tasso di incremento dei prezzi al consumo e dei prezzi alla produzione dei manufatti registrato nei dodici mesi che precedono la rilevazione (i prezzi alla produzione del dicembre 1993 sono stimati). Per l'Italia, rendimento medio dei BTP con vita residua superiore all'anno, dal settembre del 1986 al netto della ritenuta fiscale (dapprima del 6,25 per cento, dal settembre del 1987 del 12,50); per gli altri principali paesi industriali, rendimenti lordi sulle obbligazioni pubbliche a medio-lungo termine (5-10 anni). Le serie del tasso d'interesse e dell'indice dei prezzi per l'insieme dei sette paesi sono costruite come medie geometriche ponderate delle serie elementari; i pesi sono stati calcolati sulla base del prodotto lordo (per i tassi d'interesse e per i prezzi alla produzione) e dei consumi privati (per i prezzi al consumo) convertiti con le parità dei poteri d'acquisto dell'OCSE.

I tassi di cambio fra le principali valute si sono mossi riflettendo il divaricarsi dei segnali di ripresa economica nei vari paesi e i differenziali attesi nei tassi d'interesse. Dopo l'estate il dollaro si è rafforzato rispetto al marco con una tendenza che dura, con alterne vicende, dal settembre del 1992. Sino al gennaio di quest'anno la valuta americana si è apprezzata anche nei confronti dello yen; se da un lato ciò ha comportato uno stimolo per la crescita dell'economia giapponese, non ha favorito tuttavia la correzione dello squilibrio nel saldo delle partite correnti tra il Giappone e gli Stati Uniti. Fra le valute aderenti agli Accordi europei di cambio, dopo i sommovimenti di luglio culminati in agosto con la decisione di ampliare i margini di fluttuazione, è prevalsa una fase di stabilità favorita dalla relativa debolezza del marco tedesco. Generalmente, i paesi membri hanno preferito non avvalersi della maggiore flessibilità del cambio consentita dai nuovi margini; i tassi di interesse sono stati ridotti gradualmente sino a livelli inferiori a quelli prevalenti nel periodo precedente la crisi dello SME dell'estate 1993. È rimasto rilevante il ruolo della Germania nel determinare le condizioni monetarie dell'intera area.

### Congiuntura, inflazione e bilance dei pagamenti dei paesi industriali

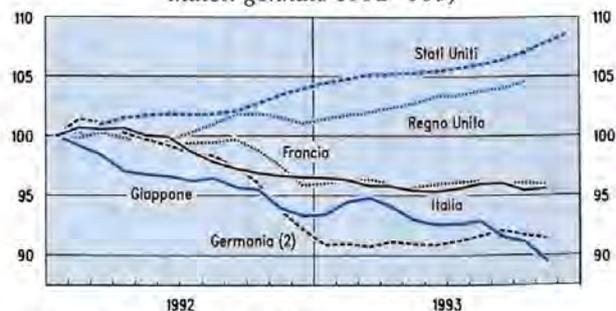
Negli Stati Uniti la ripresa si è consolidata nella seconda metà del 1993, sostenuta dalla domanda interna che ha tratto beneficio dalle migliorate condizioni patrimoniali delle famiglie e dal più basso costo dei finanziamenti. Nel secondo semestre, la crescita del PIL è risultata del 3,4 per cento su base annua; nella media del 1993 dovrebbe essersi attestata sul 2,9. Alla dinamica sostenuta dei consumi privati e degli investimenti fissi, cresciuti rispettivamente del 4,0 e del 12,3 per cento in ragione d'anno sul semestre precedente, si sono contrapposti la riduzione della spesa pubblica e l'apporto negativo dell'estero. La produzione industriale è aumentata nell'anno del 4,0 per cento, l'incremento più elevato dal 1988 (fig. 2). Negli ultimi mesi dell'anno si è registrata un'accelerazione dell'attività: il PIL è cresciuto del 5,9 per cento in ragione d'anno nel quarto trimestre rispetto al terzo; il grado di utilizzo della capacità produttiva ha

raggiunto in gennaio un livello prossimo al massimo toccato nella primavera del 1989.

L'attuale fase di ripresa dell'economia americana si distingue dai due episodi di uscita dalla recessione dopo le crisi petrolifere del 1974 e del 1980 per un ritmo di crescita più contenuto e una diversa composizione della domanda. Dopo il punto di minimo del ciclo toccato nel quarto trimestre del 1991, il prodotto lordo è cresciuto in media meno che nelle precedenti fasi di ripresa ma con maggiore continuità (fig. 3). È cresciuta più lentamente la spesa per consumi, più rapidamente quella per investimenti fissi. Ritmi di sviluppo più contenuti hanno concorso, con la debolezza dei corsi delle materie prime, a moderare l'inflazione: i prezzi al consumo sono aumentati in media del 3,0 per cento annuo in questa fase di ripresa, contro il 3,8 e il 7,3 per cento delle precedenti fasi. Anche la crescita dell'occupazione rispetto a quella del prodotto è minore che in passato; la creazione più lenta di nuovi posti di lavoro dipende dall'ampia ristrutturazione avvenuta nel settore manifatturiero e dalla contrazione dell'industria militare, i cui addetti trovano difficoltà a essere assorbiti in altre produzioni. Inoltre, gli oneri contributivi, soprattutto per l'assicurazione sanitaria, sono più elevati; ne consegue per le imprese un incentivo a ricorrere agli straordinari piuttosto che ad assumere nuovi lavoratori.

Fig. 2

**Produzione industriale (1)**  
(dati mensili destagionalizzati;  
indici: gennaio 1992=100)



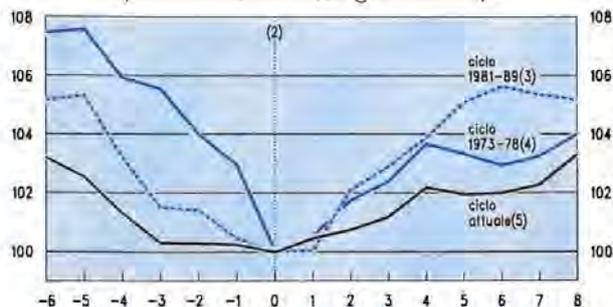
Fonti: elaborazioni su dati Istat e OCSE.  
(1) Medie mobili centrate di tre mesi. - (2) Regioni occidentali.

In Giappone la recessione si è aggravata e le prospettive di un'imminente inversione del ciclo si sono ulteriormente affievolite. L'indicatore del clima di fiducia delle imprese, fortemente peggiorato fino

all'inizio di quest'anno, non mostra segni di ripresa. Il PNL è diminuito dello 0,5 per cento nella media del 1993, con una forte caduta nel secondo semestre (intorno al 3 per cento su base congiunturale e in ragione d'anno). Secondo i preconsuntivi dell'OCSE, la domanda interna sarebbe caduta dello 0,4 per cento nell'anno, nonostante il varo, nell'agosto 1992 e nell'aprile 1993, di misure di bilancio espansive per un ammontare valutabile in circa il 5 per cento del PIL; nel primo semestre del 1993 gli investimenti pubblici sono cresciuti di circa il 24 per cento in volume e gli ordinativi nel comparto delle costruzioni pubbliche sono aumentati intorno al 15 per cento rispetto all'anno precedente. La caduta della domanda interna risente della flessione dei valori azionari e immobiliari e del forte rallentamento del credito bancario; i tassi di interesse a lungo termine sono scesi al 3,1 per cento alla fine del 1993 a fronte di un tasso di inflazione dei prezzi al consumo dell'1,0 per cento e prezzi alla produzione in calo da oltre due anni. La difficile situazione finanziaria degli operatori è stata aggravata dall'ampio apprezzamento dello yen, che ha ridotto la redditività delle imprese esportatrici e condotto a un aumento dei fallimenti.

Fig. 3

Stati Uniti: confronti ciclici prodotto lordo (1)  
(dati trimestrali destagionalizzati)



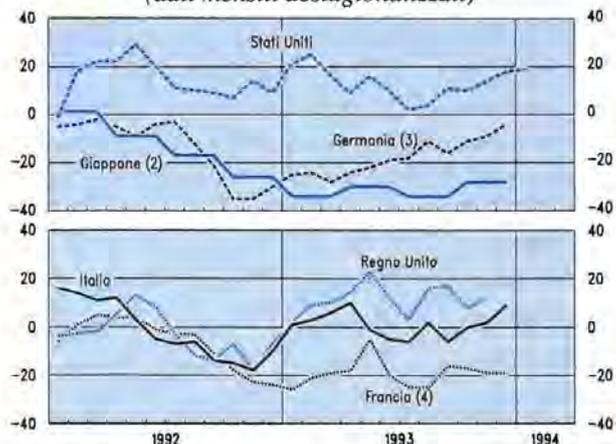
(1) Dati depurati della componente di trend calcolata con il filtro di Hodrick-Prescott. - (2) Punto di minimo. - (3) Il punto di minimo è stato raggiunto nel quarto trimestre del 1982. - (4) Il punto di minimo è stato raggiunto nel primo trimestre del 1975. - (5) Il punto di minimo è stato raggiunto nel quarto trimestre del 1991.

In Germania il 1993 si è chiuso con la più forte caduta del prodotto del dopoguerra; secondo stime preliminari, il PNL è diminuito del 2,3 per cento nelle regioni occidentali, con una contrazione del 15 per cento circa degli investimenti. Nelle regioni orientali il prodotto è cresciuto di circa il 6 per cento, prevalen-

temente nel settore manifatturiero e nelle costruzioni. Nella parte occidentale del paese la caduta produttiva si è arrestata nel secondo semestre dell'anno; il PNL ha segnato un lievissimo incremento (0,2 per cento in ragione d'anno sul semestre precedente). Non vi sono, tuttavia, segni certi di inversione del ciclo. In dicembre la produzione industriale ha registrato una lieve ripresa (0,4 per cento rispetto al mese precedente) dopo la flessione in ottobre e novembre; gli indicatori di fiducia, nonostante la notevole ripresa nel corso dell'anno, restano negativi (fig. 4).

Fig. 4

Indicatori del clima di fiducia delle imprese (1)  
(dati mensili destagionalizzati)



Fonti: Bollettini nazionali, Isco e OCSE.

(1) Risultato dei sondaggi periodici presso le imprese; saldi delle risposte degli operatori. - (2) Dati trimestrali. - (3) Regioni occidentali. - (4) Nel mese di agosto non vengono effettuati sondaggi. Il dato è posto uguale a quello di luglio.

In Francia la ripresa non è pienamente avviata. Si stima che il prodotto interno sia diminuito dell'1,0 per cento nel 1993, ma la caduta si è arrestata nella seconda parte dell'anno. Nel terzo trimestre si è avuto un aumento del PIL dello 0,8 per cento annuo, per effetto di un'accelerazione dei consumi privati, mentre gli investimenti sono ancora diminuiti (1,9 per cento). Tuttavia, nel quarto trimestre si è registrata una nuova flessione dei consumi e il clima di fiducia delle imprese rimane depresso.

Il Regno Unito è l'unico dei principali paesi europei a registrare una crescita significativa; secondo dati provvisori, nel 1993 il PIL è aumentato del 2,1 per cento, favorito dalla riduzione dei tassi d'interesse e dal deprezzamento della sterlina. Nel secondo seme-

stre il saggio di crescita è salito al 2,7 per cento annuo, sorretto dal forte incremento dei consumi privati e delle esportazioni nette. Anche gli indicatori congiunturali più recenti confermano che la fase espansiva prosegue, senza tensioni sui prezzi e con notevoli benefici per l'occupazione. Negli ultimi tre mesi del 1993 questa è cresciuta di circa 140.000 unità, soprattutto nel comparto dei servizi, e il tasso di disoccupazione a fine anno è sceso al 9,9 per cento.

Nell'Europa continentale e in Giappone si è aggravato il problema dell'occupazione. Il tasso di disoccupazione si è portato su livelli storicamente molto elevati. Tra la fine del 1992 e la fine del 1993 esso è aumentato in Germania dall'8,0 per cento al 9,5 per cento, corrispondente a circa 4 milioni di disoccupati (2,5 milioni nei Länder occidentali e 1,5 in quelli orientali); in Francia dal 10,5 per cento al 12,0 (circa 3,3 milioni di disoccupati); in Giappone è salito dal 2,4 per cento al 2,9, il livello più elevato dalla metà degli anni ottanta. È diminuito solo negli Stati Uniti, dal 7,3 al 6,4 per cento, e nel Regno Unito, dal 10,6 al 9,9 (fig. 5).

Fig. 5



Nei maggiori paesi industriali, la discesa dell'inflazione, dopo una pausa nella prima parte dell'anno, è ripresa nella seconda (fig. 6). Misurata sui prezzi al consumo, l'inflazione tendenziale è scesa in media dal 2,9 per cento all'inizio del 1993 al 2,7 a luglio e poi al 2,5 alla fine dell'anno. La flessione è stata favorita dalla caduta dei prezzi delle materie prime energetiche e dalla forte decelerazione della dinamica del costo del lavoro per unità di prodotto nel settore mani-

fatturiero: negli Stati Uniti, nel Regno Unito e in Canada la variazione del costo del lavoro è divenuta negativa. Nel corso del 1993 la quotazione media in dollari delle principali qualità di greggio è diminuita di circa il 24 per cento, scendendo a gennaio del 1994 a 14 dollari per barile, il livello medio del 1986. Nei paesi europei le cui monete sono state svalutate nel corso del 1992, il deprezzamento del cambio non si è tradotto in aumenti dell'inflazione, per effetto della caduta della domanda interna e, in alcuni paesi, di politiche dei redditi volte a contenere gli aumenti salariali.

Fig. 6



Negli Stati Uniti, nonostante la ripresa congiunturale, l'inflazione permane contenuta intorno ai livelli prevalenti negli anni sessanta. I prezzi alla produzione hanno segnato negli ultimi mesi aumenti modesti; il ritmo di incremento tendenziale di quelli al consumo si è attestato sul 2,7 per cento da agosto alla fine dell'anno; era pari al 3,3 per cento nel gennaio 1993. Depurata delle componenti più variabili - fonti d'energia e prodotti alimentari - l'inflazione al consumo risulta leggermente più elevata, ma stabile, attorno al 3 per cento, dalla primavera del 1993. Nella Germania occidentale, l'inflazione ha cominciato a calare nella seconda parte dell'anno, risentendo della caduta della domanda e della decelerazione dei costi del lavoro. Misurata sui prezzi al consumo e su base tendenziale, essa si è mantenuta elevata (4,3 per cento) fino a luglio, principalmente per gli incrementi degli affitti e dei prezzi dei servizi; è poi gradualmente discesa sino al 3,5 per cento nel gennaio di quest'anno. I prezzi alla produzione hanno registrato una dina-

mica più contenuta, con variazioni negative nella seconda parte dell'anno. Tra gennaio e dicembre 1993, l'inflazione tendenziale è scesa dall'1,3 per cento all'1,0 per cento in Giappone, è rimasta costante al 2,1 in Francia ed è risalita leggermente dall'1,7 all'1,9 nel Regno Unito.

In tutti i paesi industriali il problema dell'occupazione ha assunto notevole rilevanza politica e, nei mesi scorsi, sono state avviate importanti iniziative di carattere macroeconomico e strutturale allo scopo di sostenere l'impiego e accrescere l'efficienza del mercato del lavoro. In Germania, il Governo ha proposto un complesso di misure tra cui la legalizzazione delle agenzie di collocamento private, incentivi per i disoccupati che accettino lavori stagionali o a basso salario, la promozione del lavoro *part-time*. In questo paese, un'importante impresa automobilistica ha concordato con i sindacati di ridurre la settimana lavorativa da 36 a 29 ore, con una diminuzione proporzionale del costo del lavoro, impegnandosi nel contempo a non tagliare ulteriormente i livelli dell'occupazione; il contratto recentemente siglato nel settore chimico stabilisce misure per accrescere la flessibilità di impiego della mano d'opera e aumenti retributivi del 2 per cento per il 1994, inferiori al tasso di inflazione previsto. In Francia, sono stati varati provvedimenti legislativi che consentono remunerazioni inferiori ai minimi salariali per i giovani e la riduzione degli oneri sociali a carico delle imprese, decentrano alle regioni i programmi per la promozione dell'impiego, incentivano la riduzione delle ore lavorate. In Spagna è stata varata, tra forti tensioni sociali, un'ampia riforma del mercato del lavoro, che prevede il superamento del monopolio pubblico del collocamento, l'introduzione dei contratti di lavoro a termine per i giovani, condizioni meno restrittive in materia di licenziamenti, orari di lavoro e mobilità.

L'occupazione è stata oggetto di particolare attenzione da parte delle autorità dei paesi industriali. Il Gruppo dei Sette ha convocato per marzo 1994 una conferenza interministeriale per esaminare iniziative per rilanciare l'occupazione. Nel dicembre scorso, il Consiglio europeo ha approvato il *Libro Bianco su crescita, competitività e occupazione*, predisposto dalla Commissione. Esso delinea un quadro di riferimento a medio termine per le politiche economiche degli Stati membri in diverse aree strategiche: merca-

to del lavoro, istruzione, ricerca e sviluppo, investimenti in infrastrutture. Il Consiglio europeo valuterà periodicamente i risultati conseguiti e potrà assumere iniziative specifiche per garantire il raggiungimento degli obiettivi fissati nel Libro Bianco (cfr. il riquadro: *Il Libro Bianco su crescita, competitività e occupazione*).

Con il protrarsi dello sfasamento ciclico fra gli Stati Uniti e il Giappone, gli squilibri di parte corrente dei due paesi hanno continuato ad ampliarsi. Il disavanzo americano, nei primi tre trimestri del 1993 e in ragione d'anno, ha superato i 100 miliardi di dollari, con un aumento di quasi 37 rispetto all'anno precedente. In rapporto al PIL il disavanzo, dopo essersi notevolmente ridotto tra il 1988 e il 1991, ha ripreso a salire ragguagliandosi all'1,1 per cento nel 1992 e all'1,6 per cento nell'anno trascorso. Si è quindi ampliata la posizione debitoria netta sull'estero degli Stati Uniti, che alla fine del 1992, valutata ai prezzi di mercato, aveva raggiunto i 612 miliardi di dollari. Il disavanzo commerciale è salito a circa 130 miliardi, nei primi tre trimestri in ragione d'anno (96 nel 1992); si è accresciuto il passivo nei confronti del Giappone e della Cina, lievemente ridotto quello con le economie asiatiche di nuova industrializzazione. Nello stesso periodo il saldo nei confronti dell'UE è peggiorato fortemente, passando da un avanzo di 5 miliardi a un disavanzo di 7 in ragione d'anno; nei confronti dell'Italia il deficit americano è salito da 3,6 miliardi nel 1992 a oltre 6 nel 1993.

L'avanzo corrente giapponese nel 1993 è salito a 131 miliardi di dollari; in rapporto al PIL esso è rimasto stabile, per la prima volta in tre anni, al 3,1 per cento. L'aumento dell'avanzo misurato in dollari è attribuibile all'ampliamento sia del surplus mercantile, passato a 141 miliardi di dollari, sia del saldo positivo dei redditi da capitale (41 miliardi). La crescita dell'attivo commerciale riflette il miglioramento delle ragioni di scambio, pari a circa l'8 per cento, conseguente alla flessione dei prezzi delle materie prime e all'apprezzamento dello yen. Le importazioni in volume sono aumentate del 3,7 per cento e le esportazioni sono calate dell'1,4 per cento.

Il disavanzo corrente della Germania, nei primi undici mesi del 1993 e in ragione d'anno, è rimasto sostanzialmente stabile, pari a circa 23 miliardi di dollari. Esso si somma ai circa 45 miliardi di deficit

accumulati nei due anni precedenti. Al miglioramento dell'attivo commerciale si sono accompagnati una diminuzione del saldo attivo dei redditi da capitale e un aumento del disavanzo dei servizi, che, proseguendo la tendenza al deterioramento, ha superato nello stesso periodo i 30 miliardi di dollari. In altri paesi europei, la fase negativa del ciclo e, in taluni casi, i vantaggi di competitività consentiti dalla svalutazione si sono riflessi in un miglioramento dei saldi correnti. In Francia il miglioramento nei primi tre trimestri del 1993 e in ragione d'anno è stato di circa 10 miliardi di dollari nei confronti del 1992. Nel Regno Unito il saldo permane negativo, ma più contenuto (circa 13 miliardi di dollari nei primi tre trimestri in ragione d'anno, contro i 15,5 del 1992). In Italia il miglioramento è stato considerevole: da un disavanzo di quasi 27 miliardi di dollari a un attivo di circa 8 miliardi nel 1993 (cfr. il capitolo: *La congiuntura e la bilancia dei pagamenti in Italia*).

### Le politiche economiche

Nel 1993, prevalentemente per effetto della debolezza del ciclo, i disavanzi pubblici sono aumentati in media dal 4,0 al 4,6 per cento del PIL nel complesso dei paesi industriali e dal 5,1 al 6,8 per cento in quelli europei. Sono diminuiti solo negli Stati Uniti e in Italia. Secondo le stime dell'OCSE, il disavanzo corretto per gli effetti ciclici si sarebbe ridotto negli Stati Uniti, in Germania e in Italia e sarebbe cresciuto in Francia, nel Regno Unito, in Canada e in larga parte degli altri paesi industriali; in Giappone, al netto del ciclo, si sarebbe registrato un avanzo leggermente inferiore a quello dell'anno precedente.

Negli Stati Uniti l'esercizio 1993 si è chiuso a settembre con un disavanzo federale di 255 miliardi di dollari, equivalenti a circa il 4 per cento del PIL, contro i 290 del 1992. Il miglioramento è imputabile prevalentemente all'andamento del ciclo. In autunno, contemporaneamente all'avvio del progetto di riforma sanitaria (cfr. *Bollettino Economico* n. 21, ottobre 1993), l'Amministrazione ha presentato un vasto programma per la riforma del governo federale. Esso mira ad accrescere l'efficienza dell'apparato governativo attraverso snellimenti procedurali e conferendo maggiore autonomia ai manager pubblici.

In Giappone, per l'esercizio che terminerà a marzo del 1994, il saldo delle Amministrazioni pubbliche segnerà, per la prima volta dal 1986, un modesto disavanzo pari a circa l'1 per cento del prodotto. Il deterioramento sarebbe determinato principalmente dagli effetti della recessione sulle entrate tributarie e dall'aumento della spesa pubblica per investimenti. In assenza di segnali di ripresa, nei primi giorni di febbraio 1994, il governo ha varato un complesso di misure espansive per un ammontare di oltre 15.000 miliardi di yen, pari a circa il 3 per cento del prodotto. A differenza delle precedenti misure di stimolo, in questa occasione sono state approvate consistenti riduzioni delle imposte dirette, per circa 6.000 miliardi; sono anche previsti investimenti pubblici per 5.700 miliardi.

In Germania, secondo stime preliminari il disavanzo federale è salito al 2,3 per cento del PIL nel 1993, dall'1,4 nel 1992; quello delle Amministrazioni pubbliche è salito dal 2,6 al 4,0 per cento. Secondo le stime dell'OCSE, il peggioramento è imputabile all'andamento del ciclo; corretto per tali effetti, il disavanzo delle Amministrazioni pubbliche sarebbe migliorato di circa 0,8 punti percentuali. Per il settore pubblico allargato (che include la Treuhandanstalt, le Poste e le Ferrovie) il deficit sarebbe aumentato dal 4,4 al 6,0 per cento del PIL. I trasferimenti netti alle regioni orientali hanno segnato un ulteriore aumento, portandosi a circa 137 miliardi di marchi equivalenti al 4,4 per cento del PIL tedesco.

Nel Regno Unito il fabbisogno del settore pubblico per l'esercizio che termina a marzo del 1994 salirà all'8,2 per cento del PIL, rispetto al 6,2 nel 1992 e al sostanziale equilibrio nel 1990. A fine novembre il Governo ha presentato il bilancio per il prossimo anno fiscale. La correzione del disavanzo sarà realizzata principalmente dal lato delle entrate; verrà introdotta l'IVA su combustibili, elettricità e tabacchi. Dal lato della spesa verranno ridotti gli esborsi nel settore dei trasporti, della difesa, delle abitazioni e i trasferimenti alle autorità locali. Secondo il piano di medio termine del governo, la manovra correttiva e gli effetti favorevoli del ciclo e del calo dei tassi di interesse determineranno una forte riduzione del fabbisogno nel prossimo esercizio (5,5 per cento del PIL) e il suo azzeramento nell'esercizio 1998-99.

## Il Libro Bianco su crescita, competitività e occupazione

*Il Libro Bianco predisposto dalla Commissione europea affronta, in un ottica di medio periodo, il problema del deludente andamento dell'occupazione nell'UE. L'obiettivo dichiarato è di creare, entro la fine del decennio, circa 15 milioni di nuovi posti di lavoro, così da dimezzare l'attuale tasso di disoccupazione, che si aggira sull'11 per cento. Il raggiungimento dell'obiettivo dovrebbe essere ottenuto attraverso un innalzamento del tasso di crescita potenziale dall'attuale 2 al 3 per cento (con ritmi di sviluppo effettivi anche più elevati nel periodo iniziale di uscita dalla recessione) e un aumento dell'intensità di occupazione per unità di prodotto che nello scorso ventennio è stata nettamente inferiore a quella di altri paesi industriali, in particolare degli Stati Uniti. I due fattori dovrebbero consentire di realizzare un incremento medio annuo dell'occupazione del 2 per cento fra il 1995 e il 1999, rispetto allo 0,6 per cento nel periodo 1980-1990.*

*La strategia proposta nel Libro Bianco costituisce un quadro di riferimento per interventi di tipo macroeconomico e strutturale da condursi a livello sia nazionale sia comunitario. A partire dal prossimo dicembre, il Consiglio europeo valuterà periodicamente i risultati conseguiti, sulla base di relazioni predisposte dalla Commissione, e potrà assumere iniziative specifiche al fine di raggiungere gli obiettivi prefissati.*

*L'incremento del tasso di crescita del potenziale produttivo dell'economia richiederebbe un innalzamento della quota degli investimenti sul prodotto dall'attuale 19 per cento al 23-24 alla fine del decennio. Il necessario accrescimento del risparmio complessivo dovrebbe provenire dal settore pubblico, grazie all'attuazione di programmi di risanamento. Politiche orientate alla stabilità dei prezzi (con tassi d'inflazione compresi tra il 2 e il 3 per cento) influenzerebbero positivamente le aspettative e "le autorità monetarie potrebbero essere in grado di allentare le condizioni monetarie in misura significativa". La discesa dei tassi d'interesse*

*sarebbe sensibile anche in termini reali, grazie alla riduzione dei premi al rischio determinata dal riequilibrio delle finanze pubbliche.*

*Lo sviluppo degli investimenti sarebbe favorito dal mantenimento, anche all'uscita dalla fase recessiva, dell'attuale moderazione salariale e da misure strutturali volte ad accrescere la redditività delle imprese e la competitività del sistema. Al riguardo il Libro Bianco sottolinea il ruolo degli investimenti in alcuni settori strategici e di misure atte ad accrescere la flessibilità del mercato del lavoro.*

*Il potenziamento delle infrastrutture europee nel campo dei trasporti, dell'energia, delle telecomunicazioni e dell'ambiente costituisce uno dei cardini del programma. Viene indicato in 574 miliardi di ecu l'ammontare complessivo di investimenti, pubblici e privati, da realizzare entro il 2000 (1), di cui 162 riguardano progetti definiti prioritari. Si tratta di uno sforzo di dimensioni cospicue (quasi il 2 per cento all'anno del prodotto comunitario) che costituirebbe parte considerevole dell'auspicato aumento del tasso di accumulazione e consentirebbe di migliorare la competitività dell'industria europea, grazie alla diminuzione dei costi di trasporto, di approvvigionamento dell'energia (elettrica e gas), di reperibilità e di sfruttamento delle informazioni.*

*Vi sono incertezze circa la possibilità che il piano di investimento venga realizzato entro i termini prefissati, anche a causa della complessità tecnica dei progetti e della numerosità dei centri decisionali direttamente coinvolti. Per accrescere il ruolo di "catalizzatore" della Comunità e per creare le condizioni per una vera partnership di tutti gli attori interessati ai singoli progetti, il Consiglio ha istituito due gruppi di lavoro ad hoc, che assisteranno la Commissione nell'attività di coordinamento nella fase di realizzazione. In particolare, il gruppo sulle reti di trasporto dovrà completare entro il prossimo 1° luglio lo schema orientativo per l'individuazione dei progetti di interesse comune.*

*Il problema del finanziamento è particolarmente rilevante per gli investimenti in reti di trasporto, dato l'ampio ammontare di risorse che essi richiedono e l'elevata incertezza sulla loro redditività. L'obiettivo principale è quello di favorire gli investimenti privati attraverso una riduzione dei rischi e un sostegno finanziario diretto della Comunità. A questo riguardo il Consiglio ha accolto la proposta della Commissione che indica in 20 miliardi di ecu (circa lo 0,4 per cento del prodotto dell'UE) il finanziamento annuo medio per il periodo 1994-99 a carico della Comunità, pari a oltre il 20 per cento del fabbisogno complessivo. Di essi soltanto 5,3 miliardi graveranno direttamente sul bilancio comunitario, 6,7 miliardi assumeranno la forma di prestiti concessi dalla BEI; il Consiglio Ecofin dovrà prossimamente decidere se i restanti 8 possano assumere la forma di obbligazioni a lungo termine emesse o garantite dall'Unione europea.*

*Il Libro Bianco ripropone con vigore l'obiettivo di rendere più flessibile il mercato del lavoro europeo: più che perseguire una generica "liberalizzazione" sul modello statunitense, si suggerisce di ridisegnare norme e regolamentazioni in modo da incentivare la domanda di lavoro, pur nelle diversità che permarranno fra i paesi dell'UE. Date le specificità istituzionali e legislative dei mercati del lavoro, le azioni in questo settore dovranno essere intraprese principalmente a livello nazionale. La Comunità avrebbe un ruolo nella definizione degli obiettivi, ma resterebbe affidata agli Stati membri la scelta sulle modalità della loro attuazione.*

*Quattro sono le direttive di intervento che vengono espressamente indicate: i) un'azione sui regimi di orario del lavoro che favorisca l'emergere della domanda latente di posizioni lavorative part-time; ii) il miglioramento dell'accesso al mercato delle categorie più deboli e svantaggiate (giovani e disoccupati di lunga durata) attraverso il rafforzamento dell'azione dei servizi pubblici di collocamento e delle agenzie private; iii) lo*

*sviluppo del capitale umano, per cui si sollecita la trasformazione della formazione in un'attività continua lungo tutto l'arco della vita lavorativa; iv) la promozione di nuove mansioni e attività socialmente utili, con particolare riguardo a quelle ad alta intensità di lavoro.*

*Un altro importante suggerimento generale è quello di riordinare e semplificare le diverse normative, essendosi venuta a creare in tutti i paesi una stratificazione di norme speciali e incentivi che, pur avendo accresciuto i margini di flessibilità del mercato, risultano di difficile gestione.*

*L'occupazione potrebbe essere anche favorita da una riduzione del carico contributivo sul lavoro. Ciò è da perseguire anche in vista di una probabile armonizzazione verso il basso dei regimi di imposizione sul capitale, che implicherà una diminuzione del suo costo relativo. A questo riguardo la Commissione propone un alleggerimento del prelievo para-fiscale sul lavoro, in particolare su quello meno qualificato, da finanziare con inasprimenti delle imposte indirette oppure con l'introduzione di una tassa a livello europeo sul consumo di energia. Tale proposta sarà discussa prossimamente nell'ambito del Comitato di politica economica della Comunità. Secondo le valutazioni quantitative riportate nel Libro Bianco, una diminuzione dei contributi sociali a carico delle imprese compresa tra l'1 e il 2 per cento del prodotto, da attuarsi in misura inversamente proporzionale al livello di qualificazione professionale e finanziata con l'introduzione di una tassa sulle emissioni di CO<sub>2</sub> (cosiddetta carbon-tax), potrebbe ridurre di 2,7 punti percentuali il tasso di disoccupazione nell'UE alla fine del decennio.*

(1) Di questi, 220 miliardi riguardano gli investimenti per le reti di trasporto, 30 per quelle dell'energia elettrica e del gas, 150 per quelle delle telecomunicazioni e 174 per la tutela dell'ambiente.

Il disavanzo pubblico è cresciuto considerevolmente in numerosi paesi industriali; in rapporto al prodotto lordo è aumentato in Finlandia dal 6,1 per cento nel 1992 al 9,1 nel 1993, in Grecia dall'11,1 al 14,8 per cento, in Portogallo dal 4,6 all'8,2, in Spagna dal 4,5 al 7,2, in Svezia dal 7,1 al 14,7.

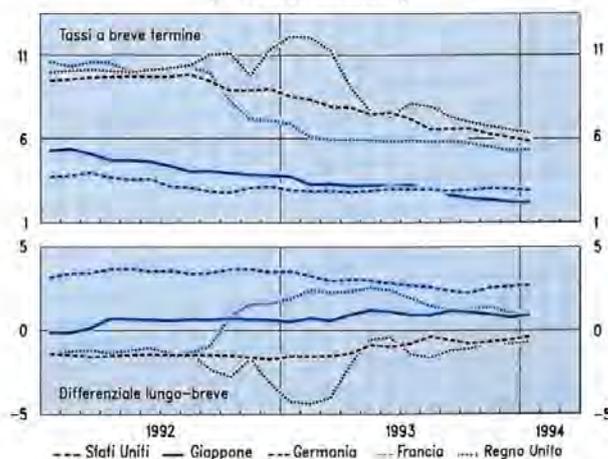
Negli Stati Uniti, in Giappone e nel Regno Unito nel corso del 1993 la politica monetaria ha continuato a essere volta principalmente al sostegno della ripresa. Negli Stati Uniti, i tassi di interesse a breve termine sono rimasti sostanzialmente stabili intorno al 3 per cento fino alla fine di gennaio 1994 (fig. 7). Nel terzo trimestre del 1993, i tassi a lungo termine, che erano calati di poco per tutto il corso dell'anno, sono risaliti leggermente: sulle scadenze a 10 anni l'aumento è stato di quasi mezzo punto percentuale e i tassi sono tornati nella media di gennaio 1994 al 5,8 per cento, livello del luglio 1993. Il 4 febbraio 1994, il timore di pressioni inflazionistiche in connessione con l'accelerazione della crescita, ha indotto la Federal Reserve a inasprire le condizioni monetarie: il tasso di interesse sui *Federal funds* è salito di 2 decimi di punto percentuale. La restrizione monetaria negli Stati Uniti non ha comunque impedito una discesa dei tassi ufficiali in Europa a metà febbraio. In Giappone, la tendenza alla riduzione dei tassi di interesse è ripresa nella seconda metà del 1993 dopo l'interruzione avvenuta in primavera. A gennaio 1994 i tassi di mercato a breve e a lungo termine sono scesi ai minimi storici del 2,3 e del 3,2 per cento, rispettivamente. Nonostante ciò, l'espansione degli aggregati monetari e creditizi resta molto contenuta: in novembre e dicembre l'aggregato di riferimento (M2+CD) è cresciuto su base tendenziale dell'1,5 per cento; i crediti bancari sono cresciuti solo dello 0,5 per cento, il più basso incremento annuo mai registrato. L'efficacia degli impulsi espansivi della politica monetaria è stata indebolita dalle difficoltà del settore bancario gravato dalla riduzione dei profitti e dalla crescita delle sofferenze, causate soprattutto dalla flessione dei valori immobiliari.

In Germania, dopo la stasi nel corso dell'estate e la riduzione, il 21 ottobre, del tasso di sconto e del tasso Lombard (di mezzo punto percentuale al 5,75 e al 6,75 per cento, rispettivamente), i tassi di interesse hanno ripreso la discesa iniziata nel terzo trimestre

del 1992. Il tasso sulle operazioni pronti contro termine è stato ridotto complessivamente di 0,7 punti tra ottobre e gennaio, al 6,0 per cento. Nello stesso periodo, sono calati dal 6,6 al 5,8 per cento i tassi di mercato sulle brevi scadenze e dal 5,8 al 5,5 per cento quelli sulle lunghe. La cautela della Bundesbank nel ridurre i tassi di riferimento è stata motivata con la lenta discesa dell'inflazione e l'espansione ancora sostenuta dell'aggregato M3 (7,2 per cento su base tendenziale a novembre, 8,1 a dicembre) contro un obiettivo del 4,5-6,5 per cento. Secondo la Bundesbank, la crescita di M3 nel 1993 riflette fattori straordinari, quali gli effetti degli interventi a difesa delle parità nello SME, che non dovrebbero ripetersi quest'anno. Per il 1994, l'obiettivo di crescita di M3 è stato fissato al 4-6 per cento, coerente con tassi di crescita del potenziale produttivo e dei prezzi rispettivamente, del 2,5 e del 2,0 per cento. Il 18 febbraio, il tasso di sconto è stato ridotto di mezzo punto percentuale, al 5,25 per cento; non sono stati invece modificati il tasso Lombard e il tasso pronti contro termine. Dopo la decisione delle autorità tedesche i tassi ufficiali sono stati diminuiti anche nella maggior parte degli altri paesi europei.

Fig. 7

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



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

Dopo la crisi dell'estate scorsa e la decisione di ampliare i margini di fluttuazione degli Accordi di cambio dello SME, i paesi europei che tuttora vi par-

tecipano hanno comunque mantenuto un obiettivo di stabilità del cambio. I tassi di interesse, dopo gli aumenti registrati a luglio, hanno ripreso la discesa graduale avviata nell'autunno del 1992 (tav. a5). A gennaio del 1994 i tassi a breve in Francia hanno raggiunto il livello del 6,3 per cento: erano al 12,1 all'inizio del 1993 e all'8,1 in luglio. In Spagna sono giunti all'8,8 per cento, nei Paesi Bassi al 5,2 e in Belgio al 7,0; in luglio erano, rispettivamente, pari all'11,3, al 6,6 e al 7,3 per cento.

Nel Regno Unito il tasso di interesse a breve ha raggiunto il 5,4 per cento, contro il 10,4 dell'agosto del 1992; il tasso base in questo paese è stato ridotto di mezzo punto a novembre e di un quarto di punto a febbraio 1994, scendendo al 5,25 per cento, il livello minimo da 16 anni a questa parte. In Italia il tasso a breve è sceso all'8,4 per cento, circa 10 punti percentuali al di sotto del massimo del settembre 1992.

Il 1° gennaio 1994 nei paesi dell'UE è stata avviata la seconda fase dell'UEM, con la creazione dell'Istituto monetario europeo e l'applicazione di importanti norme volte a rafforzare la convergenza tra i paesi membri. Nella seconda fase verrà, inoltre, accresciuta l'indipendenza delle banche centrali; in questa prospettiva è entrato recentemente in vigore il nuovo statuto della Banca di Francia (cfr. il riquadro: *L'avvio della seconda fase dell'Unione economica e monetaria*).

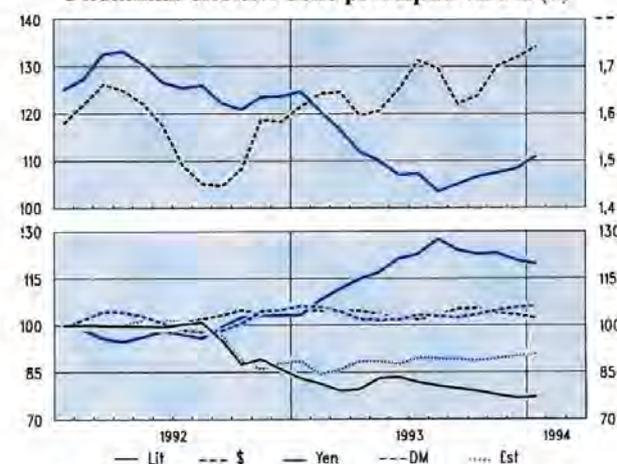
## I tassi di cambio

Nella seconda metà del 1993, il dollaro è stato sostenuto dalle prospettive di crescita dell'economia americana e dalle aspettative di un movimento dei differenziali dei tassi di interesse in suo favore. Si è invertita la tendenza al deprezzamento della valuta americana nei confronti dello yen iniziata nell'aprile 1992; il cambio, sceso sino al minimo storico di 101 yen in agosto, è poi risalito sino a 111 nel gennaio 1994. A metà febbraio, in seguito alla rottura del negoziato commerciale tra gli Stati Uniti e il Giappone, è risceso bruscamente, tornando in pochi giorni al livello di 102 yen. Nei confronti del marco la valuta americana ha confermato la tendenza all'apprezza-

mento, che prosegue, pur con forti oscillazioni, dal settembre del 1992; a febbraio 1994, dopo l'aumento dei tassi negli Stati Uniti e la riduzione del tasso di sconto in Germania, il dollaro si è collocato intorno al livello di 1,72 marchi. In termini effettivi il dollaro si è apprezzato nel corso del secondo semestre del 4 per cento circa (fig. 8), ritornando nel gennaio 1994 ai livelli medi prevalenti all'inizio degli anni novanta.

Fig. 8

Tassi di cambio bilaterali del dollaro (1) e nominali effettivi delle principali valute (2)



(1) I tassi di cambio bilaterali sono espressi in unità di valuta per dollaro. — (2) Ciascuna nei confronti delle altre 14 principali valute; indici: gennaio 1992=100.

Tra agosto e gennaio lo yen si è indebolito perdendo in termini effettivi circa il 6 per cento. La repentina inversione di tendenza riflette la difficile situazione congiunturale giapponese e l'aspettativa di ulteriori riduzioni dei tassi di interesse. Alla debolezza dello yen ha contribuito anche la caduta delle quotazioni azionarie sulla piazza di Tokio, scese del 13 per cento tra agosto e dicembre, che ha causato una riallocazione dei portafogli in favore degli investimenti esteri. Nel solo mese di ottobre si sono registrate fuoriuscite nette di capitali per circa 20 miliardi di dollari, per la maggior parte sotto forma di investimenti di portafoglio; nel 1993 i deflussi netti di capitali sono ammontati a 126 miliardi, contro i 113 dell'anno precedente. A metà febbraio 1994, il fallimento della trattativa con gli Stati Uniti per aprire maggiormente il mercato giapponese ai prodotti esteri e ridurre l'avanzo commerciale ha determinato il rapido apprezzamento

## L'avvio della seconda fase dell'Unione economica e monetaria

*Il 1° gennaio 1994 ha preso avvio tra i paesi dell'Unione europea (UE) la seconda delle tre fasi dell'Unione economica e monetaria (UEM), secondo quanto previsto dal Trattato di Maastricht, firmato due anni or sono (cfr. Bollettino Economico n. 18, febbraio 1992) ed entrato in vigore nel novembre dello scorso anno, dopo la ratifica da parte dei dodici paesi firmatari.*

*Nel corso della seconda fase dovranno essere realizzate le condizioni economiche, tecniche e istituzionali necessarie per il passaggio alla fase finale dell'UEM, che sarà caratterizzata da una moneta e una politica monetaria unica, gestite da una Banca centrale europea (BCE). A questo fine il Trattato prevede un insieme di norme, che entrano in vigore con la seconda fase, volte a rafforzare la convergenza economica tra i paesi dell'UE e ad accrescere l'indipendenza delle banche centrali. Sul piano istituzionale, la seconda fase è caratterizzata dalla costituzione dell'Istituto monetario europeo (IME). Le norme di diritto derivato necessarie all'attuazione del Trattato sono state emanate lo scorso anno dal Consiglio dei ministri dell'UE (cfr. la sezione "Documenti").*

*In base al Trattato, la realizzazione dell'UEM richiede, in primo luogo, una crescente convergenza economica tra i diversi paesi, per promuovere la quale è previsto nella seconda fase un rafforzamento del coordinamento delle politiche economiche. A questo fine, ciascuno degli Stati membri adotterà programmi di convergenza per il triennio 1994-96, che verranno annualmente rivisti e sottoposti all'esame del Consiglio dei ministri dell'UE, che valuterà i progressi compiuti. Già nella prima fase dell'UEM (iniziata nel luglio del 1990) numerosi paesi, tra cui l'Italia, hanno presentato programmi pluriennali.*

*Dall'inizio della seconda fase, gli Stati membri si impegnano inoltre a evitare disavanzi pubblici eccessivi, secondo i criteri stabiliti dal Trattato. Al fine di consentire la verifica che tale impegno sia rispettato, le autorità nazionali devono, due volte l'anno, fornire alla Commissione europea le informazioni necessarie. Il Consiglio dei ministri dell'UE, qualora accerti, sulla base di un rapporto della Commissione, che in uno Stato membro il disavanzo pubblico eccede i limiti stabiliti, può formulare raccomandazioni per la sua correzione e, se questa non*

*avviene entro un determinato tempo, può renderle pubbliche. Solo dall'inizio della terza fase dell'UEM il paese che persista nel non dare corso a tali raccomandazioni potrà subire sanzioni.*

*Nella seconda fase dell'UEM deve essere avviato anche il processo volto ad attribuire alle banche centrali nazionali, entro l'inizio della fase finale, una piena indipendenza nello svolgimento delle funzioni connesse con l'attuazione della politica monetaria, affinché esse possano entrare a far parte del Sistema europeo di banche centrali (SEBC). Vari paesi hanno già compiuto passi importanti in questo campo. In Francia, è recentemente entrato in vigore il nuovo statuto della banca centrale, approvato dal Parlamento nel luglio dello scorso anno. Il compito di definire gli indirizzi della politica monetaria, con l'obiettivo di promuovere la stabilità dei prezzi, è assegnato a un Consiglio per la politica monetaria, la cui autonomia è sancita dallo statuto e che comprende, in aggiunta al Governatore e ai due Vice-governatori, sei membri nominati dal Governo per un periodo di nove anni. Provvedimenti legislativi volti a rafforzare l'indipendenza della banca centrale sono stati approvati o sono in corso di elaborazione anche in altri paesi, in particolare in Italia, in Belgio e in Spagna. Un ampio dibattito sui vantaggi di una banca centrale indipendente è in corso in Gran Bretagna.*

*A rafforzare l'indipendenza delle banche centrali, creando condizioni favorevoli alla conduzione di politiche monetarie orientate verso la stabilità dei prezzi, sono rivolte anche alcune norme del Trattato che sono entrate in vigore con l'inizio della seconda fase:*

- *il divieto di introdurre restrizioni ai movimenti dei capitali o ai pagamenti, sia tra i paesi membri, sia nei confronti di paesi terzi. Solo in circostanze eccezionali il Consiglio dei ministri dell'UE (o, per gravi e urgenti motivi politici e salvo parere negativo da parte del Consiglio, anche uno Stato membro) può decidere di introdurre misure temporanee di salvaguardia nei confronti di paesi terzi. Tutti gli Stati membri, con l'eccezione della Grecia (che usufruisce di una deroga fino alla fine del 1995), hanno già eliminato le precedenti restrizioni;*

- il divieto di finanziamento monetario dei disavanzi delle Amministrazioni o di Enti pubblici da parte delle banche centrali. In forza di tale divieto è stata già soppressa, nei paesi dove era prevista, la possibilità per le Amministrazioni pubbliche di ottenere scoperti di conto dalle banche centrali ed è stato precluso l'acquisto diretto da parte di queste ultime di titoli del debito pubblico sul mercato primario;
- il divieto di introdurre misure, non dettate da considerazioni prudenziali, che diano alle Amministrazioni o Enti pubblici un accesso privilegiato alle istituzioni finanziarie.

All'inizio del 1994 è stato costituito l'IME, con sede a Francoforte. L'organo direttivo dell'IME è il Consiglio, composto dai governatori delle banche centrali dei paesi membri e da un Presidente; questi è nominato dal Consiglio europeo, su raccomandazione del Comitato dei governatori e previa consultazione del Parlamento europeo e del Consiglio dei ministri. Nella prima riunione, svoltasi l'11 gennaio, il Consiglio dell'IME ha approvato la chiave di ripartizione del capitale (cfr. tavola) e l'organigramma della nuova istituzione. La struttura dell'IME comprenderà inizialmente un dipartimento economico, monetario e statistico, un segretariato generale, un dipartimento amministrativo e uno per i sistemi informativi; a questi potrà aggiungersi in futuro un dipartimento finanziario.

All'IME sono assegnati, tra gli altri, i seguenti compiti:

- predisporre, in collaborazione con le banche centrali nazionali, il quadro regolamentare, organizzativo e logistico per il funzionamento della BCE e del SEBC dall'inizio della terza fase dell'UEM. Ciò richiede, in particolare, la preparazione degli strumenti e delle procedure per la politica monetaria unica; l'integrazione dei sistemi nazionali dei pagamenti; l'armonizzazione delle statistiche, dei sistemi informativi e delle norme contabili; i preparativi per la fabbricazione e l'emissione della moneta unica. L'IME dovrà essere consultato dalle autorità nazionali in merito a progetti legislativi rilevanti a tali fini. In vari campi, le

attività preparatorie alla fase finale dell'UEM erano state già avviate nell'ambito del Comitato dei governatori, che ha tenuto la sua ultima riunione nel dicembre 1993;

- promuovere il coordinamento delle politiche monetarie, la cui responsabilità, tuttavia, rimane alle autorità nazionali fino all'inizio della fase finale dell'UEM. A questo fine l'IME dovrà essere consultato in anticipo dalle autorità monetarie nazionali su decisioni relative agli indirizzi di politica monetaria e potrà formulare pareri o rivolgere raccomandazioni alle autorità monetarie nazionali;
- seguire l'andamento del Sistema monetario europeo, assumendo, tra l'altro, le funzioni finora svolte dal FECOM;
- gestire per conto delle banche centrali nazionali parte delle loro riserve valutarie, da esse trasferite volontariamente all'IME.

#### Chiave di ripartizione del capitale dell'IME (in percentuale)

Deutsche Bundesbank .....	24,25
Banque de France .....	18,30
Banca d'Italia .....	17,05
Bank of England .....	16,45
Banco de España .....	9,50
De Nederlandsche Bank .....	4,55
Banque Nationale de Belgique .....	3,00
Banca di Grecia .....	2,15
Banco de Portugal .....	1,95
Danmarks Nationalbank .....	1,80
Central Bank of Ireland .....	0,85
Institut Monétaire Luxembourgeois .....	0,15

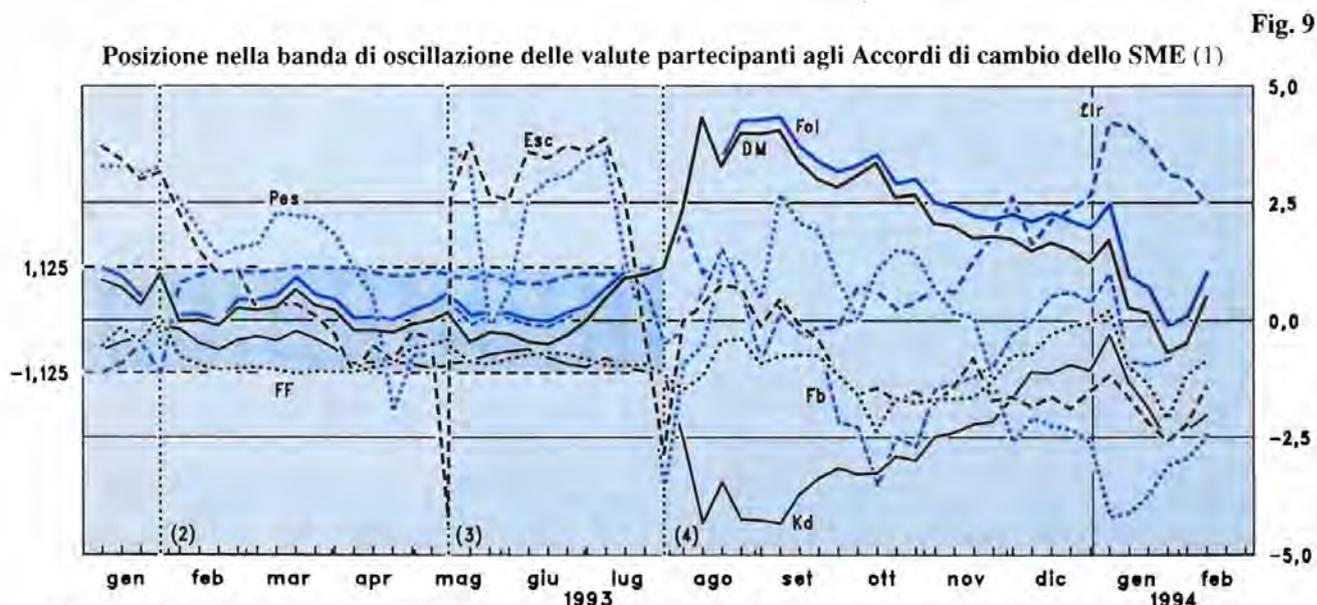
dello yen che in pochi giorni ha guadagnato circa il 5 per cento nei confronti del dollaro e oltre il 3 per cento nei confronti del marco.

Nello SME, dopo la crisi dell'estate scorsa è subentrata una fase di stabilità, favorita dall'attenuarsi dei contrasti tra gli obiettivi di politica economica dei principali paesi membri in seguito al calo dell'inflazione in Germania. La decisione dello scorso agosto di allargare le bande di oscillazione al 15 per cento ha consentito inoltre di ristabilire una simmetria nel rischio di cambio riducendo il potenziale per guadagni speculativi. Dopo la riduzione dei tassi ufficiali tedeschi in ottobre, si è manifestata una generale tendenza al rafforzamento delle valute degli altri paesi; in particolare, i valori del franco francese e del franco belga nei confronti del marco sono rientrati nella banda di fluttuazione del 2,25 per cento in vigore prima dell'agosto scorso (fig. 9).

Da ottobre il marco tedesco ha mostrato una leggera tendenza al deprezzamento; in termini effettivi è sceso del 3,2 per cento tra ottobre e gennaio, annullando l'aumento conseguito nella prima metà del 1993; nei confronti delle altre valute dell'UE ha perso il 2,8 per cento. La relativa debolezza del marco è stata determinata dal cattivo andamento della congiuntura e dalle aspettative di ulteriori riduzioni dei tassi

ufficiali. La tendenza all'indebolimento è stata interrotta in diverse occasioni dalle indicazioni sulla crescita, maggiore del previsto, di M3 e dei prezzi, che hanno modificato le aspettative di ulteriori riduzioni dei tassi ufficiali.

Il cambio del franco francese si è apprezzato nei confronti del marco nell'ultima parte del 1993 sino a 3,40 franchi per marco nel gennaio 1994, ricuperando il 3 per cento circa rispetto al minimo raggiunto in ottobre e tornando ai valori del luglio scorso. Il rafforzamento si è accompagnato con un cauto allentamento delle condizioni monetarie. Il tasso di intervento e quello sui pronti contro termine sono stati ridotti una prima volta il 22 ottobre, il giorno successivo alla riduzione dei tassi ufficiali tedeschi, e una seconda volta agli inizi di dicembre; complessivamente sono scesi di 55 e 75 centesimi di punto, rispettivamente. Il differenziale con i tassi di interesse a breve termine della Germania si è ridotto sensibilmente, dai 2,4 punti percentuali nella prima settimana di agosto agli 0,4 a gennaio; nello stesso periodo è rimasto stabile e vicino allo zero il differenziale nei tassi a lungo termine. Superata la crisi estiva nello SME, la Banca di Francia non è più intervenuta in difesa del franco e tra settembre e dicembre ha riacquisito riserve per circa un quarto dell'ammontare speso a luglio per la difesa delle parità.



(1) Scarti dal centro della banda, in percentuale; dati di fine settimana. - (2) Il 1° febbraio è stato modificato il tasso centrale della sterlina irlandese (-10 per cento). - (3) maggio sono stati modificati i tassi centrali della peseta e dell'escudo (-8 per cento e -6,5 per cento rispettivamente). - (4) Il 2 agosto i margini di fluttuazione per tutte le valute sono stati ampliati al 15 per cento.

Tra le altre valute dello SME negli ultimi mesi del 1993 si sono rafforzate la corona danese, in precedenza la moneta più debole, il franco belga e la sterlina irlandese. Da ottobre si è invece deprezzata la peseta spagnola, divenuta la valuta più debole, che ha risentito della difficile situazione economica e sociale e delle difficoltà di un importante gruppo bancario spagnolo.

La sterlina inglese si è apprezzata di circa il 5,6 per cento rispetto al marco tra ottobre e gennaio, recuperando interamente il calo intervenuto dopo la crisi dello SME dell'agosto 1993; essa rimane deprezzata di circa l'8 per cento nei confronti del marco e del 10 in termini effettivi rispetto ai valori prevalenti prima dell'uscita dagli Accordi di cambio nel settembre del 1992; ciò nonostante le esportazioni in volume sono aumentate nel 1993 di appena il 2,5 per cento. La valuta inglese ha beneficiato della ripresa dell'attività produttiva e dell'annuncio del programma di riduzione del disavanzo pubblico.

I movimenti dei cambi nominali hanno dato luogo a significative variazioni di competitività tra le grandi aree. Secondo stime preliminari, per l'UE nel suo complesso, il cambio effettivo reale, calcolato sulla base dei prezzi alla produzione dei manufatti, si è deprezzato del 7,8 per cento tra l'inizio e la fine del 1993 e del 16,0 per cento rispetto al massimo dell'agosto 1992, riportandosi ai livelli del 1989. Il Giappone ha continuato a perdere competitività; il cambio reale si è apprezzato nel corso dell'anno del 13 per cento circa portando la perdita di competitività a oltre il 30 rispetto al minimo del 1990. Il cambio reale degli Stati Uniti si è apprezzato leggermente (1 per cento) ritornando sui livelli medi che erano prevalsi negli ultimi 5 anni. Tra i paesi europei ha perso competitività nel corso del 1993 il Regno Unito (5 per cento circa); ne hanno invece guadagnata la Spagna (12 per cento circa), l'Italia (8 per cento) e la Germania (3 per cento).

### **I paesi dell'Europa centrale e orientale, i PVS e i recenti accordi internazionali di integrazione economica e commerciale**

In Russia la situazione economica rimane critica. Dopo aver registrato una flessione di oltre il 30 per cento nel biennio 1991-92, si stima che il reddito reale

sia ulteriormente sceso del 10-12 per cento nel 1993. La disoccupazione, secondo fonti ufficiali intorno all'1 per cento, raggiungerebbe circa il 6 qualora si adottasse una definizione più ampia comprendente anche i lavoratori in condizioni di sottoccupazione forzata. Secondo stime del Fondo monetario internazionale, il disavanzo del settore pubblico allargato sarebbe aumentato dal 6 per cento del PIL nella prima metà dell'anno, al 14 per cento nel terzo trimestre; era pari al 20 nel 1992. Esso è stato in gran parte finanziato attraverso un crescente ricorso al credito concesso dalla banca centrale. Sebbene il tasso di rifinanziamento della banca centrale sia stato aumentato, tra maggio e ottobre, dal 117 al 593 per cento, esso resta negativo in termini reali. Il tasso di inflazione mensile, dopo essere sceso, tra gennaio e dicembre del 1993, dal 27 al 12 per cento, ha nuovamente superato la soglia del 20 per cento nel gennaio di quest'anno. Nel contempo, in seguito ai risultati delle elezioni dello scorso dicembre e alla maggiore incertezza sul futuro corso delle riforme, il cambio del rublo, che si era stabilizzato intorno ai 1.200 rubli per dollaro negli ultimi mesi del 1993, ha subito un forte deprezzamento, salendo a gennaio a circa 1.600 rubli per dollaro. Nel 1993 la bilancia commerciale avrebbe registrato un saldo attivo di circa 7 miliardi di dollari, contro i 5 del 1992; le esportazioni, in valore, sarebbero aumentate di circa il 13 per cento.

Nel 1993, segnali di ripresa si sono registrati in alcuni paesi dell'Europa centrale e orientale che si trovano in una fase più avanzata del processo di stabilizzazione e di riforma. In Polonia e nella Repubblica ceca il reddito reale sarebbe cresciuto di circa il 4 e l'1 per cento, rispettivamente. In Ungheria la flessione del prodotto dovrebbe essere stata contenuta in circa l'1 per cento, contro il 5 dell'anno precedente. Al contrario, la Bulgaria, la Repubblica slovacca e la Romania dovrebbero avere registrato cadute del reddito nell'ordine del 4-6 per cento. In tutta l'area la disoccupazione ha continuato a crescere, raggiungendo punte del 17 per cento in Bulgaria e in Polonia, del 15 nella Repubblica slovacca, del 13 in Ungheria. Il peso dei disavanzi pubblici è rimasto pressoché invariato, compreso tra il 5 e il 7 per cento del PIL; fanno eccezione la Bulgaria, ove esso è aumentato al 12 per cento, e la Repubblica ceca, che ha conseguito l'equilibrio dei conti pubblici. L'inflazione permane su

livelli relativamente elevati, compresi tra il 21 per cento annuo della Repubblica ceca e il 60 della Bulgaria; fa eccezione la Romania, dove la variazione dei prezzi ha raggiunto il 275 per cento annuo. Il perdurare di una sostenuta dinamica dei prezzi si è tradotto in un apprezzamento dei tassi di cambio reali. La conseguente perdita di competitività, congiuntamente alla debolezza del ciclo in Europa e al forte assorbimento interno, hanno determinato un ampliamento del disavanzo di parte corrente dell'area, che nel 1993 è salito a circa 6,6 miliardi di dollari. La difficile situazione esterna è aggravata dalle limitate disponibilità di riserve ufficiali di questi paesi e dall'afflusso ancora molto contenuto di investimenti diretti. Le prospettive di crescita nella regione appaiono sempre più legate a una ripresa economica in Europa e a una maggiore apertura del mercato mondiale ai prodotti di questi paesi.

Nei paesi di recente industrializzazione dell'Asia la crescita continua a essere elevata, intorno al 6 per cento nel 1993. L'effetto della debole domanda dei paesi dell'OCSE è stato più che compensato dall'espansione della domanda interna e del commercio nell'area. Lo sviluppo dell'economia cinese, è proseguito a ritmi eccezionalmente elevati: circa il 13 per cento per il secondo anno consecutivo. La crescita è stata sostenuta prevalentemente dall'aumento degli investimenti. L'inflazione è salita al 23 per cento annuo nel luglio scorso. Nello stesso mese il Governo ha approvato un piano di austerità per evitare il surriscaldamento dell'economia. In America latina la crescita è salita al 3,5 per cento; il miglioramento del quadro economico ha favorito l'afflusso netto di capitali dall'estero, stimati per l'anno intorno ai 40 miliardi di dollari.

Nei mesi scorsi si sono compiute tappe importanti nella liberalizzazione degli scambi internazionali con la conclusione dell'Uruguay round e l'entrata in vigore del trattato NAFTA e dello Spazio economico europeo. Il 15 dicembre, dopo sette anni di trattative, i 117 paesi membri del GATT hanno concluso un accordo che riduce i dazi sui prodotti industriali, i sussidi alla produzione agricola e le barriere quantitative

alle importazioni dei prodotti tessili. Hanno stabilito inoltre di estendere la giurisdizione del GATT agli scambi di servizi e alla protezione della proprietà intellettuale, di rinforzare la disciplina multilaterale in materia di *antidumping* e di creare l'Organizzazione del commercio mondiale. L'accordo contribuirà a rendere il sistema degli scambi internazionali più trasparente, maggiormente improntato al multilateralismo e favorirà l'integrazione economica dei paesi in transizione verso l'economia di mercato e di quelli in via di sviluppo (cfr. la nota: *L'accordo dell'Uruguay Round*).

Il 1° gennaio di quest'anno è entrato in vigore il trattato che istituisce l'area di libero scambio del Nord America (NAFTA) tra Stati Uniti, Canada e Messico. Il trattato disciplina le relazioni tra i paesi membri in materia di accesso al mercato, protezione della proprietà intellettuale, risoluzione delle controversie, ma non si estende al libero movimento delle persone e dei capitali e non prevede la creazione di organismi sopranazionali. Per consentire la ratifica da parte del Congresso americano, sono stati conclusi recentemente accordi collaterali a garanzia del rispetto delle norme ambientali e del lavoro in Messico e per rafforzare temporaneamente la protezione di alcuni settori dell'industria statunitense. L'area di libero scambio ha un PIL aggregato di oltre 7.000 miliardi di dollari, leggermente superiore a quello dell'UE, e una popolazione di circa 370 milioni di abitanti (330 milioni nell'UE). I tre paesi membri del NAFTA presentano un forte divario nei livelli di sviluppo e nelle strutture produttive; in Messico il reddito pro capite è circa un settimo di quello medio degli altri due paesi.

Alla stessa data è entrato anche in vigore l'accordo che istituisce lo Spazio economico europeo tra l'UE e i paesi dell'EFTA, esclusa la Svizzera, dopo il completamento del processo di ratifica da parte dei parlamenti nazionali. All'interno dell'area sarà consentita, oltre alla libera circolazione di merci, servizi e investimenti, la libertà di movimento dei lavoratori e verranno armonizzate le regolamentazioni nazionali a tutela della concorrenza.

## La congiuntura e la bilancia dei pagamenti in Italia

L'economia italiana ha attraversato nel corso del 1993 una fase in cui, pur avviandosi a soluzione alcuni dei principali nodi strutturali, si è però aggravata la crisi produttiva e occupazionale, col persistere di un diffuso clima di sfiducia e di incertezza fra le famiglie e fra le imprese. Esso ha fortemente influenzato i comportamenti di spesa e la determinazione di prezzi e redditi. Nei primi tre trimestri il PIL è diminuito dello 0,7 per cento rispetto allo stesso periodo del 1992.

La crisi di fiducia sviluppatasi con le vicende dei mercati valutari e finanziari della seconda parte del 1992, la diminuzione del reddito reale disponibile e la precarietà delle prospettive di lavoro hanno indotto le famiglie a ridurre, per la prima volta dal dopoguerra, il volume di beni consumati (tav. 2). Presso le imprese hanno prevalso attese di domanda dal profilo

basso e incerto; di conseguenza, sono stati drasticamente ridimensionati i programmi di investimento. I contributi alla variazione del PIL derivanti dalla domanda interna e dalla componente estera hanno registrato nei primi nove mesi del 1993 valori *record* per l'economia italiana: negativo per 5,7 punti percentuali il primo; positivo per 5,0 punti il secondo. L'eccezionale guadagno di quote sui mercati esteri, dovuto al miglioramento della competitività offerto dal deprezzamento della lira e dalla moderazione del costo del lavoro per unità di prodotto, si è unito al calo delle importazioni, quasi doppio rispetto a quello della domanda interna, nel determinare un consistente avanzo commerciale, al momento stimabile in quasi 50.000 miliardi. Le partite correnti della bilancia dei pagamenti hanno chiuso il 1993 con un attivo di oltre 13.000 miliardi, che migliora di poco meno di 48.000 miliardi (oltre 3 punti di PIL) il risultato del 1992.

Tav. 2

### Risorse e impieghi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati a prezzi 1985)

VOCI	1992					1993			
	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Anno	I trim.	II trim.	III trim.	9 mesi
<b>Prodotto interno lordo</b> .....	<b>1,7</b>	<b>1,5</b>	<b>0,7</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,9</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,7</b>
Importazioni di beni e servizi .....	8,8	5,2	4,9	-0,5	4,6	-10,4	-9,9	-10,1	-10,1
Totale risorse .....	3,3	2,3	1,7	-0,3	1,7	-3,1	-2,6	-2,6	-2,8
Consumi delle famiglie .....	2,7	2,7	1,7	0,2	1,8	-1,4	-2,2	-1,9	-1,8
di cui: <i>beni non dur., semidur., servizi</i> .....	2,5	2,4	1,5	0,4	1,7	-0,5	-0,9	-0,5	-0,6
<i>beni durevoli</i> .....	3,8	4,5	2,6	-0,9	2,5	-7,2	-10,7	-11,0	-9,7
Investimenti fissi lordi .....	3,2	0,4	-3,1	-6,0	-1,4	-8,7	-9,2	-9,4	-9,1
di cui: <i>macchine e attrezzature</i> .....	6,3	1,2	-3,0	-7,6	-0,9	-10,1	-10,9	-12,2	-11,1
<i>mezzi di trasporto</i> .....	2,0	7,3	-4,6	-11,9	-1,9	-22,2	-24,7	-22,2	-23,1
<i>costruzioni</i> .....	0,7	-1,6	-2,9	-3,3	-1,8	-4,5	-4,3	-4,4	-4,4
Esportazioni di beni e servizi .....	3,4	2,6	8,7	5,3	5,0	8,2	11,2	7,2	8,8
<b>Domanda interna</b> (incluse le scorte) .....	<b>3,2</b>	<b>2,3</b>	<b>0,1</b>	<b>-1,6</b>	<b>1,0</b>	<b>-5,7</b>	<b>-5,7</b>	<b>-5,0</b>	<b>-5,5</b>

Fonte: Istat.

La produzione industriale ha particolarmente risentito della fase recessiva del ciclo e si è ridotta del 2,8 per cento rispetto all'anno precedente. Dopo un primo semestre di caduta rapida (4,2 per cento rispetto allo stesso periodo del 1992), l'indice sembra aver toccato il minimo. Nel settore dei servizi, il valore aggiunto ha registrato nei primi nove mesi del 1993 una crescita solo dello 0,5 per cento rispetto allo stesso periodo del 1992. I bassi livelli di attività economica si sono ripercossi sull'occupazione. Le stime della scorsa estate sono state confermate dall'indagine sulle forze di lavoro in ottobre: gli occupati sono diminuiti di oltre 500.000 unità rispetto all'ottobre del 1992. La flessione ha riguardato tutti i settori produttivi, incluso quello dei servizi, che, nelle fasi recessive del passato, aveva compensato la perdita di posti di lavoro nell'industria. Il tasso di disoccupazione, nella nuova definizione dell'Istat, è salito all'11,3 per cento, dal 9,7 dell'ottobre 1992.

La dinamica dei prezzi del 1993 è la più contenuta degli ultimi 25 anni: il tasso medio di inflazione, misurato con l'indice del costo della vita, è stato del 4,2 per cento (5,4 per cento nel 1992), inferiore di 0,3 punti a quello programmato dal Governo. Hanno concorso al raggiungimento del risultato, da un lato, la riduzione dei prezzi in dollari degli *inputs* importati e la prudente politica di prezzo seguita dalle imprese estere esportatrici di manufatti in Italia; dall'altro, la moderazione salariale, scaturita dalla politica dei redditi concordata dal Governo e dalle parti sociali, la debolezza della domanda interna e un orientamento della politica monetaria volto a stabilizzare le aspettative (cfr. *Bollettino Economico* n. 21, ottobre 1993).

### La domanda interna e l'attività produttiva

Nei primi nove mesi del 1993, i consumi delle famiglie si sono andati riducendo, seppure a tassi via via più contenuti: calati dell'1 per cento nel primo trimestre del 1993 rispetto al periodo precedente, i consumi sono risultati sostanzialmente stazionari nel terzo, sicché la caduta nella media dei primi tre trimestri, rispetto al periodo corrispondente del 1992, è stata

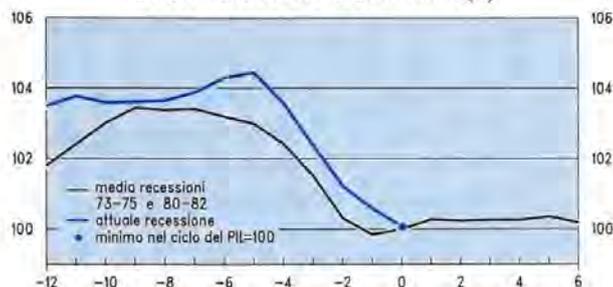
dell'1,8 per cento. Per la prima volta dal dopoguerra, gli acquisti delle famiglie sono diminuiti per 5 trimestri consecutivi: neppure durante la crisi seguita al primo *shock* petrolifero, tra il 1974 e il 1975, la contrazione si era protratta tanto a lungo. Essa è stata particolarmente intensa nel comparto dei beni durevoli (nella media del 1993 gli acquisti di autovetture sono caduti del 20,4 per cento). I consumi di beni non durevoli e semidurevoli e di servizi ristagnano dall'inizio dell'estate.

Il contenimento delle retribuzioni, la diminuzione dell'occupazione e gli inasprimenti fiscali hanno compresso il reddito reale disponibile: si può stimare per i primi tre trimestri del 1993 una caduta del 2,5 per cento rispetto al corrispondente periodo del 1992, tenuto anche conto delle perdite di potere d'acquisto della ricchezza. Ma se questa contrazione del reddito fosse stata considerata dai consumatori di natura ciclica, tale da non modificare sostanzialmente il reddito "permanente", avrebbe dato luogo, come in analoghe circostanze passate, a ripercussioni molto più contenute sui consumi. Il comportamento delle famiglie ha soprattutto risentito del formarsi di aspettative ispirate al pessimismo e all'incertezza. La crisi di fiducia apertasi fra i consumatori nella seconda metà del 1992, in connessione con le difficoltà della lira e dei mercati finanziari, ha seguito a riflettersi sulle decisioni di spesa nel 1993 finendo con l'imprimere all'attività economica un impulso negativo maggiore di quello, positivo, derivante dal guadagno di competitività seguito alla svalutazione della lira. Se si costruisce un indicatore della componente ciclica dei consumi delle famiglie (depurandone la dinamica dalla componente di *trend*) e si pone a raffronto l'evoluzione dell'indicatore nel presente episodio recessivo e nei due passati (1973-75 e 1980-82), si nota la peculiarità di questa fase (fig. 10). Fino alla metà del 1992 i consumi avevano continuato a crescere, in controtendenza rispetto all'andamento generale dell'attività economica e in contrasto con l'esperienza delle due precedenti recessioni. La crisi valutaria culminata nel settembre 1992 coincise con un repentino peggioramento del clima di fiducia rilevato mensilmente dall'Isco (fig. 11), e con una caduta della componente ciclica dei consumi di poco più del 2 per cento (dal primo al secondo semestre del 1992). Nel corso del 1993, l'aggravarsi della fase recessiva

e il peggioramento delle prospettive di occupazione hanno alimentato il pessimismo dei consumatori. L'indicatore del clima di fiducia è rimasto per tutto l'anno su livelli più bassi di quelli sperimentati in passato, toccando nello scorso novembre il minimo assoluto. In questo contesto, la propensione media al risparmio, dopo le lievi riduzioni della prima parte dell'anno, inferiori a quanto ci si poteva attendere sulla base dell'esperienza storica delle precedenti recessioni, si è addirittura stabilizzata nel terzo trimestre del 1993, come suggerisce anche la crescita del saldo finanziario delle famiglie consumatrici (cfr. il capitolo: *I mercati monetari e finanziari*).

Fig. 10

### Consumi delle famiglie: tre cicli economici a confronto (1)



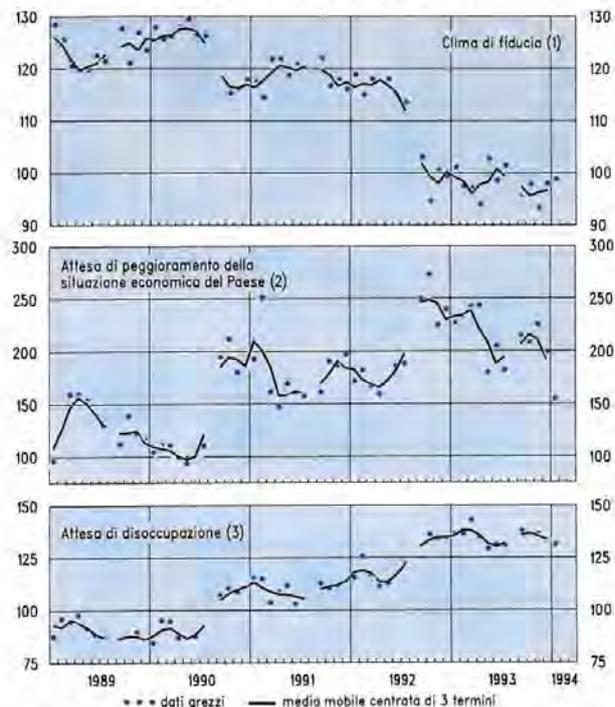
Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Dati depurati dalla componente di trend, calcolata con il filtro di Hodrick-Prescott. Per l'attuale recessione il minimo nel ciclo del PIL è convenzionalmente fissato nel III trim. 1993.

La fase depressiva che da più di due anni caratterizza il ciclo degli investimenti fissi lordi è continuata nel terzo trimestre del 1993, con un calo dell'1,8 per cento nei confronti dei tre mesi precedenti (9,4 rispetto al periodo corrispondente del 1992). Nella media dei primi tre trimestri, la caduta nei confronti del corrispondente periodo del 1992 si è così portata al 9,1 per cento. Gli acquisti di attrezzature e macchinari e quelli di mezzi di trasporto sono diminuiti in misura particolarmente elevata. La contrazione degli investimenti in costruzioni, pure significativa, ha risentito del rallentamento delle commesse pubbliche (cfr. il capitolo: *La finanza pubblica*) e della crisi dell'edilizia residenziale privata (nel primo trimestre, ultimo dato disponibile, il numero delle "concessioni di edificare" è calato del 16,0 per cento in confronto allo stesso periodo del 1992).

Fig. 11

### Clima di fiducia, percezione delle condizioni economiche del Paese e attese di disoccupazione nelle famiglie consumatrici



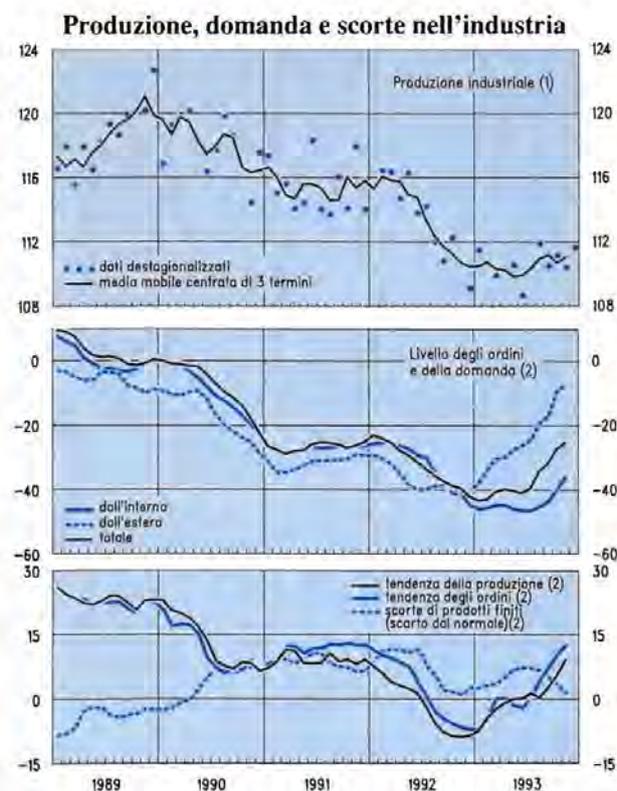
Fonte: elaborazioni su dati Iscso; nel mese di agosto non si effettuano rilevazioni.

(1) Indice (1980=100). - (2) Indice (1986=100); quota di intervistati che prevedono un peggioramento della situazione economica del Paese nei successivi 12 mesi. - (3) Indice (1986=100); quota di intervistati che prevedono un incremento della disoccupazione nei successivi 12 mesi.

Fra le principali determinanti del forte calo degli investimenti durante il 1993 si annoverano: la debolezza della domanda attesa nel medio periodo dagli imprenditori, i quali sono andati constatando come la fiducia dei consumatori tardasse a tornare e sono stati essi stessi colpiti da incertezze e pessimismi riguardo all'imminenza e all'intensità della ripresa dell'economia internazionale e di quella interna; il basso grado di utilizzo della capacità produttiva; la situazione debitoria di ampia parte delle imprese (secondo il sondaggio condotto in autunno dalla Banca d'Italia, di cui si è dato conto nel precedente numero del Bollettino Economico, circa il 40 per cento delle aziende presenterebbe livelli elevati di indebitamento); tassi d'interesse reali ancora storicamente alti, pur se discesi nel corso dell'anno e ora più vicini a quelli prevalenti nei principali paesi industriali. La diminuzio-

ne dei tassi d'interesse nominali ha peraltro contribuito ad alleviare lo squilibrio finanziario delle imprese.

Fig. 12



(1) Indice (1985=100). Dati rettificati per il diverso numero di giornate lavorative nel mese. - (2) Medie mobili (di 3 termini centrate) dei saldi fra le risposte positive ("alto", "in aumento") e negative ("basso", "in diminuzione") date dagli operatori nelle inchieste Isco-ME. Dati destagionalizzati.

L'offerta ha seguito la dinamica recessiva della domanda interna. Nell'industria, l'evoluzione dell'attività nel secondo semestre del 1993 è risultata in lieve crescita rispetto al primo (0,5 per cento). Nello scorso dicembre, l'indice della produzione, depurato dagli effetti della stagionalità, è cresciuto sia rispetto a novembre (1,1 per cento), sia a distanza di un anno (2,3 per cento; fig. 12). Il grado di utilizzo della capacità è rimasto stabilmente su valori molto bassi per tutto il 1993. Nel comparto dei beni di investimento, l'attività si è ulteriormente ridotta nel terzo trimestre (1,4 per cento rispetto al precedente); in quello dei beni di consumo è risultata in lieve ripresa (0,8 per cento), stimolata dagli ordinativi esteri, mentre è stata stazionaria per i beni intermedi (0,2 per cento). I set-

tori merceologici che nella media dei primi dieci mesi dell'anno hanno maggiormente risentito della fase recessiva sono stati quelli dei mezzi di trasporto (-17,2 per cento rispetto al periodo corrispondente del 1992), degli altri articoli industriali (-12,7 per cento), delle macchine d'ufficio e degli strumenti di precisione (-9,0 per cento).

La produzione di servizi non si è sottratta al generale clima recessivo. I pochi indicatori a disposizione segnalano un calo dell'attività nel commercio: l'indagine dell'Istat sulle vendite al dettaglio rivela, nei primi nove mesi dell'anno, una riduzione in termini reali del 4,0 per cento rispetto al periodo corrispondente del 1992. L'aggravarsi della recessione del settore è denunciato anche dall'eccedenza delle imprese scomparse rispetto a quelle di nuova costituzione; il saldo è stato pari, secondo la rilevazione delle Camere di commercio, a 41.000 unità. Su quest'ultimo fenomeno ha anche influito l'intensificarsi del processo di ristrutturazione del settore, iniziato negli anni scorsi, che vede una progressiva perdita di peso della piccola distribuzione. Nei primi tre trimestri del 1993 le vendite nella distribuzione medio-grande si sono sostanzialmente mantenute costanti, sono calate nella piccola. La stessa informazione si ricava da una indagine congiunturale dell'Isco sul commercio, che ha rilevato anche le aspettative sulle vendite nei sei mesi successivi: le previsioni per la prima metà del 1994 risultano favorevoli soltanto per la distribuzione medio-grande.

Anche altri comparti dei servizi hanno risentito degli effetti della recessione. Dopo sette anni di crescita, il trasporto ferroviario ha accusato una sensibile contrazione del traffico merci (9 per cento nella media dell'anno) e di quello dei passeggeri (3 per cento circa, secondo prime stime). Nella prima metà dell'anno le presenze alberghiere sono diminuite rispetto allo stesso periodo del 1992.

### Occupazione e mercato del lavoro

Lo scorso mese di dicembre l'Istat ha pubblicato i risultati dell'indagine trimestrale sulle forze di lavoro condotta in ottobre, i primi che consentono di effettuare un confronto omogeneo a distanza di un anno, dopo il mutamento dei criteri di rilevazione. Il quadro

che emerge dall'inchiesta conferma la situazione di crisi del mercato del lavoro che già risultava dalle stime e dalle proiezioni fatte dalla Banca d'Italia in estate: nell'arco di un anno l'occupazione ha subito una riduzione di 556.000 persone, pari al 2,7 per cento (2,9 per cento nella media del 1993; tav. 3). Il calo è avvenuto prevalentemente nella prima parte dell'anno, ma è continuato anche nella seconda, pur se con un ritmo meno sostenuto (fig. 13), facendo registrare una perdita di circa 630.000 posti di lavoro tra gennaio e ottobre del 1993 (3,0 per cento, considerando valori depurati dagli effetti stagionali).

Tav. 3

**Indagine sulle forze di lavoro (1)**  
(migliaia di unità e valori percentuali)

VOCI	Ottobre 1992	Ottobre 1993	Variazioni percentuali
<b>Forze di lavoro</b> .....	<b>22.949</b>	<b>22.743</b>	<b>-0,9</b>
<b>Occupati</b> .....	<b>20.732</b>	<b>20.176</b>	<b>-2,7</b>
Agricoltura .....	1.675	1.544	-7,8
di cui: dipendenti .....	726	640	-11,8
Industria totale .....	6.821	6.650	-2,5
di cui: dipendenti .....	5.559	5.423	-3,0
Industria in senso stretto ..	5.064	4.956	-2,1
Edilizia .....	1.757	1.695	-3,5
Altre attività .....	12.237	11.983	-2,1
di cui: dipendenti .....	8.373	8.264	-1,3
<b>Persone in cerca di lavoro</b> ..	<b>2.217</b>	<b>2.567</b>	<b>15,8</b>
Disoccupati .....	737	919	24,7
Persone in cerca di prima occupazione .....	984	1.127	14,5
Altri .....	496	521	5,0
<b>Tasso di attività</b> .....	<b>40,9</b>	<b>40,5</b>	<b>-0,4 (2)</b>
<b>Tasso di disoccupazione</b> ..	<b>9,7</b>	<b>11,3</b>	<b>1,6 (2)</b>

Fonte: Istat.

(1) Nuovo questionario. I dati relativi all'ottobre '92 sono stati riproporzionati dall'Istat in base ai nuovi coefficienti di espansione utilizzati dall'aprile 1993. - (2) Variazioni assolute.

La dinamica dell'occupazione è stata influenzata da fattori anche non di natura ciclica. Fra questi ultimi hanno pesato, con gli usuali ritardi, gli effetti delle modifiche nel prezzo relativo del lavoro degli anni scorsi.

Diversamente dalle esperienze di precedenti fasi recessive, la flessione dell'occupazione ha interessato tutti i settori dell'economia e tutte le categorie di lavoratori. La fig. 14 pone a confronto gli andamenti dell'occupazione, depurati dalla componente di *trend*, nella presente recessione e nelle due precedenti, nell'industria e nel terziario per il mercato: spicca la comparsa, nella fase attuale, di una forte componente ciclica negativa nella dinamica dell'occupazione nei servizi, prima assente.

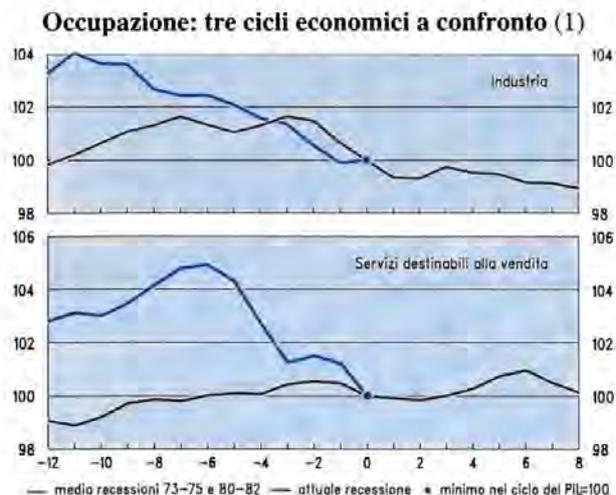
Fig. 13



Fonte: elaborazioni e stime su dati Istat (rilevazione campionaria delle forze di lavoro).  
(1) I dati relativi a periodi antecedenti l'ottobre 1992 sono ricalcolati sulla base dei nuovi coefficienti di riporto all'universo, fondati sul censimento della popolazione del 1991. Dall'intera serie sono esclusi i quattordicenni, che l'Istat non conteggia più dall'ottobre 1992. Il dato relativo al mese di Aprile 1992 è ristimato sulla base della rilevazione effettuata nel maggio dello stesso anno. La serie è destagionalizzata con il metodo X11-ARIMA.

Nel settore dei servizi vendibili l'occupazione è diminuita di 254.000 persone (2,1 per cento) fra ottobre 1992 e ottobre 1993. In termini di unità di lavoro standard, nei primi nove mesi del 1993 il calo è stato in media del 2,6 per cento rispetto all'analogo periodo del 1992, concentrato nell'occupazione indipendente (3,8 per cento). Risultati lievemente meno negativi si ricavano dall'indagine mensile dell'Istat sulle imprese del terziario con più di 500 addetti: da gennaio a settembre dello scorso anno si è registrata una perdita di occupati dell'1,4 per cento rispetto al corrispondente periodo del 1992. Nell'Amministrazione pubblica, dopo gli aumenti dei primi anni '90, l'occupazione è rimasta stabile al livello raggiunto alla fine del 1992.

Fig. 14



Fonte: elaborazione su dati Istat.

(1) Dati depurati dalla componente di trend, calcolata con il filtro di Hodrick-Prescott. Per l'attuale recessione il minimo nel ciclo del PIL è convenzionalmente fissato nel III trim. 1993.

Nell'industria, la diminuzione dell'occupazione dall'ottobre del 1992 allo stesso mese dell'anno scorso (2,5 per cento, pari a 171.000 persone) è stata accentuata dal risultato fortemente negativo del settore delle costruzioni (3,5 per cento; 8,2 nel Mezzogiorno), determinato, oltre che dal ciclo, anche dal rinvio dell'attuazione dei progetti di opere pubbliche. Nello stesso periodo, nell'industria in senso stretto si è registrata una flessione del 2,1 per cento, inferiore a quanto era avvenuto nel 1992. Anche nelle imprese industriali con più di 500 addetti si sono registrati tassi negativi di variazione a distanza di 12 mesi più contenuti nella parte finale dell'anno (-4,7 per cento in novembre, contro il -6,8 per cento di gennaio).

Le imprese, di fronte all'approfondirsi della recessione, hanno inizialmente fatto maggior ricorso alla Cassa integrazione guadagni, poi ai licenziamenti. Le ore di cassa integrazione concesse, dopo l'incremento registrato verso la fine del 1992 e l'inizio del 1993, si sono ridotte nel secondo e nel terzo trimestre. Contemporaneamente, si diffondevano le procedure di licenziamento collettivo: fra gennaio e settembre del 1993 le richieste per la concessione dell'indennità di mobilità pervenute all'Inps sono aumentate di oltre il 30 per cento rispetto all'analogo periodo del 1992.

Nel Mezzogiorno, la flessione dell'occupazione tra ottobre 1992 e ottobre 1993 ha sfiorato i 5 punti percentuali, più del doppio di quella del Centro-Nord (-1,9 per cento).

La gravità della recessione trova riscontro nel tasso di disoccupazione, che, pur non conteggiando i lavoratori in cassa integrazione, è salito nello scorso ottobre all'11,3 per cento (9,7 per cento nell'ottobre del 1992), pari a più di 2 milioni e mezzo di persone. Questo risultato deriva dalla combinazione di dinamiche territoriali simili nel segno, ma diverse per intensità: nel Centro-Nord, il tasso è aumentato di circa 1 punto (dal 6,5 al 7,7 per cento); nel Mezzogiorno l'incremento è stato maggiore, superando di poco i 2,5 punti percentuali (dal 16,4 al 19,0 per cento). Il divario tra le due aree del Paese si è così aggravato, portandosi oltre gli 11 punti percentuali.

L'aumento della disoccupazione ha riflesso soltanto in parte la caduta dell'occupazione. Molti fra coloro che hanno perso il posto sono usciti dal mercato del lavoro, in seguito a fenomeni di "scoraggiamento". Il tasso di attività ha quindi subito una flessione, dal 40,9 al 40,5 per cento (tav. 3).

La nuova politica dei redditi, iniziata con l'abolizione della scala mobile nel 1992 e consolidata con gli accordi fra le parti sociali siglati nella scorsa estate, ha influito positivamente sulla dinamica delle retribuzioni nominali. Nel 1993, le retribuzioni nel settore privato hanno registrato tassi di crescita molto contenuti e in chiara flessione rispetto agli anni precedenti. La dinamica infrannuale si è sviluppata secondo quanto previsto dai contratti di lavoro siglati in passato, che, per diversi comparti dell'industria in senso stretto, comportavano *tranches* di aumenti nei mesi centrali dell'anno.

Nell'industria in senso stretto l'aumento delle retribuzioni contrattuali pro capite nella media del 1993 è stato del 4,2 per cento; secondo prime stime, esso dovrebbe essere di poco superiore a quello delle retribuzioni effettive; queste ultime hanno risentito della riduzione delle ore di lavoro straordinario e della quasi assenza di contrattazione aziendale, dovuta alla moratoria stabilita dagli accordi del 31 luglio 1992 e al difficile momento congiunturale. L'andamento delle retribuzioni unitarie nel comparto dei servizi vendibili non si è discostato da quello dell'industria

in senso stretto: il tasso di crescita medio annuo può stimarsi nel 4 per cento. L'aumento registrato nell'edilizia è stato molto più modesto (poco più dell'1 per cento). Nel complesso del settore privato non agricolo le retribuzioni unitarie effettive dovrebbero quindi essere cresciute poco meno del 4 per cento. Nel settore pubblico, invece, il blocco della contrattazione dovrebbe aver determinato un aumento molto più contenuto, pari all'1,5 per cento.

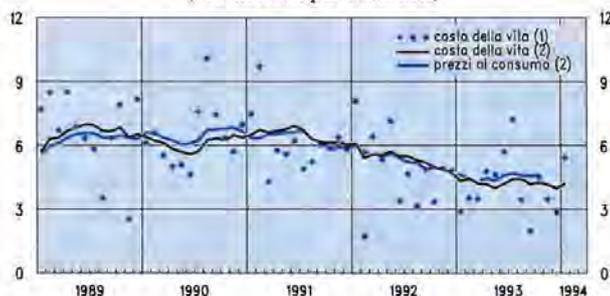
La contestuale decelerazione dell'inflazione al consumo ha limitato a pochi decimi di punto nel settore privato la perdita di potere d'acquisto delle retribuzioni, che appare più marcata nel settore pubblico. Al netto del cuneo fiscale e contributivo, la flessione è più accentuata; applicando le aliquote di legge alla retribuzione media unitaria del settore privato non agricolo, la riduzione cumulata in termini reali nel biennio 1992-93 è approssimativamente valutabile in poco più dell'1,5 per cento.

## Prezzi e costi

Nella media del 1993 l'inflazione, misurata con l'indice del costo della vita, è stata del 4,2 per cento, il tasso più basso dal 1970. Dopo un rapido calo nel corso del primo semestre, nella seconda parte dell'anno l'indice ha oscillato, registrando in dicembre una variazione sui dodici mesi pari al 4,0 per cento (fig. 15).

Fig. 15

Costo della vita e prezzi al consumo  
(variazioni percentuali)



Fonte: Istat.

(1) Variazioni sul periodo precedente espresse in ragione annua; dati destagionalizzati. - (2) Variazioni sul periodo corrispondente.

I prezzi al consumo per l'intera collettività nazionale, disponibili sino a novembre, sono cresciuti nella media dei primi undici mesi del 4,5 per cento rispetto al periodo corrispondente del 1992. La variazione media annua del 1993 risulterà quindi superiore a quella del costo della vita (il divario tra i due indici è dovuto in gran parte al diverso sistema di ponderazione; cfr. *Bollettino Economico* n. 21). La dinamica sui 12 mesi dei prezzi al consumo, dopo la lieve accelerazione nel terzo trimestre (4,6 per cento, contro il 4,4 del primo semestre), dovuta essenzialmente all'incremento del prezzo degli affitti, è ritornata sui valori registrati nella prima metà dell'anno.

L'andamento moderato dei prezzi nel 1993, nonostante la forte svalutazione della lira, è attribuibile, oltre che al ribasso dei corsi in dollari delle materie di base importate (la cui entità ha in gran parte compensato la svalutazione della lira), a comportamenti delle imprese estere tesi a difendere le loro quote del mercato italiano, anche accettando compressioni dei margini di profitto; soprattutto, al contenimento del costo unitario del lavoro e alla debolezza della domanda interna. La recessione ha determinato moderazione anche nei prezzi dei beni e servizi non soggetti alla concorrenza internazionale, che, per la prima volta dopo circa dieci anni, hanno registrato un tasso di crescita molto vicino a quello degli altri prodotti.

Il differenziale d'inflazione dell'Italia rispetto alla media dei tre paesi dell'Unione europea con la più bassa dinamica dei prezzi si è attestato in novembre al 2,9 per cento (in base all'indice dei prezzi al consumo), sostanzialmente invariato rispetto al 2,8 per cento di gennaio (tav. 4). Nei confronti della Francia e della Germania, il differenziale, nella media dei primi undici mesi del 1993, è sceso al 2,4 e allo 0,3 per cento, rispettivamente.

Nel settore della trasformazione industriale, i prezzi dell'*output* venduto all'interno nello scorso mese di novembre erano più alti del 4,1 per cento rispetto a quelli di dodici mesi prima, in lieve decelerazione rispetto a ottobre (4,2 per cento). Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi in lire dell'*output* venduto all'estero si è portato in ottobre, ultimo dato disponibile, all'11,7 per cento, permettendo alle imprese esportatrici di conseguire guadagni sia nella competitività sia nei margini unitari di profitto. Questi

ultimi hanno inoltre trovato sostegno nei pur moderati aumenti di prezzo consentiti dalla svalutazione anche sul mercato interno e nella contenuta dinamica del costo del lavoro, che ha più che bilanciato l'incremento di quello degli *inputs* totali.

Tav. 4

**Differenziali d'inflazione al consumo  
fra l'Italia e altri paesi della UE**

(differenziali fra i tassi di crescita sui dodici mesi)

PERIODO	Italia: costo della vita			Italia: prezzi al consumo		
	Tre paesi a inflazione minima	Francia	Germania	Tre paesi a inflazione minima	Francia	Germania
1992 - Gen.	3,7	3,5	2,1	3,6	3,3	1,9
Feb.	2,9	2,6	1,1	3,2	2,9	1,4
Mar.	2,8	2,6	0,8	2,8	2,6	0,8
Apr.	2,9	2,7	1,0	2,7	2,6	0,9
Mag.	3,0	2,9	1,1	2,8	2,7	0,9
Giu.	3,0	2,9	1,2	2,9	2,8	1,1
Lug.	3,1	3,3	2,2	2,8	2,9	1,8
Ago.	3,2	3,2	1,8	3,1	3,1	1,7
Set.	3,1	3,1	1,6	2,7	2,8	1,3
Ott.	3,0	3,0	1,3	3,0	2,9	1,3
Nov.	3,1	3,2	1,1	3,1	3,2	1,2
Dic.	2,9	2,9	1,0	2,8	2,8	1,0
1993 - Gen.	2,5	2,2	-0,1	2,8	2,4	0,1
Feb.	2,7	2,4	0,2	2,7	2,4	0,2
Mar.	2,7	2,0	0,0	2,7	2,1	0,1
Apr.	3,1	2,1	-0,1	3,3	2,4	0,1
Mag.	3,0	2,0	-0,2	3,3	2,3	0,1
Giu.	3,2	2,3	0,0	3,6	2,7	0,4
Lug.	3,2	2,3	0,1	3,4	2,5	0,3
Ago.	3,0	2,2	0,3	3,1	2,4	0,4
Set.	2,7	1,9	0,2	3,1	2,3	0,6
Ott.	2,8	2,1	0,4	3,2	2,4	0,7
Nov.	2,7	2,0	0,6	2,9	2,1	0,7
Dic.	2,4	1,9	0,3	....	....	....

Fonte: Istat per l'Italia; OCSE per i restanti paesi.

I prezzi delle merci all'ingrosso hanno registrato nei primi undici mesi del 1993 un aumento del 5,3 per cento rispetto al corrispondente periodo del 1992. Dopo l'accelerazione dei mesi estivi, dovuta essenzialmente a quella dei prezzi delle materie prime importate, in autunno si è registrato un sensibile rallentamento, che ha portato la variazione tendenziale di

novembre al 4,3 per cento, di poco inferiore al tasso d'inflazione dei prezzi al consumo.

### La bilancia dei pagamenti di parte corrente

Secondo prime stime, nel 1993 le transazioni correnti della bilancia dei pagamenti hanno dato luogo a un avanzo di 13.400 miliardi di lire (tav. 5); l'anno precedente si era registrato un deficit di circa 34.400 miliardi. In rapporto al PIL, il miglioramento ha superato i 3 punti percentuali (dal -2,3 allo 0,9 per cento); solo nel 1975 si era registrato un miglioramento di entità superiore. I dati relativi al 1992 e le stime per il 1993 risentono della revisione statistico-contabile della bilancia dei pagamenti attuata in sintonia con le indicazioni del nuovo Manuale di bilancia dei pagamenti, recentemente pubblicato dal Fondo monetario internazionale (cfr. il riquadro: *La V edizione del Manuale di bilancia dei pagamenti del FMI e le innovazioni apportate alla bilancia dei pagamenti dell'Italia*).

Il miglioramento nel saldo delle partite correnti si è intensificato nel corso dell'anno: rispetto al periodo corrispondente del 1992, è stato di 17.600 miliardi nel primo semestre, di oltre 30.000 in quello successivo. L'accelerazione ha riflesso non solo gli accresciuti incrementi registrati a distanza di un anno dal surplus mercantile, ma anche la riduzione del deficit delle partite invisibili.

Nel secondo semestre, l'avanzo nell'interscambio mercantile (circa 33.500 miliardi) è disceso dal combinarsi di persistenti, elevati tassi di crescita delle esportazioni e dalla stazionarietà degli acquisti all'estero. Al netto dei fattori stagionali, nel corso del semestre la crescita delle esportazioni è andata stabilizzandosi; le importazioni hanno pressoché arrestato la loro flessione. Nell'anno, il surplus commerciale è stato pari al 3,2 per cento del PIL.

Secondo i dati finora resi noti dall'Istat sulla ripartizione in prezzi e quantità dell'interscambio di merci *cif-fob*, disponibili solo fino a ottobre, l'aumento dei volumi esportati sarebbe stato pari, nei primi dieci mesi dell'anno, al 6,8 per cento rispetto al periodo corrispondente del 1992; le quantità importate sarebbero diminuite del 12,1 per cento (tav. 6).

Tav. 5

**Bilancia dei pagamenti***(saldi in miliardi di lire)*

VOCI	1992 (1)			1993		
	I sem.	II sem.	Anno	I sem.	II sem. (2)	Anno (2)
Merci .....	-4.761	8.617	3.856	15.863	33.500	49.363
Partite invisibili .....	-14.555	-23.673	-38.228	-17.561	-18.400	-35.961
<b>Totale partite correnti .....</b>	<b>-19.316</b>	<b>-15.056</b>	<b>-34.372</b>	<b>-1.698</b>	<b>15.100</b>	<b>13.402</b>
<b>Capitali non bancari .....</b>	<b>-28.417</b>	<b>14.866</b>	<b>-13.551</b>	<b>32.197</b>	<b>19.708</b>	<b>51.905</b>
<b>Capitali bancari .....</b>	<b>41.640</b>	<b>-16.337</b>	<b>25.303</b>	<b>-28.925</b>	<b>-23.122</b>	<b>-52.047</b>
Errori e omissioni .....	-7.988	-1.940	-9.928	-1.178	-9.906	-11.084
<b>Variazione riserve ufficiali (3) .....</b>	<b>14.081</b>	<b>18.467</b>	<b>32.548</b>	<b>-396</b>	<b>-1.780</b>	<b>-2.176</b>

(1) Dati rivisti. - (2) Dati parzialmente stimati. - (3) A cambi e a quotazioni costanti.

Tav. 6

**Interscambio commerciale cif-fob***(dati destagionalizzati; variazioni percentuali sul periodo precedente)*

VOCI	1992		1993			
	Anno	IV trim.	I trim.	II trim.	III trim.	Gen.-Ott. (1)
<b>Esportazioni:</b>						
Valore .....	4,6	2,8	11,1	3,2	3,4	19,6
Valore medio unitario .....	0,7	3,9	5,5	2,7	1,1	12,0
Quantità .....	3,8	-1,1	5,3	0,5	2,3	6,8
<b>Importazioni:</b>						
Valore .....	2,8	4,7	-2,8	2,4	-0,2	-1,1
Valore medio unitario .....	-0,6	4,1	7,5	1,8	-0,6	12,5
Quantità .....	3,4	0,6	-9,6	0,6	0,4	-12,1
<b>Per memoria:</b>						
Domanda interna .....	1,0	-1,3	-3,2	0,4	-0,8	(2) -5,5
Tasso di cambio reale della lira .....	-2,3	-10,3	-5,8	1,7	-0,9	-14,3

Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Dati grezzi; variazioni percentuali sul periodo corrispondente. - (2) Gen.-Sett.

## La V edizione del Manuale di bilancia dei pagamenti del FMI e le innovazioni apportate alla bilancia dei pagamenti dell'Italia

Il nuovo Manuale di bilancia dei pagamenti del Fondo monetario internazionale (1) ha rivisto gli standard che fissano i metodi e gli schemi di presentazione delle transazioni con l'estero dei paesi membri del Fondo. Le nuove norme rappresentano il punto di arrivo di un ampio dibattito internazionale, iniziato nella seconda metà degli anni ottanta, che ha visto la partecipazione oltre che dell'Ufficio statistico del FMI, di esperti nazionali e di altri organismi (Nazioni Unite, OCSE, GATT ed Eurostat).

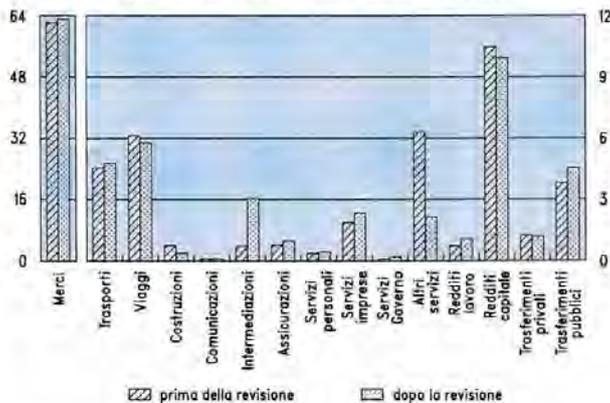
In estrema sintesi, le principali innovazioni introdotte nel Manuale sono riconducibili, da un lato, all'esigenza di garantire una maggiore armonizzazione dei metodi di compilazione della bilancia dei pagamenti con quelli dei conti nazionali e, dall'altro, al riconoscimento dell'accresciuta importanza di alcune transazioni (sia reali sia finanziarie) nei rapporti economici fra le principali economie industriali (2).

La pubblicazione del nuovo Manuale ha consentito di realizzare una serie di aggiustamenti metodologici e di revisioni dei dati della bilancia dei pagamenti dell'Italia che la Banca aveva da tempo in programma, anche sulla base delle evidenze nel frattempo raccolte attraverso il nuovo e più dettagliato sistema di rilevazione delle transazioni con l'estero dell'UIC. Alcuni aggiustamenti erano già stati introdotti nel 1993, con la soppressione della cosiddetta "bilancia dei pagamenti valutaria" e la pubblicazione, nell'apposito Supplemento al Bollettino statistico, di nuovi aggregati, conformi alle indicazioni che andavano emergendo dal dibattito internazionale sui nuovi standard; le raccomandazioni infine ufficialmente espresse dal FMI nel nuovo Manuale hanno permesso di affinare ulteriormente le definizioni degli aggregati.

Per evitare una soluzione di continuità nelle serie storiche, si è scelto di ricostruire, sulla base delle nuove definizioni, i dati a partire dal 1970, utilizzando tutte le informazioni elementari

a disposizione. Con l'occasione, le serie, molte delle quali erano trimestrali, sono state portate tutte alla frequenza mensile. Questa ricostruzione a ritroso verrà descritta compiutamente nel nuovo Manuale della bilancia dei pagamenti dell'Italia, di prossima pubblicazione in un numero speciale dei Supplementi al Bollettino Statistico (3).

**Flussi lordi nella bilancia dei pagamenti di parte corrente prima e dopo la revisione metodologica**  
(somma dei flussi in entrata e in uscita in ciascuna voce, in percentuale del totale; medie 1990-92)



(1) Cfr. International Monetary Fund, Balance of Payments Manual, Fifth edition, Washington, 1993. La precedente edizione del Manuale risale al 1977.

(2) Sotto il primo profilo, fanno spicco due innovazioni rilevanti: (1) la distinzione dei trasferimenti unilaterali "correnti" da quelli "in conto capitale"; (2) una più chiara definizione delle voci "redditi da lavoro" e "redditi da capitale", il cui contenuto è stato reso omogeneo a quello previsto dalla nuova versione del SNA (System of National Accounts). Sotto il secondo profilo, è stata attribuita un' enfasi particolare ai servizi diversi dai "viaggi" e dai "trasporti" (il cui dettaglio classificatorio si è molto arricchito, al punto tale da non prevedere più alcuna voce a residuo) e ai nuovi strumenti finanziari (futures, options, ecc.).

(3) La precedente edizione del manuale italiano risale al 1971.

Rispetto al mese di agosto del 1992, vigilia della sospensione degli interventi in difesa della lira sul mercato dei cambi, il livello destagionalizzato dei volumi esportati è stato nel bimestre settembre-ottobre dell'anno successivo del 7,5 per cento più elevato. Nello stesso periodo, il tasso di cambio effettivo nominale si è svalutato del 21,1 per cento; quello reale, misurato sui prezzi interni alla produzione dei manufatti, del 17,7 per cento (fig. 16). Ove fosse

misurato con i prezzi all'esportazione, cresciuti nel periodo molto più di quelli interni, il guadagno di competitività risulterebbe tuttavia più contenuto, di entità non dissimile da quella dell'espansione del volume delle esportazioni. L'impulso espansivo impresso dal guadagno di competitività alle vendite sui mercati esteri, rafforzato dalla caduta della domanda sui mercati interni, è stato contrastato dalla fiacchezza del commercio mondiale, che ha mostrato qualche se-

Le revisioni metodologiche hanno interessato prevalentemente le partite correnti, e in particolare i servizi, i redditi e i trasferimenti (vedi figura). Le revisioni operate nelle voci dei servizi hanno consentito di ridimensionare fortemente i flussi lordi registrati nella posta residuale "altri servizi", in cui fini-

vano con l'essere registrati gli scambi non precisamente classificabili. Tenendo anche conto delle revisioni, di entità minore, operate in alcune poste dei movimenti di capitale, si è ridotto il consistente saldo negativo imputato negli ultimi tre anni alla voce "errori e omissioni" (vedi tavola).

**Bilancia dei pagamenti prima e dopo la revisione**  
(saldi in miliardi di lire)

VOCI	Prima della revisione			Dopo la revisione		
	1990	1991	1992	1990	1991	1992
<b>Partite correnti</b> .....	<b>-17.782</b>	<b>-26.598</b>	<b>-32.736</b>	<b>-20.193</b>	<b>-28.977</b>	<b>-34.372</b>
Merci .....	431	-923	3.051	1.406	-238	3.856
Servizi .....	590	1.439	-2.970	-1.468	-217	-5.435
Trasporti .....	-3.831	-3.510	-4.774	-5.752	-4.738	-7.273
Viaggi .....	7.083	8.402	6.067	7.584	8.402	6.067
Altri servizi .....	-2.662	-3.453	-4.263	-3.300	-3.881	-4.229
Costruzioni .....	1.447	4.098	3.957	252	787	1.754
Comunicazioni .....	25	-77	-311	25	-77	-328
Intermediazioni .....	-1.840	-1.833	-1.749	-1.735	-1.219	-2.673
Assicurazioni .....	-970	-911	-388	-970	-911	-285
Servizi personali .....	-667	-922	-859	-711	-1.026	-1.030
Servizi alle imprese .....	-1.625	-2.763	-2.819	-1.732	-2.933	-3.455
Servizi governativi .....	436	406	161	1.066	1.060	886
Altri servizi .....	532	-1.451	-2.255	505	438	902
Redditi .....	-15.501	-19.635	-25.553	-17.341	-21.152	-25.901
Da lavoro .....	499	357	85	136	270	95
Da capitale .....	-16.000	-19.992	-25.638	-17.477	-21.422	-25.996
Trasferimenti .....	-3.302	-7.479	-7.264	-2.790	-7.370	-6.892
Privati .....	1.001	-1.696	-2.267	1.401	-344	-556
di cui: <i>Rimesse</i> .....	1.416	966	636	1.485	1.009	653
Pubblici .....	-4.303	-5.783	-4.997	-4.191	-7.026	-6.336
<b>Movimenti di capitale</b> .....	<b>52.143</b>	<b>28.775</b>	<b>11.782</b>	<b>52.031</b>	<b>28.837</b>	<b>11.752</b>
<b>Errori e omissioni</b> .....	<b>-19.205</b>	<b>-10.748</b>	<b>-11.594</b>	<b>-16.682</b>	<b>-8.431</b>	<b>-9.928</b>

gno di ripresa solo a partire dagli ultimi mesi del 1993. Secondo i dati depurati dalla stagionalità, dopo la forte crescita del primo trimestre (5,3 per cento), gli aumenti delle esportazioni in quantità da un trimestre all'altro si sono fatti più contenuti.

Anche la caduta registrata nel volume delle importazioni è stata molto forte nel primo trimestre, venendo probabilmente accentuata dagli irrisolti pro-

blemi di copertura statistica connessi con l'entrata in vigore del sistema di rilevazione del commercio intra-comunitario Intrastat, particolarmente acuti in gennaio. Nei trimestri successivi, l'andamento degli acquisti all'estero, al netto dei fattori stagionali, è risultato sostanzialmente stazionario, riflettendo il ristagno della domanda e l'attenuarsi degli effetti di competitività del deprezzamento del cambio reale, in gran parte concentrato nello scorso inverno. L'entità

della flessione delle quantità importate nei primi dieci mesi dell'anno è paragonabile solo a quella registrata nel 1975. La caduta della domanda interna (5,5 per cento) ha inciso per circa la metà sulla diminuzione delle importazioni.

Nei primi dieci mesi dell'anno, consentendo la svalutazione della lira, i valori medi unitari all'esportazione sono cresciuti del 12,0 per cento sul periodo corrispondente. La crescita sul periodo precedente è andata decelerando nel corso dell'anno: nel terzo trimestre, è stata dell'1,1 per cento. Sempre nel periodo gennaio-ottobre, i prezzi all'esportazione dei soli prodotti manufatti sono cresciuti dell'11,6 per cento; nell'estate la crescita ha mostrato segni di decelerazione. Il divario con i prezzi dell'output industriale destinato al mercato interno, dopo aver raggiunto i 9

punti percentuali a metà anno, si è stabilizzato nel terzo trimestre, riflettendo l'attenuazione dell'impulso scaturito dalla svalutazione della lira.

Fig. 16

**Cambi effettivi della lira (1)**  
(indici, gennaio 1990=100)



Fonti: elaborazioni su dati OCSE, FMI e Istat.  
(1) I cambi reali sono basati sui prezzi alla produzione dei manufatti. Un aumento degli indici indica apprezzamento.

Tav. 7

**Valore medio unitario in lire  
delle importazioni e principali determinanti**  
(variazioni percentuali sul periodo precedente)

VOCI	1992		1993			
	Anno	IV trim.	I trim.	II trim.	III trim.	Gen.-Ott. (1)
<b>Valore medio unitario</b> (dati non destagionalizzati)						
Importazioni totali .....	-0,6	6,4	5,6	2,9	-1,9	12,5
Fonti di energia .....	-9,3	14,0	11,3	-1,8	-5,2	20,3
Altre materie di base .....	-4,7	3,7	8,7	5,3	-	13,5
Manufatti .....	1,1	5,2	5,5	3,0	-2,2	12,4
<b>Quotazioni internazionali in valuta</b>						
Petrolio (dollari USA) .....	-1,3	-5,0	-5,0	0,8	-10,5	-9,0
Materie prime (dollari USA) .....	-1,7	-5,0	5,6	-3,3	0,1	-1,1
Manufatti (valute varie) .....	-1,0	-	0,6	0,6	0,6	0,4
<b>Tassi di cambio</b>						
Dollaro/Lira .....	0,8	-16,8	-11,8	2,6	-5,1	-22,6
Effettivo nominale della lira (2) .....	-3,7	-11,1	-7,1	1,1	-1,3	-17,1

Fonti: elaborazioni su dati Istat, FMI.  
(1) Variazioni percentuali sul periodo corrispondente. - (2) Ponderato con la composizione geografica delle importazioni di manufatti dell'Italia; un aumento indica un apprezzamento della lira.

Tav. 8

**Interscambio commerciale *cif-fob* per gruppo merceologico (gennaio-novembre)**  
(miliardi di lire)

VOCI	Esportazioni		Importazioni		Saldo	
	1992	1993	1992	1993	1992	1993
Prodotti dell'agricoltura, silvicoltura e pesca ...	5.201	5.985	13.274	13.241	-8.073	-7.256
Prodotti energetici .....	4.266	5.196	22.150	25.648	-17.884	-20.452
Minerali ferrosi e non ferrosi .....	8.220	10.824	18.205	18.109	-9.985	-7.285
Minerali e prodotti non metallici .....	8.186	9.908	4.083	4.165	4.103	5.743
Prodotti chimici .....	15.589	18.564	26.924	28.347	-11.335	-9.783
Prodotti metalmeccanici .....	66.080	81.606	47.713	45.795	18.367	35.811
Mezzi di trasporto .....	19.814	21.262	29.694	23.212	-9.880	-1.950
Prodotti alimentari, bevande, tabacco .....	9.331	11.050	17.122	17.971	-7.791	-6.921
Prodotti tessili, cuoio e abbigliamento .....	34.757	41.194	14.072	14.713	20.685	26.481
Altri prodotti .....	24.236	30.482	17.717	17.862	6.519	12.620
<b>Totale ...</b>	<b>195.680</b>	<b>236.071</b>	<b>210.954</b>	<b>209.063</b>	<b>-15.274</b>	<b>27.008</b>

Fonte: Istat.

I valori medi unitari delle importazioni, cresciuti del 12,5 per cento nei primi dieci mesi rispetto al periodo corrispondente del 1992 (tav. 7), sono andati anch'essi rallentando nel corso dell'anno, dopo i forti incrementi dell'ultimo trimestre del 1992 e di quello successivo. Dopo la svalutazione, i valori medi unitari dei manufatti importati sono aumentati meno di quelli degli altri comparti merceologici (11,8 per cento, dal terzo trimestre del 1992 al terzo del 1993). Lo scarto negativo rispetto alla dinamica registrata dal tasso di cambio effettivo nominale all'importazione, di circa 6 punti percentuali, conferma la compressione dei prezzi in valuta operata dai concorrenti esteri sul nostro mercato, in confronto ai prezzi praticati in media sui mercati degli altri paesi industriali.

Nei primi undici mesi dell'anno, il miglioramento del saldo mercantile, valutato *cif-fob*, ha interessato, sebbene in misura diversa, tutti i gruppi merceologici tranne quello energetico (tav. 8). Il miglioramento si è concentrato nei comparti tradizionalmente forti del nostro commercio estero, in particolare in quello metalmeccanico e dei beni di consumo, i cui accresciuti avanzi hanno riflesso la persistente robusta crescita delle vendite all'estero e la leggera di-

minuzione delle importazioni. Il comparto dei mezzi di trasporto ha registrato una rilevante riduzione del disavanzo, in gran parte per effetto della marcata contrazione delle importazioni.

Nella sua articolazione geografica, la migliorata *performance* commerciale ha riguardato in misura preponderante i paesi dell'OCSE: con riferimento ai primi undici mesi, al disavanzo *cif-fob* di 10.400 miliardi del 1992 si è contrapposto un avanzo di 18.900 miliardi nel 1993 (tav. 9). In particolare, nell'ambito degli scambi con i paesi industriali extra-europei, spicca l'aumento del surplus nei confronti degli Stati Uniti (da 2.500 a 7.200 miliardi) a cui ha concorso una crescita del 34 per cento delle nostre vendite su quel mercato. Il miglioramento del saldo dell'interscambio con i paesi della Unione europea (20.700 miliardi) è stato più contenuto che per l'insieme degli altri paesi industriali, come risultato sia della minore accelerazione delle esportazioni sia del calo meno intenso delle importazioni. Una forte espansione dell'avanzo (quasi 12.000 miliardi) si è registrata nei confronti dei paesi in via di sviluppo e di nuova industrializzazione, mercati in cui il prezzo relativo ha un peso rilevante fra i fattori che concorrono a determinare la competitività dei nostri prodotti.

Tav. 9

Interscambio commerciale *cif-fob* per paese o area (gennaio-novembre)

PAESI O AREE	Esportazioni				Importazioni				Saldo	
	Valori assoluti (miliardi di lire)		Variazioni percen- tuali	Quote sul totale 1993	Valori assoluti (miliardi di lire)		Variazioni percen- tuali	Quote sul totale 1993	Valori assoluti (miliardi di lire)	
	1992	1993			1992	1993			1992	1993
<b>Paesi dell'OCSE</b> .....	<b>154.951</b>	<b>174.659</b>	<b>12,7</b>	<b>74,0</b>	<b>165.302</b>	<b>155.716</b>	<b>-5,8</b>	<b>74,5</b>	<b>-10.351</b>	<b>18.943</b>
UE .....	115.969	125.165	7,9	53,0	125.620	114.085	-9,2	54,6	-9.651	11.080
Belgio-Lussemburgo	6.720	6.981	3,9	3,0	10.371	9.564	-7,8	4,6	-3.651	-2.583
Danimarca .....	1.553	1.681	8,2	0,7	2.143	2.105	-1,8	1,0	-590	-424
Francia .....	29.389	30.883	5,1	13,1	30.775	28.153	-8,5	13,5	-1.386	2.730
Germania .....	40.745	45.810	12,4	19,4	46.279	39.983	-13,6	19,1	-5.534	5.827
Grecia .....	3.618	4.102	13,4	1,7	1.856	1.560	-15,9	0,7	1.762	2.542
Irlanda .....	641	726	13,3	0,3	1.526	1.626	6,5	0,8	-885	-900
Paesi Bassi .....	6.255	6.559	4,9	2,8	12.536	11.757	-6,2	5,6	-6.281	-5.198
Portogallo .....	3.310	3.166	-4,3	1,3	791	636	-19,6	0,3	2.519	2.530
Regno Unito .....	13.305	15.126	13,7	6,4	12.167	11.833	-2,7	5,7	1.138	3.293
Spagna .....	10.433	10.131	-2,9	4,3	7.176	6.868	-4,3	3,3	3.257	3.263
Svizzera .....	7.998	9.339	16,8	4,0	9.607	10.898	13,4	5,2	-1.609	-1.559
Altri paesi europei (1) .....	10.766	13.660	26,9	5,8	10.896	10.928	0,3	5,2	-130	2.732
Altri paesi dell'OCSE (2) ....	20.218	26.495	31,0	11,2	19.179	19.805	3,3	9,5	1.039	6.690
di cui: Canada .....	1.447	1.957	35,2	0,8	1.685	1.750	3,8	0,8	-238	207
Giappone .....	3.843	4.540	18,1	1,9	5.022	5.557	10,6	2,6	-1.179	-1.017
Stati Uniti .....	13.756	18.398	33,7	7,8	11.286	11.245	-0,4	5,4	2.470	7.153
<b>Paesi dell'Est europeo (3) ...</b>	<b>6.981</b>	<b>9.470</b>	<b>35,6</b>	<b>4,0</b>	<b>8.545</b>	<b>11.271</b>	<b>31,9</b>	<b>5,4</b>	<b>-1.564</b>	<b>-1.801</b>
<b>Paesi dell'OPEC (4) .....</b>	<b>10.054</b>	<b>11.625</b>	<b>15,6</b>	<b>4,9</b>	<b>13.001</b>	<b>13.842</b>	<b>6,5</b>	<b>6,6</b>	<b>-2.947</b>	<b>-2.217</b>
<b>Altri paesi .....</b>	<b>27.124</b>	<b>40.306</b>	<b>48,6</b>	<b>17,1</b>	<b>26.787</b>	<b>28.202</b>	<b>5,3</b>	<b>13,5</b>	<b>337</b>	<b>12.104</b>
di cui: Cina .....	1.524	3.428	124,9	1,4	3.195	3.803	19,0	1,8	-1.671	-375
NIC asiatici (5) ....	5.845	8.561	46,5	3,6	3.691	3.446	-6,6	1,6	2.154	5.115
Brasile .....	944	1.490	57,8	0,6	2.022	2.201	8,8	1,1	-1.078	-711
Argentina .....	910	1.324	45,5	0,5	705	772	9,5	0,4	205	552
<b>Totale ...</b>	<b>199.110</b>	<b>236.060</b>	<b>18,6</b>	<b>100</b>	<b>213.635</b>	<b>209.031</b>	<b>-2,2</b>	<b>100</b>	<b>-14.525</b>	<b>27.029</b>

Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Austria, Finlandia, Islanda, Norvegia, Svezia, Turchia. - (2) Australia, Canada, Giappone, Nuova Zelanda, Stati Uniti. - (3) Albania, Bulgaria, Cecoslovacchia, Polonia, Romania, Ungheria, ex URSS. - (4) Algeria, Arabia Saudita, Emirati Arabi, Equador, Gabon, Indonesia, Iran, Iraq, Kuwait, Libia, Nigeria, Qatar, Venezuela. - (5) Corea del Sud, Hong Kong, Singapore, Taiwan.

Tav. 10

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

VOCI	1992 (1)			1993		
	I sem.	II sem.	Anno	I sem.	II sem. (2)	Anno (2)
Merci .....	-4.761	8.617	3.856	15.863	33.500	49.363
Trasporti .....	-3.759	-3.514	-7.273	-2.437	-2.900	-5.337
Viaggi all'estero .....	4.888	1.179	6.067	5.072	6.600	11.672
Redditi da capitale .....	-11.263	-14.733	-25.996	-12.617	-13.700	-26.317
Altri servizi e redditi .....	-1.183	-2.951	-4.134	-2.866	-4.500	-7.366
Trasferimenti .....	-3.238	-3.654	-6.892	-4.713	-3.900	-8.613
<b>Totale partite correnti . . .</b>	<b>-19.316</b>	<b>-15.056</b>	<b>-34.372</b>	<b>-1.698</b>	<b>15.100</b>	<b>13.402</b>

(1) Dati rivisti. - (2) Dati parzialmente stimati.

Nel secondo semestre, l'avanzo nella voce viaggi all'estero si è notevolmente ampliato rispetto ad un anno prima (da 1.200 a 6.600 miliardi, secondo prime stime, tav. 10); nell'anno il surplus dovrebbe quasi toccare gli 11.700 miliardi, contro i 6.000 del 1992. Il forte miglioramento della competitività turistica ha sospinto la dinamica delle entrate e compresso le spese dei residenti all'estero (fig. 17); queste ultime sono presumibilmente state frenate anche dalla riduzione in termini reali del reddito disponibile delle famiglie. Nella seconda parte dell'anno le entrate sono aumentate di 2.700 miliardi rispetto al periodo corrispondente del 1992; i dati sulle presenze estere nelle strutture ricettive del nostro paese, in luglio e agosto, indicano aumenti considerevoli. La contrazione a distanza di un anno delle uscite riflette in parte l'eccezionale incremento registrato nell'autunno del 1992 nei trasferimenti di fondi all'estero per causali turistiche, presumibilmente da imputare a moventi finanziari connessi con la crisi valutaria.

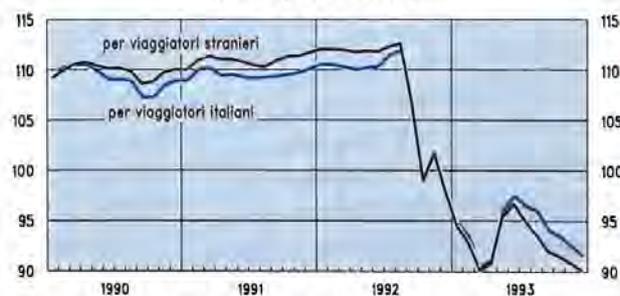
Nel secondo semestre, il disavanzo nei redditi da capitale si sarebbe, sia pur di poco, ridotto; vi ha contribuito, data la più estesa denominazione in lire delle passività dell'Italia rispetto a quella delle attività, il restringersi dei differenziali d'interesse fra la lira e le principali valute, particolarmente marcato nella prima metà dell'anno nel comparto a breve termine. La

riduzione del disavanzo è stata altresì favorita dall'avvio della contrazione del debito estero netto del Paese per effetto del cumularsi dell'avanzo di parte corrente. Nell'anno, il disavanzo nei redditi da capitale non dovrebbe superare i 26.500 miliardi.

Il disavanzo nei trasferimenti unilaterali sarebbe viceversa aumentato di circa 1.700 miliardi nell'anno (200 nel secondo semestre); il peggioramento si sarebbe concentrato nel comparto pubblico, in particolare nei trasferimenti da e alla Unione europea.

Fig. 17

**Cambio effettivo reale della lira: indicatore della competitività dei servizi turistici italiani (1)**  
(indici, 1985=100)



Fonti: elaborazioni su dati OCSE, FMI e Istat.

(1) Cambio effettivo reale della lira, basato sui prezzi al consumo in Italia e nei paesi maggiormente interessati da correnti turistiche da e verso l'Italia. Aumenti dell'indice indicano perdita di competitività.

## I movimenti dei capitali

Nel secondo semestre i movimenti dei capitali hanno nel complesso generato modesti deflussi netti (3.400 miliardi, tav. 11); nell'anno questi ultimi sono risultati sostanzialmente nulli. Come nella prima parte dell'anno, alle entrate nette di capitali non bancari (19.700 miliardi) si sono contrapposte uscite nette nelle transazioni degli intermediari bancari residenti (23.100 miliardi). I flussi lordi in entrata e in uscita hanno registrato un fortissimo incremento rispetto al semestre precedente, (da 2.200.000 a oltre 2.900.000 miliardi), accentuando una tendenza di medio periodo, più volte commentata in questo Bollettino, che discende dalla piena integrazione internazionale del mercato finanziario italiano e dalla conseguente espansione del *turn-over* di fondi. Nel 1988 i flussi lordi di capitali erano di poco superiori al 60 per cento del PIL; cinque anni dopo sono stati pari a oltre tre volte il PIL.

Nonostante l'ulteriore contrazione del differenziale d'interesse nei confronti del marco tedesco e del dollaro, gli investimenti esteri hanno dato luogo nel semestre a considerevoli afflussi netti (55.600 miliardi, 5.000 in più rispetto ai primi sei mesi; tav. 11). Il consolidarsi della fiducia da parte degli operatori esteri, già manifestatosi nel corso della prima parte dell'anno, è proseguito nella seconda, subendo un lie-

ve contraccolpo solo in ottobre-novembre, quando accresciute incertezze di ordine politico hanno contribuito, da un lato, a invertire temporaneamente il processo di riduzione dei differenziali di interesse e, dall'altro, a rallentare l'afflusso netto di fondi esteri.

Le scelte di portafoglio degli investitori non residenti hanno seguito a concentrarsi per la massima parte nel comparto dei titoli di Stato, rivolgendosi in particolare ai BTP (tav. 12). Nel periodo luglio-ottobre, per il quale si ha disponibilità di informazioni dettagliate, l'importo medio mensile degli acquisti netti, a titolo definitivo, di BTP è stato pari a 4.700 miliardi, contro i 4.800 del primo semestre. Come nella prima parte dell'anno, gli acquisti lordi sono stati prevalentemente motivati da attese di guadagni in conto capitale connesse con il ribasso dei rendimenti; essi sono stati coperti dal rischio di cambio mediante operazioni diverse, che in ultima analisi hanno implicato deflussi di fondi senza che la domanda netta di lire sul mercato dei cambi ne risultasse accresciuta. Le emissioni al nome della Repubblica hanno fatto affluire fondi per 10.800 miliardi di lire (9.200 al netto dei rimborsi). In gennaio è stato collocato un prestito di 300 miliardi di yen (circa 4.500 miliardi di lire) sull'euromercato e sul mercato interno statunitense. Gli acquisti netti di azioni quotate, pur mantenendosi su valori estremamente contenuti, hanno registrato nel semestre un consistente aumento rispetto al semestre precedente.

Tav. 11

### Movimenti dei capitali (saldi in miliardi di lire)

VOCI	1992 (1)			1993 (2)		
	I sem.	II sem.	Anno	I sem.	II sem.	Anno
Investimenti dell'estero .....	7.868	9.222	17.090	50.556	55.637	106.193
Investimenti italiani all'estero .....	-41.504	10.068	-31.436	-4.437	-17.442	-21.879
di cui: <i>di portafoglio</i> .....	-36.414	12.306	-24.108	3.243	-14.762	-11.519
Prestiti dell'estero .....	7.903	1.312	9.215	3.966	-4.319	-353
Prestiti italiani all'estero .....	-2.896	-3.359	-6.255	-2.890	-2.020	-4.910
Crediti commerciali, altri movimenti di capitali ...	212	-2.377	-2.165	-14.998	-12.148	-27.146
<b>Totale movimenti di capitali non bancari</b> .....	<b>-28.417</b>	<b>14.866</b>	<b>-13.551</b>	<b>32.197</b>	<b>19.708</b>	<b>51.905</b>
<b>Capitali bancari</b> .....	<b>41.640</b>	<b>-16.337</b>	<b>25.303</b>	<b>-28.925</b>	<b>-23.122</b>	<b>-52.047</b>
<b>Totale movimenti di capitale</b> .....	<b>13.223</b>	<b>-1.471</b>	<b>11.752</b>	<b>3.272</b>	<b>-3.414</b>	<b>-142</b>

(1) Dati rivisti. - (2) Dati provvisori o parzialmente stimati

Tav. 12

**Investimenti di portafoglio**  
(flussi netti in miliardi di lire)

VOCI	1992		1993			
	Gen.-Ott.	Anno	I trim.	II trim.	III trim.	Gen.-Ott.
<b>Capitali esteri</b> .....	<b>5.681</b>	<b>13.135</b>	<b>23.965</b>	<b>24.140</b>	<b>28.417</b>	<b>80.857</b>
Titoli di Stato .....	-109	1.664	17.243	22.011	26.002	65.719
BOT .....	199	56	-61	28	-746	276
BTP .....	1.871	2.080	13.538	15.534	18.886	47.723
BTE .....	-985	-1.266	-345	245	135	211
CTE .....	311	1.363	563	-286	-980	-1.422
CCT .....	151	330	-2.176	-673	-1.425	-4.031
CTS .....	-16	-18	-9	34	10	35
CTR .....	44	35	0	0	0	0
CTO .....	162	-403	453	3.159	1.068	4.197
Altri .....	18	-17	-72	-63	0	-136
di cui: <i>Republic of Italy</i> .....	<i>-1.864</i>	<i>-496</i>	<i>5.352</i>	<i>4.033</i>	<i>9.054</i>	<i>18.866</i>
Quote di fondi comuni italiani .....	10	10	0	0	3	36
Obbligazioni quotate .....	405	527	221	262	55	64
Azioni quotate .....	247	-17	919	782	1.793	3.923
Altri titoli .....	63	79	10	354	363	546
Depositi .....	-159	-103	77	-167	-40	-103
Strumenti derivati .....	124	108	596	73	-391	326
Altri strumenti finanziari .....	-1.380	-1.487	-22	-58	258	192
Importi non ripartiti .....	6.480	12.354	4921	883	374	10.154
<b>Capitali italiani</b> .....	<b>-42.605</b>	<b>-24.108</b>	<b>3.578</b>	<b>-335</b>	<b>-6.132</b>	<b>-8.005</b>

Gli investimenti di portafoglio italiani, al netto dei rientri, hanno ripreso a defluire nel secondo semestre a ritmi vicini a quelli di medio periodo, prevalsi dopo la liberalizzazione valutaria (14.800 miliardi, dopo afflussi netti pari a 3.200 miliardi nei sei mesi precedenti).

Alla voce "prestiti" si sono registrati deflussi netti per 6.300 miliardi. I prestiti esteri hanno dato luogo a uscite nette per 4.300 miliardi; le ha determinate la componente privata, in cui i rimborsi di finanziamenti erogati dalle filiali estere di banche italiane a residenti hanno ecceduto le nuove erogazioni (il saldo è stato di 6.500 miliardi, di cui 5.500 in lire). I prestiti pubblici hanno viceversa fatto affluire fondi per 2.700 mi-

liardi, di cui 3.800 per il versamento della seconda tranche del prestito accordato dalla Unione europea allo Stato italiano.

Alla voce "crediti commerciali" hanno seguito a registrarsi deflussi (12.100 miliardi nel secondo semestre), principalmente per effetto dell'andamento favorevole dell'interscambio mercantile.

I capitali bancari hanno segnato nella seconda metà dell'anno uscite nette per 23.100 miliardi di lire, di cui 18.900 originate dalle sole aziende di credito. È così proseguita la tendenza avviata con la crisi valutaria del settembre 1992: da quel mese i deflussi di capitali bancari hanno raggiunto i 71.200 miliardi, di cui 48.200 nel 1993.

Tav. 13

## Principali poste di situazione delle aziende di credito residenti (1)

(consistenze alla fine del periodo in miliardi di lire)

VOCI	1992		1993			
	Settembre	Dicembre	Marzo	Giugno	Settembre	Dicembre
<b>Posizione sull'estero (2)</b> .....	<b>-116.432</b>	<b>-126.571</b>	<b>-122.848</b>	<b>-100.447</b>	<b>-92.467</b>	<b>-90.948</b>
<b>In lire</b> .....	<b>1.918</b>	<b>1.249</b>	<b>2.934</b>	<b>9.103</b>	<b>10.502</b>	<b>9.315</b>
Attivo .....	14.085	13.378	18.554	32.025	35.666	39.467
Passivo .....	12.167	12.129	15.620	22.922	25.164	30.152
<b>In valuta (A)</b> .....	<b>-118.350</b>	<b>-127.820</b>	<b>-125.782</b>	<b>-109.550</b>	<b>-102.969</b>	<b>-100.263</b>
Attivo .....	108.138	122.861	123.384	112.965	118.343	131.738
Passivo .....	226.488	250.681	249.166	222.515	221.312	232.001
<b>Posizione sull'interno in valuta (B)(2)</b> .....	<b>98.032</b>	<b>115.330</b>	<b>121.831</b>	<b>104.465</b>	<b>102.155</b>	<b>95.549</b>
Attivo .....	144.812	172.182	183.396	158.077	157.875	158.553
Passivo .....	46.780	56.852	61.565	53.612	55.720	63.004
.....						
<b>Impegni a termine contro lire (C)</b> .....	<b>2.585</b>	<b>3.404</b>	<b>327</b>	<b>5.510</b>	<b>-85</b>	<b>1.124</b>
Attivo (valuta a ricevere) .....	173.025	182.851	233.296	232.828	239.345	262.088
Verso residenti .....	32.962	82.128	117.785	116.039	120.625	.....
Verso non residenti .....	140.063	100.723	115.511	116.789	118.720	.....
Passivo (valuta a consegnare) .....	170.440	179.447	232.969	227.318	239.430	260.964
Verso residenti .....	25.403	50.610	81.645	82.614	85.321	.....
Verso non residenti .....	145.037	128.837	151.324	144.704	154.109	.....
<b>Posizione in valuta (A+B+C)</b> .....	<b>-17.733</b>	<b>-9.086</b>	<b>-3.624</b>	<b>425</b>	<b>-899</b>	<b>-3.590</b>
<b>Domestic currency swaps:</b> .....	.....	<b>8.431</b>	<b>5.188</b>	<b>4.434</b>	<b>5.371</b>	<b>7.077</b>
Attivo (DCS creditori) .....	.....	49.488	42.381	33.777	32.170	28.874
Passivo (DCS debitori) .....	.....	41.057	37.193	29.343	26.799	21.867
<b>Posizione in valuta inclusi i DCS</b> .....	<b>-17.733</b>	<b>-655</b>	<b>1.564</b>	<b>4.859</b>	<b>4.472</b>	<b>3.417</b>

(1) Includo le filiali italiane di banche estere. Dati non destagionalizzati. - (2) Includo gli impegni a 2 giorni.

Alla radice di questo andamento vi sono alcuni fattori già menzionati negli scorsi numeri del Bollettino Economico: maggiore selettività dell'offerta internazionale di depositi interbancari, crescita dei depositi dei residenti più rapida di quella degli impieghi e degli investimenti sull'interno. Con riferimento, in particolare, agli andamenti dell'ultimo semestre, va

rilevata l'ulteriore espansione delle attività verso l'estero in lire delle aziende di credito (tav. 13), in parte connessa con il finanziamento degli acquisti di titoli italiani da parte di non residenti. Al netto delle variazioni delle passività, la componente in lire dei flussi con l'estero delle aziende di credito è rimasta sostanzialmente bilanciata. Le uscite nette in valuta

sono state il risultato di un'espansione delle attività nettamente superiore a quella, pur significativa, delle passività. Nel complesso e tenuto conto degli aggiustamenti di cambio, i deflussi di capitale delle aziende di credito residenti sono stati pari nel secondo semestre a 19.000 miliardi.

Dopo la simultanea contrazione delle passività in valuta verso l'estero e delle attività in valuta verso l'interno, occorsa nel primo semestre, la crescita delle prime nella seconda parte dell'anno si è confrontata con una stazionarietà delle seconde. Al netto delle operazioni pronti contro termine in valuta con la Banca d'Italia, le attività in valuta verso l'interno delle aziende di credito, diminuite di 13.000 miliardi nel primo semestre, hanno rallentato sensibilmente la loro caduta nella seconda parte dell'anno (da 127.500

a 124.700 miliardi di lire). Il lieve squilibrio della posizione complessiva in valuta a pronti delle aziende di credito (4.700 miliardi) è stato più che compensato dal saldo degli impegni a termine e dei *domestic currency swaps*, configurando, come alla fine del primo semestre, una posizione a pronti e a termine "lunga" in valuta per 3.400 miliardi (tav. 13).

Nel secondo semestre le riserve ufficiali sono aumentate, nella valutazione a cambi e a quotazioni costanti, di 1.800 miliardi, a fronte di un deprezzamento del tasso di cambio effettivo nominale pari al 2,9 per cento. Stante l'avanzo stimato nelle partite correnti e nei movimenti di capitale (11.700 miliardi), alla posta residuale "errori e omissioni" è stato imputato un saldo negativo di 9.900 miliardi.

## La finanza pubblica

Nel 1993, nonostante l'andamento sfavorevole della congiuntura, è proseguita la tendenza al miglioramento dei conti pubblici avviata negli ultimi anni.

Il fabbisogno finanziario del settore statale al netto delle regolazioni di debiti pregressi, definito secondo la nuova settorizzazione (che esclude le Ferrovie, i Monopoli e i Telefoni), è risultato pari a 153.500 miliardi, contro i 158.700 del 1992 (tav. 14). In rapporto al PIL, l'incidenza è scesa dal 10,5 per cento nel 1992 al 9,8 nel 1993. Il calo di 0,7 punti percentuali si compone di una riduzione di 1,2 punti derivante da un miglioramento del saldo primario e di un aumento di 0,5 punti dell'incidenza sul PIL della spesa per interessi. Considerando i dati relativi alla precedente definizione del settore statale emerge tra i due anni una flessione più ampia, pari a oltre 12.000 miliardi (da 162.800 a 150.400). La divergenza tra i due risultati può essere ricondotta a mutamenti nella gestione finanziaria delle Ferrovie dello Stato, escluse dalla nuova definizione

del settore statale, che nel 1993 hanno ridotto il ricorso netto al mercato, accrescendo l'utilizzo delle proprie disponibilità presso la Tesoreria statale. Secondo la vecchia definizione, pertanto, l'incidenza sul PIL è scesa dal 10,8 per cento del 1992 al 9,6 del 1993.

Nel valutare l'andamento del fabbisogno va tuttavia considerato che nella direzione di un miglioramento del saldo primario hanno operato alcuni fenomeni di natura transitoria, quali il deposito di fondi di pertinenza di alcuni enti locali presso la Tesoreria statale, effettuato nel mese di dicembre a fronte di mutui bancari per circa 3.900 miliardi, il cui prelievo non è potuto avvenire entro il 1993; tale somma riguarda principalmente parte dei versamenti relativi a mutui erogati alle regioni dagli istituti di credito e destinati al ripiano di debiti pregressi delle USL. Un fenomeno analogo può essersi verificato anche per altri fondi della Tesoreria; in particolare, dell'importo compless-

Tav. 14

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

VOCI	1991		1992		1993	
	V	N	V	N	V	N
Fabbisogno al netto delle regolazioni di debiti pregressi .....	152.271	149.375	162.813	158.696	150.374	153.467
In % del PIL .....	(10,7)	(10,5)	(10,8)	(10,5)	(9,6)	(9,8)
Fabbisogno al netto degli interessi e delle regolazioni .....	7.352	8.197	-8.493	-8.749	-35.126	-27.533
In % del PIL .....	(0,5)	(0,6)	(-0,6)	(-0,6)	(-2,2)	(-1,8)
Regolazioni in titoli e in contanti ..	73	73	31	31	9.568	9.568
Fabbisogno complessivo .....	152.344	149.448	162.844	158.727	159.942	163.035
In % del PIL .....	(10,7)	(10,5)	(10,8)	(10,5)	(10,2)	(10,4)
Debito .....	1.453.798	1.416.849	1.637.282	1.594.924	1.809.676	1.769.054
In % del PIL .....	(101,9)	(99,3)	(108,7)	(105,8)	(115,9)	(113,3)

Legenda: V = Struttura tradizionale dei conti. N = Struttura dei conti che esclude le Ferrovie, i Monopoli e i Telefoni.

sivo affluito alle regioni per il ripiano dei suddetti debiti delle USL, solamente una parte è stata effettivamente incassata da queste ultime; la parte residua potrebbe pertanto aver ulteriormente accresciuto le disponibilità giacenti in Tesoreria a fine anno. Il parziale utilizzo delle somme in questione potrebbe dipendere dal fatto che l'afflusso dei fondi versati dalle banche si è concentrato soprattutto nella seconda parte dell'anno.

Il fabbisogno al netto degli interessi è risultato in avanzo per circa 27.500 miliardi (35.100 per la precedente definizione), proseguendo la tendenza al miglioramento avviata già dal 1988. L'incidenza sul prodotto è cresciuta dallo 0,6 all'1,8 per cento (dallo 0,6 al 2,2 per la precedente definizione). Considerando il saldo primario al netto dei proventi della ritenuta sugli interessi dei titoli pubblici, si registrerebbe il passaggio da un disavanzo pari a circa lo 0,5 per cento del PIL a un avanzo di 0,7 punti.

La spesa per interessi ha raggiunto i 181.000 miliardi (185.500 per la precedente definizione), contro i 167.500 dell'anno precedente, passando dall'11,1 all'11,6 per cento rispetto al PIL. La forte crescita determinata dalla dinamica del debito è stata contenuta dalla progressiva flessione dei tassi all'emissione nel corso dell'anno; il tasso sui BOT a 12 mesi ha infatti raggiunto, già alla fine del 1993, il livello atteso nel Documento di programmazione economico-finanziaria solamente per la fine del 1994.

L'entità dell'azione correttiva del fabbisogno tendenziale, avviata con la manovra di fine 1992 e proseguita nel 1993, può essere valutata in oltre 5 punti percentuali del PIL. Di questi, circa 1,3 punti hanno compensato la caduta del gettito tributario causata dal venir meno degli effetti di misure di carattere transitorio varate nel corso del 1992 (tra cui i condoni e le imposte straordinarie sui fabbricati e sui depositi bancari); nell'ambito della manovra per il 1993, l'incidenza delle misure tributarie che hanno generato aumenti di gettito *una tantum* (quali l'aumento dell'acconto dell'IVA versato a dicembre e la riapertura dei termini del condono) ha pesato solamente per 0,4 punti percentuali.

Il fabbisogno registrato nel 1993 secondo la precedente definizione del settore statale coincide sostanzialmente con l'obiettivo formulato nella Rela-

zione previsionale e programmatica del settembre 1992 (150.000 miliardi, coerenti con un avanzo primario di 50.000 miliardi e una spesa per interessi di 200.000). Tale obiettivo, rivisto più volte durante l'anno (cfr. *Bollettino Economico* n. 21, ottobre 1993), è stato tuttavia raggiunto in presenza di un risparmio di spesa per interessi pari a circa 14.500 miliardi e di un avanzo primario che è risultato, per la vecchia definizione del settore statale, pari a 35.100 miliardi contro i 50.000 attesi. Rispetto alle previsioni, su quest'ultimo aggregato hanno operato in riduzione, nel corso del 1993, gli effetti del deterioramento del quadro macroeconomico congiunturale, l'assenza di introiti a beneficio del settore statale derivanti da dismissioni patrimoniali, originariamente previsti per 7.000 miliardi, e la minore efficacia di alcune misure correttive. Al contrario, ha agito in aumento dell'avanzo primario un risparmio della spesa diretta che sembra aver interessato, prevalentemente, gli investimenti pubblici.

Il rallentamento dell'economia, iniziato nel 1991 e tradottosi nel 1993 in un calo dell'attività produttiva, ha influito negativamente sui conti pubblici. Rispetto alle previsioni originariamente formulate, il deterioramento del saldo primario del 1993 attribuibile alla minore crescita economica (il tasso di crescita ipotizzato nel settembre 1992 è risultato superiore a quello verificato a consuntivo per 0,3 punti percentuali, con riferimento al 1992, e per oltre 2 punti, con riferimento al 1993) è valutabile intorno a 1,3 punti del PIL. Il fenomeno è rilevante anche ai fini dell'erogazione delle rate del prestito di 8.000 milioni di ecu concesso all'Italia nel gennaio del 1993. Le condizioni originarie (cfr. il Documento: *Decisione del Consiglio delle Comunità europee del 18 gennaio 1993 riguardante un prestito comunitario a favore della Repubblica italiana*, in *Bollettino Economico* n. 20, febbraio 1993) prevedevano il rispetto dei citati obiettivi di bilancio fissati nella Relazione previsionale e programmatica del settembre 1992. Tuttavia, l'accordo consentiva, al momento dell'erogazione delle rate successive alla prima, la rettifica dell'obiettivo del saldo primario per tenere conto di un'eventuale inferiore crescita economica.

Una prima rettifica degli obiettivi è avvenuta con la Relazione trimestrale di cassa del mese di marzo 1993; la revisione traeva origine dalla constatazione

di uno sconfinamento del saldo primario, valutato in circa 25.000 miliardi. Di questi, circa la metà venivano attribuiti a un'evoluzione congiunturale più sfavorevole del previsto, comportando una riduzione dell'obiettivo di saldo primario che scendeva a 37.500 miliardi; la parte residua dello sconfinamento veniva invece ricondotta alla efficacia parziale di alcune delle misure prese con la legge finanziaria e all'insorgere di impreviste esigenze di bilancio, rendendo necessario, per garantire il rispetto degli accordi sull'erogazione del prestito concesso dalla Comunità europea, il varo di una manovra aggiuntiva di circa 12.500 miliardi (cfr. *Bollettino Economico* n. 21, ottobre 1993). Una riduzione di circa 8.500 miliardi della spesa attesa per interessi, effettuata per tenere conto della flessione dei tassi, portava la previsione del fabbisogno complessivo a 154.000 miliardi.

Il Documento di programmazione economico-finanziaria, presentato nel mese di luglio, manteneva immutata tale stima, escludendo tuttavia i proventi delle dismissioni. A fronte di tali minori entrate, il Documento diminuiva l'obiettivo dell'avanzo primario da 37.500 a 33.100 miliardi, scontando un andamento degli incassi tributari migliore del previsto; al tempo stesso la stima della spesa per interessi veniva ridotta di circa 4.000 miliardi in considerazione della ulteriore flessione dei tassi. Nel Documento veniva inoltre formulato l'obiettivo di fabbisogno secondo la nuova definizione di settore statale: il fabbisogno programmatico era previsto in 151.200 miliardi, conseguito con una spesa per interessi pari a 182.700 e con un avanzo primario di 31.500 miliardi. La previsione incorporava i risultati positivi dei versamenti della prima rata dell'autotassazione, scontando, per un pari importo, gli effetti della riduzione degli accenti (che sarebbe stata varata con il DL n. 357 nel successivo mese di settembre). Sulla base dei nuovi obiettivi, nel mese di settembre veniva erogata la seconda rata del prestito accordato dalla Comunità europea.

La Relazione previsionale e programmatica del settembre 1993 confermava gli obiettivi fissati a luglio. Rispetto a questi ultimi, i dati di consuntivo (153.500 miliardi) mostrano uno sconfinamento del fabbisogno complessivo di circa 2.300 miliardi; in termini di saldo primario (27.500 miliardi) lo sconfi-

namento appare superiore (circa 4.000 miliardi), essendo la spesa per interessi risultata inferiore alle previsioni per circa 1.700 miliardi (181.000 miliardi contro i 182.700 preventivati). Il saldo primario corrispondente alla precedente definizione del settore statale evidenzia invece un miglioramento rispetto all'obiettivo per 2.000 miliardi (35.100 miliardi contro i 33.100 previsti). La divergenza tra le due versioni è dovuta alle citate operazioni delle Ferrovie. Va tuttavia ricordato che, per entrambe le versioni del saldo, il dato consuntivo ha beneficiato degli effetti delle citate giacenze transitorie presso la Tesoreria statale; tenendo conto di tale circostanza si osserverebbe in entrambi i casi uno sconfinamento.

Il divario tra l'obiettivo di avanzo primario fissato lo scorso mese di settembre e il risultato di consuntivo deriva in gran parte dall'andamento della congiuntura, rivelatosi meno favorevole del previsto anche rispetto alle valutazioni formulate nel corso dell'anno: a fronte di una crescita reale dell'economia nel 1993, che a luglio era stata ipotizzata pari allo 0,5 per cento (0,4 nello scorso settembre), si dovrebbe infatti riscontrare un tasso negativo intorno almeno a mezzo punto percentuale. Il conseguente peggioramento dei conti pubblici potrebbe aggirarsi intorno a mezzo punto percentuale rispetto al PIL. L'avanzo primario registrato a consuntivo risulterebbe sostanzialmente coerente con gli accordi stipulati in sede comunitaria in occasione della concessione del citato prestito. Il risparmio di spesa per interessi ha contribuito a mantenere il fabbisogno intorno ai livelli programmati.

Nel corso del 1993, le modalità di copertura del fabbisogno hanno subito alcune modifiche. L'importo da finanziare è risultato (per la nuova definizione del settore statale) pari a circa 163.000 miliardi, comprensivi di circa 9.600 miliardi di regolazioni di debiti pregressi. Sulla composizione dei finanziamenti hanno inoltre influito gli effetti delle norme che, ridefinendo i rapporti tra Tesoro e Banca d'Italia in materia di gestione dei servizi di Tesoreria provinciale, hanno previsto l'istituzione del "Conto disponibilità" del Tesoro presso la Banca d'Italia (ai sensi della legge 26 novembre 1993, n. 483; al riguardo cfr. anche il riquadro: *Le riforme del conto corrente di tesoreria e della riserva obbligatoria*, in questo *Bollettino Economi-*

co): a fronte dell'apertura di tale conto, sono state infatti effettuate emissioni di titoli a lunga scadenza, collocati presso la Banca d'Italia, per circa 30.700 miliardi.

Prescindendo da tali emissioni, in quanto legate a un fenomeno straordinario piuttosto che a normali operazioni di copertura, la quota del finanziamento con collocamento di titoli è diminuita di poco più di 1 punto percentuale (raggiungendo l'85,9 per cento dell'intero fabbisogno, contro l'87,1 dell'anno precedente). In particolare, la quota di titoli a breve termine è scesa dal 29,3 per cento del 1992 al 3,5 del 1993, a fronte di una rilevante crescita del collocamento di titoli a medio e a lungo termine. La quota residua del fabbisogno è stata coperta per l'8,6 attraverso la raccolta postale (contro il 6,9 dell'anno precedente) e per l'8,9 per cento attraverso debito emesso all'estero (mentre nel 1992 erano stati effettuati rimborsi superiori alle nuove emissioni); quest'ultima forma di finanziamento è tornata sui livelli raggiunti nel 1990. Il ricorso al conto corrente di Tesoreria si è invece ridotto per la prima volta, portando la consistenza dello scoperto dagli 80.800 miliardi del 1992 ai 76.200 del 1993. Su tale fenomeno hanno influito le citate giacenze rilevate a fine anno. Il finanziamento del fabbisogno con creazione di base monetaria, negativo già dal 1990, si è mantenuto sui livelli raggiunti nel 1992.

Nel 1993, la consistenza del debito del settore statale, secondo la vecchia definizione che comprende anche quello delle Ferrovie, il cui onere resta per la gran parte a carico dello Stato, ha raggiunto 1.809.700 miliardi. L'incidenza sul PIL è passata dal 108,7 al 115,9 per cento, crescendo di 7,2 punti percentuali (6,8 nel 1992). A tale andamento ha contribuito la contenuta dinamica del prodotto interno: il tasso di crescita dello *stock* del debito è sceso tra il 1992 e il 1993 dal 12,6 al 10,5 per cento. Oltre che alla creazione di nuovo fabbisogno, la variazione del debito è dovuta per circa 9.600 miliardi a regolazioni di debiti pregressi e per circa 9.300 agli effetti della svalutazione del cambio sulla componente del debito denominata in valuta. L'allungamento delle scadenze dei titoli di nuova emissione ha innalzato la vita media del debito pubblico, che a gennaio del 1994 ha superato i 3 anni, contro i 33 mesi registrati alla fine del

1992. La limitata quota dei rinnovi di titoli a medio e a lungo termine in scadenza nell'anno ha tuttavia contenuto l'aumento della vita media residua.

### **L'andamento delle principali poste dei conti pubblici**

Secondo i primi dati di consuntivo elaborati dall'Isco, nel 1993 l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche (ovvero il saldo del conto economico, escluse le partite finanziarie, delle Amministrazioni centrali e locali e degli Enti di previdenza) risulta pari a 147.000 miliardi, superiore di quasi 4.000 miliardi rispetto al risultato del 1992; in percentuale del PIL, il saldo è rimasto sostanzialmente stabile intorno al 9,5 per cento (tav. 15). Se si escludono i rimborsi di crediti d'imposta (effettuati in titoli e contabilizzati tra le spese in conto capitale delle Amministrazioni pubbliche, ma non considerati nel fabbisogno netto del settore statale), l'andamento dell'indebitamento netto tra il 1992 e il 1993 appare coerente con quello del fabbisogno del settore statale; infatti, operazioni di rimborso in titoli non erano state effettuate nel 1992, mentre hanno raggiunto nel 1993 circa 7.400 miliardi.

L'indebitamento al netto degli interessi, in avanzo dal 1992, è pari a 37.500 miliardi (il 2,4 del PIL contro l'1,9 per cento dell'anno precedente). Tale andamento riflette una crescita delle entrate (6,0 per cento) che, sebbene molto inferiore a quella dell'anno precedente, supera ancora la crescita delle spese al netto degli interessi (5,0 per cento). Il saldo corrente ha raggiunto i 97.800 miliardi (6,3 per cento del PIL), registrando una riduzione di circa 15.000 miliardi (oltre 1 punto percentuale del PIL) rispetto al 1992.

La pressione fiscale, definita come incidenza sul PIL delle imposte dirette e indirette (escluse quelle in conto capitale) e dei contributi sociali effettivi e figurativi, è passata dal 40,7 al 42,7 per cento (essa risulterebbe di circa 1 punto più elevata, includendo le imposte in conto capitale). Il valore raggiunto si compone di 27,3 punti dovuti alla pressione tributaria e 15,4 a quella contributiva. L'incremento deriva principalmente dall'evoluzione della pressione tribu-

Tav. 15

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

VOCI	1992	1993	1992	1993
			1991	1992
<b>USCITE</b>				
Redditi da lavoro dip. ....	190.795	196.000	4,7	2,7
Consumi intermedi .....	73.841	77.200	6,1	4,5
Prestazioni sociali .....	288.488	305.000	10,4	5,7
Contributi alla produz. ....	30.867	32.800	-5,0	6,3
Interessi passivi .....	171.763	184.500	18,1	7,4
Altre uscite .....	31.120	32.260	15,3	3,7
<b>Tot. uscite correnti ....</b>	<b>786.874</b>	<b>827.760</b>	<b>9,6</b>	<b>5,2</b>
<i>In % del PIL .....</i>	<i>52,2</i>	<i>53,0</i>	-	-
Investimenti .....	44.499	41.200	-3,7	-7,4
Contributi agli invest. ....	18.166	19.000	10,0	4,6
Altre spese in c/capit. ....	1.065	9.000	-29,5	745,1
Tot. uscite in c/capit. ....	63.730	69.200	-0,8	8,6
<b>Tot. generale uscite ...</b>	<b>850.604</b>	<b>896.960</b>	<b>8,7</b>	<b>5,4</b>
<i>In % del PIL .....</i>	<i>56,4</i>	<i>57,5</i>	-	-
<b>ENTRATE</b>				
Imposte dirette .....	220.934	254.000	6,7	15,0
Imposte indirette .....	166.544	172.000	4,6	3,3
Contributi sociali .....	226.358	241.000	7,8	6,5
Altre entrate correnti .....	59.851	62.960	9,3	5,2
<b>Tot. entrate correnti ...</b>	<b>673.687</b>	<b>729.960</b>	<b>6,8</b>	<b>8,3</b>
Entrate in c/capitale ....	33.659	20.000	542,5	-40,6
<b>Tot. generale entrate ..</b>	<b>707.346</b>	<b>749.960</b>	<b>11,2</b>	<b>6,0</b>
<i>In % del PIL .....</i>	<i>46,9</i>	<i>48,0</i>	-	-
<b>Indebitamento netto ...</b>	<b>143.258</b>	<b>147.000</b>	-	-
<i>In % del PIL .....</i>	<i>9,5</i>	<i>9,4</i>	-	-
Indebitamento al net- to degli interessi .....	-28.505	-37.500	-	-
<i>In % del PIL .....</i>	<i>-1,9</i>	<i>-2,4</i>	-	-
Pressione fiscale (1) ....	613.836	667.000	6,5	8,7
<i>In % del PIL .....</i>	<i>40,7</i>	<i>42,7</i>	-	-
Disavanzo corrente .....	113.187	97.800	-	-
<i>In % del PIL .....</i>	<i>7,5</i>	<i>6,3</i>	-	-

Fonte: Isco.

(1) Imposte dirette, imposte indirette e contributi sociali. Non comprende le imposte in conto capitale (classificate tra le entrate in conto capitale).

taria, cresciuta di circa 1,6 punti percentuali contro lo 0,4 dei contributi. La crescita della pressione tributaria tra i due anni scenderebbe a 0,6 punti percentuali qualora nella definizione venissero comprese anche le imposte in conto capitale, rappresentate da introiti a carattere non permanente (come il gettito derivante da imposte straordinarie, da rivalutazioni e da condoni). La divergenza che emerge tra gli andamenti delle due diverse definizioni è dovuta al mutamento, avvenuto tra il 1992 e il 1993, nella composizione del gettito fra le imposte di parte corrente e le imposte in conto capitale; gli introiti derivanti da queste ultime, particolarmente elevati nel 1992, sono stati in parte sostituiti nel 1993 da aumenti di imposte correnti. Sull'andamento degli incassi tributari ha inoltre influito la riforma della finanza degli enti territoriali, con cui è stata accresciuta l'autonomia impositiva dei principali enti locali prevedendo, tra le altre innovazioni, l'introduzione dell'imposta comunale sugli immobili (ICI); l'incidenza di quest'ultima si riflette sulla pressione fiscale per circa 0,9 punti percentuali.

Secondo i dati di preconsuntivo, le entrate tributarie sarebbero aumentate del 9,9 per cento, sospinte da una forte espansione delle imposte dirette, cui si è contrapposta una modesta dinamica delle indirette.

L'aumento delle imposte dirette (che hanno raggiunto i 254.000 miliardi, con una crescita del 15,0 per cento rispetto al 1992) è in gran parte dovuto agli effetti della manovra di bilancio per il 1993. Depurando il dato degli incassi dai soli effetti dell'introduzione dell'ICI, la crescita dell'aggregato si ridurrebbe intorno all'8,6 per cento. La manovra correttiva si è riflessa positivamente sul gettito, interessando in modo particolare l'Irpef e l'Irpeg. Le misure hanno riguardato il ripristino degli scaglioni dell'Irpef vigenti nel 1989, la trasformazione delle deduzioni dall'imponibile ai fini dell'Irpef in detrazioni d'imposta, l'indeducibilità dell'Ilor dalle imposte sui redditi e la revisione dei criteri di determinazione dei redditi da lavoro autonomo (la cosiddetta *minimum tax*). Esse hanno trovato ampio riflesso sul gettito delle imposte autoliquidate, anche a causa della temporanea amplificazione generata dal meccanismo di versamento di tali imposte, che tende a scaricare l'effetto degli inasprimenti in primo luogo sui versamenti a saldo e, di

conseguenza, anche su quelli d'acconto effettuati nell'anno. L'aumento del gettito derivante dalla manovra sembra aver bilanciato il venir meno degli effetti dei provvedimenti di natura straordinaria varati nella seconda parte del 1992 e le conseguenze della minor crescita degli imponibili causata del peggioramento della congiuntura. In particolare, in presenza di una caduta dell'occupazione e di una modesta dinamica retributiva, è proseguito nell'ultima parte dell'anno il rallentamento della dinamica delle ritenute sui redditi da lavoro dipendente del settore privato, già evidenziatosi nei primi nove mesi.

Sull'andamento delle imposte indirette (che hanno raggiunto circa 172.000 miliardi, con una crescita del 3,3 per cento rispetto al 1992) ha influito in modo rilevante il rallentamento della dinamica dei consumi privati. Ad aumentare il gettito hanno contribuito gli effetti delle misure aggiuntive varate nel mese di maggio, che riguardavano prevalentemente le imposte di fabbricazione sugli oli minerali e la maggiorazione dell'acconto IVA di fine anno, mentre in riduzione hanno operato gli effetti *una tantum* delle nuove modalità di versamento dell'IVA sugli scambi intracomunitari, che potrebbero peraltro aver aperto più ampi margini di evasione.

I contributi sociali effettivi nel 1993 sono stati pari a 212.000 miliardi, con un aumento del 5,9 per cento, ampiamente superiore a quello della massa retributiva. La più accentuata dinamica dei contributi è attribuibile, per circa 2 punti, al condono contributivo e, per circa 0,5, all'introduzione del contributo pro capite di 85.000 lire per l'assistenza medica di base. Inoltre, il gettito ha risentito positivamente degli incrementi delle aliquote dei contributi a carico dei lavoratori dipendenti (0,6 per cento, dal mese di luglio del 1992, e 0,3 per cento dall'inizio del 1993) e dei lavoratori autonomi (di 1 punto percentuale, dal mese di luglio 1992, e 0,5 per cento dal mese di giugno dello scorso anno). Al netto del condono, i contributi versati dai datori di lavoro dovrebbero essere rimasti sostanzialmente invariati in rapporto alla massa retributiva; su di essi hanno influito gli effetti contrapposti della riduzione degli sgravi per le imprese operanti nel Mezzogiorno e della cessazione, alla fine del 1992, del contributo transitorio relativo all'indennità di mobilità.

La spesa complessiva ha raggiunto gli 897.000 miliardi, passando dal 56,4 al 57,5 per cento del PIL. Il tasso di crescita è sceso al 5,4 per cento, contro l'8,7 dell'anno precedente. Sulla dinamica di tale aggregato ha influito l'andamento della spesa corrente, il cui tasso di crescita si è ridotto dal 9,6 per cento del 1992 al 5,2 per cento del 1993. La più elevata crescita delle spese in conto capitale, pari all'8,6 per cento, riflette i ricordati rimborsi di crediti d'imposta; al netto di questi ultimi, le erogazioni in conto capitale sono infatti diminuite del 2,4 per cento. Alla decelerazione della spesa hanno contribuito tutte le principali componenti del conto delle Amministrazioni pubbliche: i redditi da lavoro dipendente (circa il 22 per cento della spesa complessiva), le erogazioni relative alle prestazioni sociali (intorno al 34 per cento), quelle per il servizio del debito (quasi il 21 per cento), le spese dirette per consumi intermedi e per investimenti pubblici (quasi il 14 per cento).

La spesa per il personale delle Amministrazioni pubbliche ha raggiunto i 196.000 miliardi, con un incremento del 2,7 per cento. Al netto degli oneri sociali figurativi (che corrispondono alle pensioni dei dipendenti dello Stato) e di quelli autoversati dalle Amministrazioni, la crescita si riduce all'1,3 per cento. A fronte di una sostanziale stazionarietà del numero degli addetti, la dinamica riflette: la corresponsione di 20.000 lire mensili a ciascun dipendente a compensazione dei mancati adeguamenti al costo della vita (circa lo 0,7 per cento della retribuzione media); i limitati automatismi stipendiali confermati dall'ultimo contratto; gli esborsi connessi con la presenza militare italiana all'estero; i ritardati adeguamenti delle posizioni retributive dei dipendenti.

Il tasso di crescita della spesa per prestazioni sociali ha registrato un'ampia flessione, dal 10,4 del 1992 al 5,7 dello scorso anno. La riduzione riflette la contenuta dinamica della spesa pensionistica e di quella sanitaria; un impulso accelerativo sulle prestazioni è derivato dalla spesa a sostegno della disoccupazione, influenzata dalla difficile congiuntura economica. Sulla dinamica della spesa pensionistica hanno inciso (per circa 4,5 punti percentuali) gli interventi restrittivi sui meccanismi di indicizzazione dei trattamenti e la sospensione dei pensionamenti di anzianità per il periodo compreso tra il mese di settembre del 1992 e la fine del 1993. Un contenimento

## La spesa pubblica per interessi

Negli ultimi anni è proseguita la forte crescita dell'incidenza della spesa pubblica per interessi sul prodotto interno lordo. Per le Amministrazioni pubbliche tale incidenza, già salita dall'1,6 per cento del 1970 al 5,3 per cento del 1980 e all'8,9 per cento del 1989, ha raggiunto nel 1993 l'11,8 per cento. Nell'ultimo quadriennio, la spesa per interessi ha concorso per circa i due terzi all'incremento del rapporto tra la spesa corrente complessiva e il PIL. Livelli e dinamiche molto simili caratterizzano gli oneri sul debito degli altri principali aggregati di finanza pubblica.

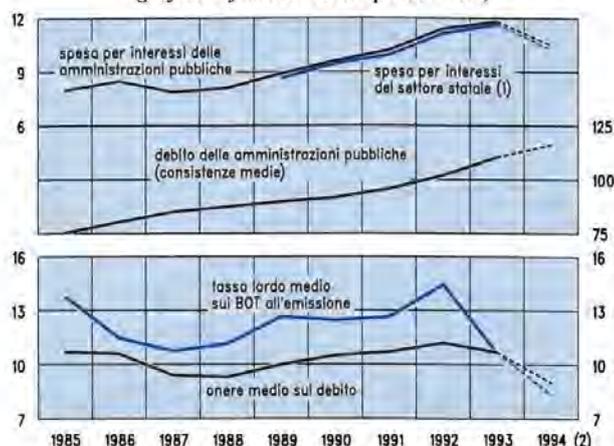
La dinamica della spesa per interessi è attribuibile, in prima approssimazione, alle variazioni del debito e del relativo onere medio (1). L'andamento di quest'ultimo riflette a sua volta: a) l'evoluzione dei tassi all'emissione, con il ritardo dovuto alla presenza di titoli a tasso fisso con durata pluriennale e ai meccanismi di adeguamento ai tassi a breve termine delle cedole sui titoli indicizzati; b) le modifiche della composizione del debito per scadenza e per tipologia di titoli, in presenza di rendimenti differenziati e di diverse procedure di contabilizzazione (2).

Riguardo alla relazione fra tassi all'emissione e costo medio del debito, si può valutare che, data l'attuale composizione di quest'ultimo, una modifica dei tassi lordi all'emissione di 1 punto percentuale determini nei primi dodici mesi una variazione dell'onere medio di quasi 3 decimi di punto. L'effetto si raddoppia nel secondo anno, per tendere gradualmente all'unità in quelli successivi.

Sulla dinamica della spesa per interessi del triennio 1990-92 hanno influito sia la crescita del debito, pari in media al 13 per cento, sia l'elevarsi dell'onere medio, conseguente al progressivo rialzo dei tassi all'emissione, che si registra a partire dal 1988. Gli oneri sul debito sono in conseguenza aumentati ogni anno, in media, del 17 per cento, un tasso di circa 9 punti più elevato di quello registrato dal prodotto interno lordo nominale.

Nel 1993, in base ai dati di preconsuntivo, la spesa per interessi è aumentata del 7,4 per cento, raggiungendo

**Determinanti della spesa per interessi**  
(grafico superiore: incidenza percentuale sul PIL;  
grafico inferiore: valori percentuali)



(1) Nuova definizione del settore statale, dati disponibili dal 1989. - (2) Elaborazioni sulla base delle previsioni Isco per il 1994 e di autonome stime per la spesa per interessi, nell'ipotesi di costanza dei tassi all'emissione sui livelli di fine 1993.

della dinamica delle prestazioni sociali è derivato altresì dalle misure relative al settore sanitario, attuate con la manovra di bilancio per il 1993, che hanno fortemente inciso sulla spesa per l'assistenza farmaceutica.

La spesa per interessi è cresciuta del 7,4 per cento, contro il 18,1 per cento dello scorso anno (cfr. il riquadro: *La spesa pubblica per interessi*). L'effetto espansivo esercitato dalla crescita del debito è stato com-

pensato dal favorevole andamento dei tassi di interesse (in media annua, i tassi lordi all'emissione sui BOT sono diminuiti dal 14,4 per cento del 1992 al 10,6 per cento del 1993) e dal minore ricorso ai BOT.

Le spese per consumi intermedi, costituite dagli acquisti di beni e servizi impiegati dall'operatore pubblico nel processo produttivo, sono risultate pari a 77.200 miliardi, con un aumento del 4,5 per cento

i 184.500 miliardi; il rallentamento della dinamica ha riflesso la riduzione, dall'11,2 (3) al 10,7 per cento, dell'onere medio sul debito. L'incidenza della spesa sul PIL è ulteriormente cresciuta, dall'11,4 all'11,8 per cento. La spesa relativa al settore statale, nella definizione tradizionale, che comprende le Ferrovie, i Monopoli e i Telefoni, dovrebbe essere ammontata a circa 185.500 miliardi, contro una previsione di 200.000 formulata nella Relazione previsionale e programmatica per il 1993. Quest'ultima era stata redatta nel settembre dell'anno precedente in una situazione caratterizzata da elevati rendimenti su mercati finanziari in forte tensione.

L'onere medio sul debito nel 1993 è stato influenzato, in senso espansivo, dai residui effetti degli elevati tassi all'emissione dei primi nove mesi del 1992; in senso riduttivo, dal forte calo dei rendimenti avviatosi a partire dal quarto trimestre di quell'anno e proseguito nel 1993. Per i tassi a breve termine, la flessione dei rendimenti lordi in asta nel corso del 1993 è stata di 4,6 punti percentuali (dal 12,9 all'8,3 per cento); riduzioni analoghe hanno riguardato i titoli a medio e a lungo termine. La spesa contabilizzata nell'anno è stata inoltre contenuta dal limitato ricorso al finanziamento con BOT (la cui incidenza sul debito complessivo a fine anno è diminuita dal 23,8 per cento del 1992 al 21,8 del 1993). Questo effetto è stato parzialmente compensato dalla crescita, nel secondo semestre del 1993, della quota di BOT annuali sul totale delle emissioni lorde per le tre scadenze, che ha accresciuto la spesa di competenza del 1994 anticipata al 1993.

Nel 1994, la flessione dei rendimenti di mercato registrata dalla fine del 1992 accrescerà i suoi effetti, estendendosi progressivamente alle diverse componenti del debito; in particolare, si ridurranno le cedole semestrali e annuali sui CCT. Nell'ipotesi di costanza dei tassi all'emissione sui livelli registrati alla fine del 1993 e di sostanziale invarianza nella composizione del debito, l'onere medio si ridurrebbe di quasi 2 punti percentuali (dal 10,7 al 9 per cento). Ciò consentirebbe di ridimensionare, per la prima volta dal 1987, l'incidenza della spesa per interessi sul PIL. Si realizzerebbe, per il settore statale, un risparmio di spesa di circa 10.000 miliardi rispetto alle previsioni della Relazione previsionale e programmatica del settembre 1993. Queste ultime stimavano prudenzialmente al 9,5 per cento il tasso lordo sui BOT annuali alla fine del 1993 (risultato pari all'8,5 per cento) e scontavano una riduzione di 1 punto dei tassi d'interesse nel corso del 1994.

(1) L'onere medio è calcolato come rapporto tra la spesa contabilizzata nell'anno e la consistenza media del debito complessivo delle Amministrazioni pubbliche.

(2) Gli interessi sui BOT sono contabilizzati all'emissione, mentre quelli sugli altri titoli di Stato sono registrati al momento del pagamento delle cedole. Ciò implica che, a parità di ogni altra circostanza, un aumento della quota di fabbisogno finanziata con BOT determina un incremento della spesa contabilizzata nell'anno; una diminuzione della medesima quota determina un effetto di segno opposto.

(3) Se si escludono la porzione di debito detenuta dalla Banca d'Italia e i relativi oneri, notevolmente inferiori a quelli di mercato, nel 1992 il costo medio risulta di quasi 1 punto superiore (12,1 per cento).

(contro il 6,1 nell'anno precedente). Il tasso di crescita è stato contenuto soprattutto dalla rideterminazione degli stanziamenti, stabilita con la legge finanziaria per il 1993.

Le spese per investimenti diretti (opere pubbliche, attrezzature e macchinari) già diminuite del 3,7 per cento nel corso del 1992, hanno registrato un'ulteriore e più consistente caduta nello scorso anno (quasi 3.500 miliardi in meno rispetto al 1992, pari al 7,4 per

cento delle erogazioni). Questa è stata solo parzialmente compensata dall'aumento dei contributi agli investimenti (cresciuti del 4,6 per cento). Sull'andamento delle erogazioni ha influito, oltre al clima di incertezza legato alle note vicende giudiziarie, l'orientamento restrittivo delle manovre di bilancio degli ultimi anni, che hanno riguardato gli stanziamenti per investimenti e i mutui concedibili dalla Cassa DD. PP. per gli investimenti degli enti locali.

## I mercati monetari e finanziari

### La politica monetaria

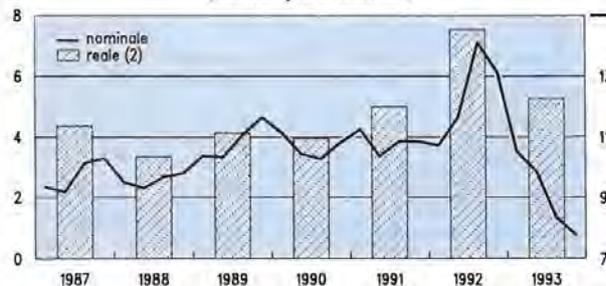
In una recessione che si profilava come particolarmente acuta, nel 1993 l'azione monetaria ha mirato a cogliere i margini disponibili per una discesa dei tassi d'interesse che non fosse di pregiudizio a un ulteriore rallentamento dell'inflazione e al mantenimento di condizioni ordinate sui mercati finanziari e valutari. Su sequenza e tempi di tale azione hanno influito i progressi registrati nel contenimento dell'inflazione, l'andamento dei rendimenti sul mercato, la politica monetaria nei principali paesi industrializzati.

mercati internazionali (fig. 18). Il differenziale d'interesse a lungo termine al lordo d'imposta nei confronti della Germania è diminuito di 3,3 punti percentuali (fig. 19).

Il credito all'economia ha fatto registrare un marcato rallentamento, prevalentemente dovuto all'attenuarsi della domanda. La crescita della moneta M2 è stata di poco superiore all'obiettivo. Il grado di liquidità dell'aggregato si è tuttavia ridotto per effetto degli ampi collocamenti di certificati di deposito bancari con scadenza oltre i 18 mesi. Le attività liquide non incluse in M2 sono diminuite.

Fig. 18

Tasso di interesse nominale e reale sui BOT a sei mesi (1)  
(valori percentuali)

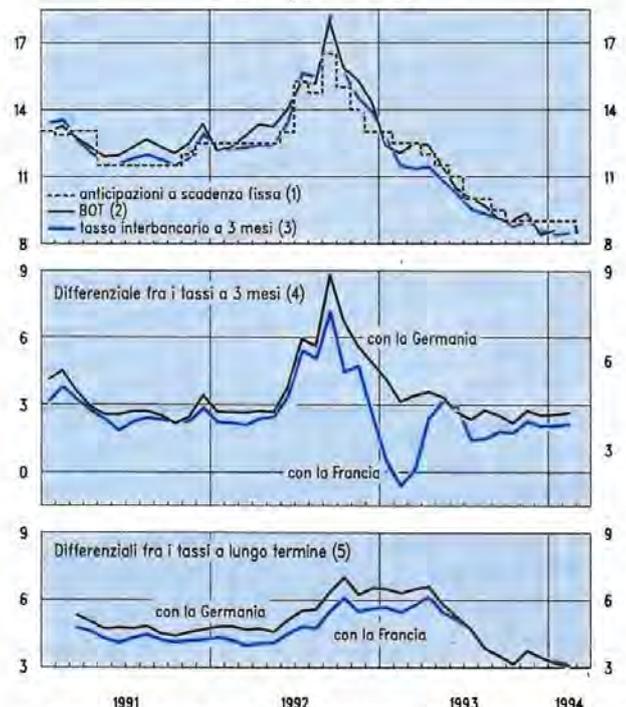


(1) Al netto della ritenuta fiscale. Dati medi trimestrali per il tasso nominale e annuali per quello reale. - (2) Medie annue dei tassi di rendimento d'inizio mese deflazionati con la variazione effettiva in ragione d'anno dei prezzi al consumo nei sei mesi successivi al periodo di rilevazione del tasso. I prezzi al consumo sono stimati, per il quarto trimestre del 1993, con riferimento all'indice del costo della vita; per i due trimestri successivi si utilizzano previsioni.

Il tasso di sconto è stato ridotto progressivamente, tra la fine del 1992 e febbraio del 1994, dal 12 al 7,5 per cento. Nello stesso periodo, il rendimento netto all'emissione sui buoni ordinari del Tesoro è sceso dal 12,1 al 7,5 per cento, mentre quello sui buoni poliennali con scadenza compresa tra i nove e i dieci anni è sceso dall'11,8 al 7,6 per cento. I rendimenti reali sono diminuiti, nella media dell'anno, di circa 3 punti, ritornando sui livelli del 1991, in linea, tenuto conto dei premi al rischio, con quelli tuttora prevalenti sui

Fig. 19

Tassi di interesse a breve termine e differenziali di rendimento con la Francia e la Germania  
(valori percentuali)



(1) Media ponderata dei tassi effettivi fino ad aprile 1991; successivamente dato di fine periodo. - (2) Media ponderata dei rendimenti composti, al lordo di imposta. - (3) Media ponderata delle quotazioni denaro-lettera. - (4) Differenziali tra i tassi interbancari. - (5) Differenziali tra il rendimento medio lordo sul mercato telematico dei BTP con vita residua compresa tra i nove e i dieci anni e i rendimenti dei corrispondenti titoli francesi e tedeschi.

Dopo la fase di rapida discesa dei tassi della prima parte dell'anno (cfr. *Bollettino Economico*, n. 21, ottobre 1993), dall'estate rinnovate tensioni sui mercati valutari europei, che hanno determinato nel mese di luglio, su dati medi, un deprezzamento di oltre 1 punto percentuale della lira nei confronti delle altre monete dell'Unione europea, hanno spinto a dare un indirizzo più restrittivo alla gestione della liquidità: il tasso sulle operazioni pronti contro termine e quello *overnight* si sono attestati nei mesi estivi al di sopra del tasso di sconto per valori pari in media a 50 e a 80 centesimi di punto. In presenza di una flessione dell'attività produttiva e di attese di ulteriore rallentamento dell'inflazione, i rendimenti a medio e a lungo termine sono diminuiti. La riduzione di 1 punto del tasso di sconto – attuata in due fasi, il 10 settembre e il 22 ottobre – si è accompagnata ad analoghe misure assunte da altre banche centrali europee. Per effetto di tale riduzione, il tasso di sconto ha raggiunto il livello più basso dal 1976.

Nell'ultima settimana di ottobre i mercati finanziari e valutari hanno dato segnali di tensione, connessi con l'approssimarsi delle elezioni amministrative. I rendimenti dei titoli di Stato a medio e a lungo termine, in diminuzione da aprile, e i tassi all'emissione dei BOT sono temporaneamente risaliti. Il cambio della lira si è indebolito, facendo registrare nel corso del mese di novembre un cedimento del 3,4 per cento rispetto alle valute comunitarie. Il tasso sulle operazioni pronti contro termine in titoli della Banca d'Italia si è collocato in questa fase appena al di sotto del costo delle anticipazioni a scadenza fissa (9 per cento), mentre i tassi interbancari hanno in più occasioni superato anche questo livello.

All'inizio di dicembre, determinatosi sui mercati un clima più disteso, i rendimenti sulle operazioni pronti contro termine sono ridiscesi verso il centro della banda tracciata dai tassi ufficiali, all'8,5 per cento. Anche per il diffondersi di attese di un nuovo ribasso dei tassi ufficiali in altri paesi europei, è ripreso il movimento discendente dei rendimenti dei titoli a medio e a lungo termine, con intensità tale da riassorbire rapidamente il precedente rialzo. A fine dicembre, il rendimento netto dei BTP decennali sul mercato secondario era pari al 7,6 per cento, circa 1 punto in meno rispetto al mese precedente.

In gennaio le condizioni monetarie sono rimaste stabili (cfr. il riquadro: *Gli interventi della Banca d'Italia sul mercato monetario*). Il differenziale d'interesse a lungo termine con la Germania e la Francia è leggermente diminuito, in seguito al rialzo dei rendimenti esteri, attestandosi, rispettivamente, a 3,2 e 3,3 punti percentuali. Il cambio della lira, pur mantenendo una pronunciata variabilità, si è apprezzato nell'arco del mese dello 0,7 per cento nei confronti delle altre valute comunitarie. Il 17 febbraio il tasso di sconto è stato ulteriormente ridotto, dall'8 al 7,5 per cento, tenendo conto dell'andamento moderato dell'inflazione, della perdurante debolezza dell'attività produttiva, dell'orientamento prevalente dei tassi d'interesse in Europa rispetto al movimento al rialzo in atto negli Stati Uniti.

Tav. 16

**Base monetaria e moneta**  
(variazioni percentuali) (1)

VOCI	1992 Dic.	1993 (2) Dic.
Riserve bancarie (3) .....	4,2	9,0
Base monetaria (3) .....	7,1	7,2
Depositi bancari .....	4,3	9,1
Moneta (M2) .....	5,9	7,8

(1) Calcolate rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. I dati delle riserve bancarie e della base monetaria sono calcolati come medie di dati giornalieri nel periodo di mantenimento della riserva obbligatoria (15 del mese - 14 del mese successivo). I dati dei depositi e della moneta sono calcolati come medie nel trimestre che termina nel periodo indicato. - (2) Dati provvisori. - (3) Dati aggiustati per la variazione del coefficiente medio di riserva obbligatoria.

Nel corso del 1993 la base monetaria, corretta per gli effetti della significativa riduzione, dal 19 al 14 per cento circa, del coefficiente medio della riserva obbligatoria, è cresciuta di 15.600 miliardi, pari al 7,2 per cento, valore analogo a quello del 1992 (tav. 16). I dati non corretti evidenziano invece una flessione di 19.400 miliardi, per effetto del provvedimento di riduzione dei coefficienti di riserva obbligatoria del febbraio dell'anno scorso. All'evoluzione contenuta del circolante (4,2 per cento), che ha risentito della contrazione dei consumi e del venir meno delle circostanze eccezionali che ne avevano sospinto la crescita alla fine del 1992, ha fatto riscontro un andamento più dinamico delle riserve bancarie, aumentate del 9,0 per cento, contro il 4,2 del 1992. Dal lato della creazione, il canale estero ha immesso base monetaria per 2.400 miliardi, contro una distruzione di circa 33.000

### Gli interventi della Banca d'Italia sul mercato monetario

Dalla seconda settimana di ottobre la Banca d'Italia ha reso più restrittive le condizioni monetarie, in risposta alla debolezza della lira sui mercati valutari. Sul finire del periodo di mantenimento della riserva obbligatoria, il costo delle operazioni pronti contro termine in titoli e il tasso overnight si sono collocati al 9,6 e al 9,5 per cento rispettivamente, in linea con il costo delle anticipazioni a scadenza fissa (9,5 per cento; fig. 1). È seguita una fase di rafforzamento della lira; il 21 ottobre la Banca d'Italia, simultaneamente a misure analoghe adottate dalle principali banche centrali, ha ridotto di mezzo punto, all'8 per cento, il tasso ufficiale di sconto.

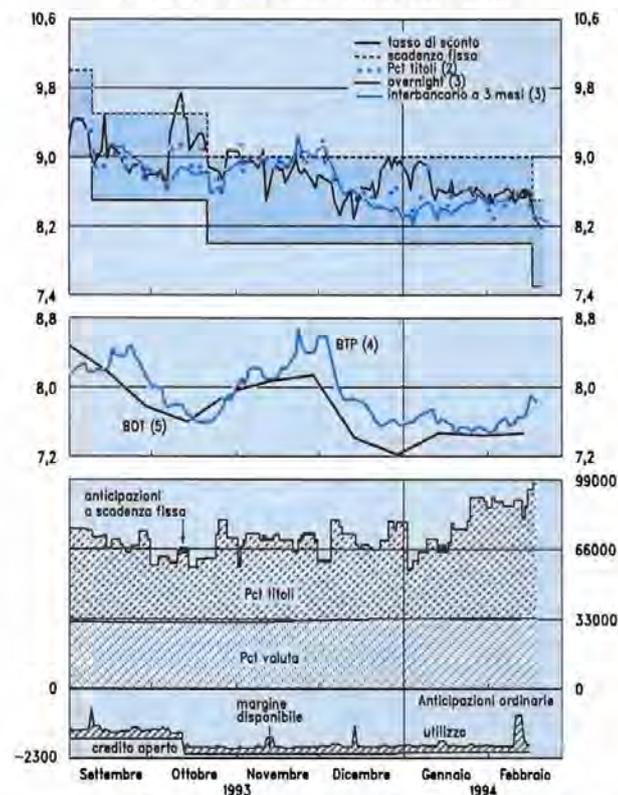
Tra l'ultima decade di ottobre e l'inizio di dicembre la lira si è nuovamente indebolita; sul mercato secondario dei titoli di Stato, i tassi d'interesse a medio e a lungo termine hanno invertito la fase discendente. La Banca d'Italia ha regolato l'offerta di operazioni pronti contro termine in modo da mantenere i tassi su queste operazioni in prossimità del limite superiore del corridoio delimitato dai tassi ufficiali. Alla fine di novembre, le tensioni valutarie si sono acuite; il razionamento delle anticipazioni a scadenza fissa ha portato i tassi interbancari e quelli d'aggiudicazione alle aste pronti contro termine al di sopra del 9 per cento. Le anticipazioni a scadenza fissa in essere alla fine di novembre sono state pari a poco meno di 1.000 miliardi. Il mutamento delle aspettative del mercato si è riflesso, in questa fase, nella struttura per scadenza dei rendimenti interbancari: alla fine di novembre, il tasso trimestrale è stato pari al 9,1 per cento, segnando un aumento di tre decimi rispetto alla fine della seconda decade di ottobre; nello stesso arco di tempo, il rendimento overnight si è invece ridotto di circa sei decimi, all'8,7 per cento. Per effetto anche del calo dei tassi d'interesse a breve termine in Germania, il differenziale a tre mesi rispetto al marco tedesco si è ampliato di quasi 7 decimi, a 2,9 punti percentuali (fig. 2). Le tensioni sul mercato monetario si sono estese ai segmenti più lunghi della struttura dei rendimenti, dove il tasso lordo sul mercato secondario

dei BTP decennali, pari al 9,0 per cento alla fine della seconda decade di ottobre, è aumentato fino al 10,0 nei primi giorni di dicembre.

Nelle aste dei BOT, i rendimenti di aggiudicazione hanno continuato a mostrare una netta inclinazione

Fig. 1

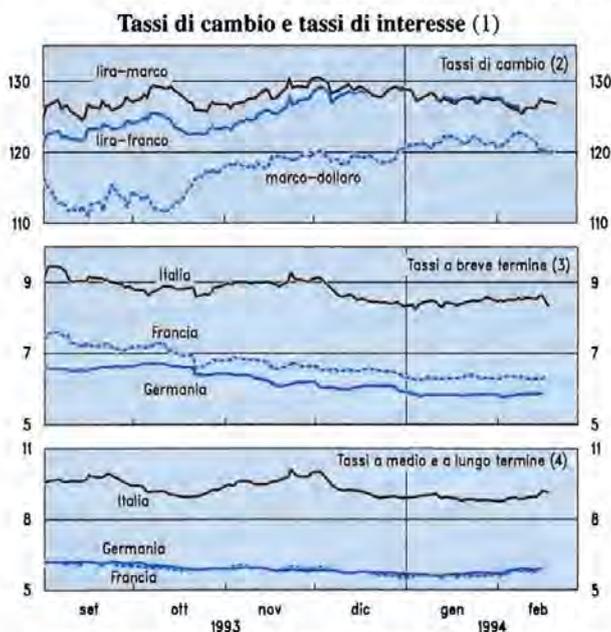
Tassi d'interesse ufficiali, rendimenti del mercato monetario e dei BTP a lunga scadenza, finanziamenti della Banca d'Italia (1)



(1) Dati giornalieri. Per i tassi di interesse valori percentuali; consistenze in miliardi di lire per le altre variabili. - (2) Tasso marginale di aggiudicazione. - (3) Media ponderata delle quotazioni denaro-lettera. - (4) Rendimento netto sul mercato secondario del BTP con vita residua compresa tra i nove e i dieci anni. - (5) Media dei tassi composti netti di aggiudicazione alle aste sulle tre scadenze.

positiva, riflettendo una politica di offerta del Tesoro mirante ad aumentare la scadenza media dei Buoni in circolazione.

Fig. 2



(1) Dati giornalieri. - (2) Per i tassi di cambio: numeri indice con base 11.9.1992=100. - (3) Rendimenti interbancari a tre mesi (valori percentuali). - (4) Rendimento medio lordo sul mercato telematico dei BTP con vita residua compresa tra i nove e i dieci anni e rendimenti dei corrispondenti titoli francesi e tedeschi (valori percentuali).

Nel bimestre ottobre-novembre il Tesoro ha prelevato fondi dal conto corrente di tesoreria per 16.000 miliardi. La Banca d'Italia ne ha compensato l'effetto sulla liquidità bancaria rinnovando solo parzialmente le operazioni di finanziamento in scadenza; interrompendo la tendenza all'aumento, in atto da aprile, l'indebitamento temporaneo in titoli del sistema bancario nei confronti dell'Istituto è sceso, nel bimestre, di circa 2.000 miliardi, collocandosi a fine novembre poco sopra i 37.000 miliardi.

Dall'inizio di dicembre la Banca d'Italia ha consentito che si instaurassero condizioni monetarie più distese; l'attenuarsi delle tensioni è stato favorito dalla ripresa della quotazione della lira sul mercato dei cambi. Regolando l'offerta di finanziamenti alle aste pronti contro termine in titoli, l'Istituto ne ha riportato il tasso verso il punto centrale del corridoio delimitato dai tassi ufficiali (8-9 per cento); alla fine di dicembre il rendimento interbancario a tre mesi è stato pari all'8,3 per cento. Sul mercato secondario dei titoli di Stato, la flessione dei tassi è stata più forte; il rendimento lordo del titolo decennale si è portato, in chiusura d'anno, all'8,9 per cento, poco al di sotto del livello della prima metà di ottobre.

Nonostante un fabbisogno di cassa contenuto, in gennaio il Tesoro ha fatto ricorso in misura ingente alle emissioni di titoli, concentrate nei comparti a medio e a lungo termine, per realizzare un accumulo di fondi sul nuovo conto di tesoreria (cfr. il riquadro: Le riforme del conto corrente di tesoreria e della riserva obbligatoria); il saldo su tale conto alla fine di gennaio è salito a 48.400 miliardi, dall'importo iniziale di 30.700 miliardi. Per compensare l'assorbimento di riserve che ne è seguito, la Banca d'Italia ha finanziato in via temporanea il sistema; l'indebitamento in titoli delle banche si è portato alla fine di gennaio a 55.000 miliardi.

All'inizio di febbraio, l'aumento di un quarto di punto del tasso sui federal funds negli Stati Uniti ha determinato un rialzo dei rendimenti a lungo termine sui mercati europei. La flessione di mezzo punto percentuale dei tassi ufficiali della Banca d'Italia, disposta il 17 febbraio in concomitanza con l'analoga riduzione da parte della Bundesbank, si è riflessa solo parzialmente sui tassi di mercato. Nei giorni successivi, i tassi interbancari sono scesi di 3 decimi; in linea con quanto avvenuto nei principali mercati europei, i rendimenti dei titoli hanno manifestato un leggero rialzo.

nel 1992 (tav. 17). In linea con la tendenza in atto dal 1990, anche nello scorso anno l'effetto sulla base monetaria del canale del Tesoro è stato negativo, per circa 4.000 miliardi. Il Tesoro, inoltre, per la prima volta da oltre un decennio, ha versato fondi sul conto corrente (4.600 miliardi).

Tav. 17

**Base monetaria**  
(variazioni in miliardi di lire) (1)

VOCI	1992		1993 (2)	
	Ott.-dic.	Anno	Ott.-dic.	Anno
<b>Creazione</b>				
Estero .....	26.402	-32.591	-2.725	2.420
di cui: p.c.t. in valuta .....	29.249	29.249	-	-2.055
Tesoro .....	-6.092	-2.696	10.273	-3.845
Fabbisogno ..	52.960	162.844	51.912	159.942
(al netto regolazione debiti progressi) ..	52.960	162.813	45.229	150.374
Titoli sul mercato .....	-41.024	-147.515	-28.672	-137.629
Raccolta postale e debiti esteri (3) ...	-18.028	-18.025	-12.967	-26.158
Mercato aperto ..	5.477	42.781	543	-12.372
Rifinanziamento delle aziende di credito .....	-17.187	108	599	-6.390
Altri settori .....	3.507	858	2.466	744
<b>Totale ...</b>	<b>12.107</b>	<b>8.460</b>	<b>11.156</b>	<b>-19.443</b>
<b>Utilizzo</b>				
Circolante .....	7.181	9.263	6.439	4.147
Riserve bancarie	4.926	-803	4.717	-23.590
Depositi presso B.I. ....	3.382	113	3.628	-23.594
per memoria:				
Riserva obbligatoria .....	4.863	1.012	5.729	-24.131
Altre voci (4) ..	1.545	-915	1.089	4

(1) Calcolate sulla base di dati di fine periodo; l'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta all'arrotondamento. - (2) Dati provvisori. - (3) Incluse le altre voci minori (principalmente prestiti e mutui bancari). - (4) Cassa contante e margine disponibile sulle anticipazioni ordinarie.

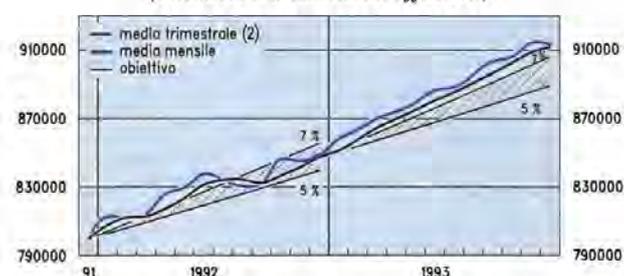
Non tenendo conto dei titoli collocati nel portafoglio della Banca d'Italia per la costituzione del conto transitorio di disponibilità del Tesoro (cfr. il riquadro: *Le riforme del conto corrente di tesoreria e della riserva obbligatoria*), la Banca centrale ha ridotto i pro-

pri interventi sul mercato primario dei titoli di Stato a 2.100 miliardi, dagli 8.000 del 1992.

I comportamenti di offerta degli intermediari creditizi e i mutamenti intervenuti nella composizione del portafoglio finanziario delle famiglie hanno fatto sì che il tasso di espansione della moneta M2 si mantenesse per tutto il 1993 lievemente al di sopra della fascia obiettivo (pari al 5-7 per cento; fig. 20). A fine anno lo sconfinamento si è commisurato a 0,8 punti percentuali. La crescita della moneta è stata sospinta per gran parte dell'anno dalle componenti meno liquide, in particolare i certificati di deposito bancari con scadenza superiore ai diciotto mesi, come si evince anche dal profilo di crescita sensibilmente più basso di un indice monetario ponderato per il grado di liquidità dei singoli strumenti (fig. 21). Le attività liquide non incluse in M2 (soprattutto BOT e raccolta bancaria con operazioni pronti contro termine), inoltre, hanno registrato una flessione di circa 19.000 miliardi, mentre si erano accresciute di 108.900 miliardi nel 1992; vi hanno concorso il calo dei rendimenti di mercato, le politiche di raccolta seguite dalle banche, l'introduzione, a fine 1992, della nuova disciplina fiscale sui pronti contro termine.

Fig. 20

**Moneta M2 (1)**  
(obiettivi e andamento effettivo)



(1) Dati destagionalizzati espressi in miliardi di lire. - (2) Medie nel trimestre che termina con il mese di riferimento.

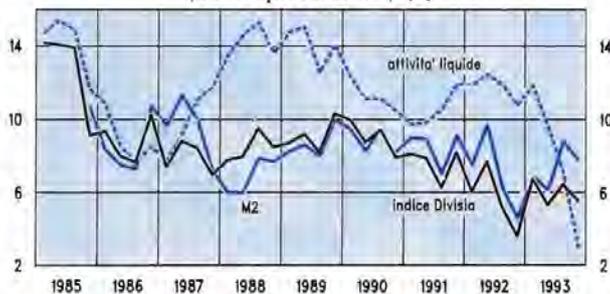
Complessivamente, la quota delle attività liquide sul totale del portafoglio sull'interno ha raggiunto a fine anno il minimo storico del 66 per cento.

Nel 1993, gli investimenti dei residenti in titoli di Stato a medio e a lungo termine sono fortemente aumentati, ragguagliandosi, al netto degli acquisti pronti contro termine, a 62.500 miliardi, rispetto a una diminuzione di 6.400 nel 1992. Complessivamente, le

attività finanziarie dei residenti sono cresciute del 7,7 per cento su base annua e al netto della stagionalità, 2 decimi in meno che nel 1992 (tav. 18). Al loro interno il portafoglio di titoli esteri è aumentato di soli 2.600 miliardi, mentre si era accresciuto di 21.300 miliardi nel 1992.

Fig. 21

**Moneta M2, attività liquide e indice monetario ponderato**  
(valori percentuali) (1)



(1) Tassi di crescita sui dodici mesi, calcolati su dati medi per M2 e per l'indice Divisia, e su dati di fine periodo per le attività liquide. L'indice Divisia pondera ciascuna componente delle attività liquide in misura inversa al suo rendimento di mercato.

Nel settore privato, riguardo al quale sono disponibili informazioni fino a settembre, si rileva una ripresa degli investimenti finanziari delle imprese, pari a 13.900 miliardi, a fronte di una flessione per 3.400 miliardi nello stesso periodo dell'anno precedente (tav. 19). L'ampliamento del portafoglio è stato determinato in larga misura dalla componente estera, e in particolare dai crediti commerciali, sostenuti dal buon andamento delle esportazioni. Vi hanno contribuito anche le azioni e, limitatamente al secondo trimestre, i depositi bancari. Nei primi nove mesi, le attività finanziarie delle famiglie sono cresciute di 120.400 miliardi, a fronte dei 92.000 miliardi dello stesso periodo del 1992. In seguito al rialzo della Borsa e al calo dei rendimenti sui titoli, nella seconda parte dell'anno i fondi comuni sono tornati ad attrarre quote rilevanti del risparmio delle famiglie italiane.

Risentendo della flessione congiunturale, gli aggregati creditizi hanno registrato un forte rallentamento, in presenza di una flessione di circa 5 punti del tasso attivo medio bancario. Nel 1993, i finanziamenti al settore non statale sono cresciuti dell'1,0 per cento, contro il 7,4 dell'anno precedente. Particolarmente accentuato è stato il rallentamento del credito alle

imprese, cresciuto nei primi nove mesi dell'anno di 1.200 miliardi, contro i 30.000 dello stesso periodo dell'anno precedente. Il fabbisogno del settore statale è stato pari a 159.900 miliardi (a fronte di 162.800 miliardi nel 1992).

Il credito totale è così cresciuto nell'anno del 6,2 per cento, a fronte del 9,7 dello stesso periodo dell'anno precedente.

Tav. 18

**Flussi finanziari**  
(variazioni percentuali nell'anno) (1)

VOCI	1991 Dic.	1992 Dic.	1993 Dic.
<b>Credito totale</b> .....	<b>12,7</b>	<b>9,7</b>	<b>6,2</b>
di cui: Finanziamenti al settore non statale .....	14,0	7,4	1,0
Aziende di credito	15,0	8,2	-1,7
ICS .....	12,7	6,5	7,5
Obbligazioni ....	7,1	-14,8	-7,2
Estero .....	14,4	10,3	1,0
Finanziamenti al settore statale .....	11,8	11,2	9,6
Estero .....	11,3	0,3	19,1
<b>Attività finanziarie (2)</b> .....	<b>12,3</b>	<b>7,9</b>	<b>7,7</b>
di cui: Attività sull'interno ...	10,9	7,3	8,0

(1) Calcolate rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente; dati di fine periodo. - (2) Attività finanziarie del settore non statale, al netto delle azioni.

### L'attività degli intermediari creditizi

Il protrarsi della recessione e le ampie emissioni azionarie hanno compresso la domanda di credito delle imprese. In presenza di un aumento delle partite in sofferenza, in prevalenza di origine ciclica, il sistema bancario ha tenuto comportamenti improntati a cautela: nella concessione del credito, che è stato contenuto accrescendo in particolare la quota dei prestiti coperti da maggiori garanzie; nella realizzazione dei guadagni in conto capitale resi possibili dalla discesa dei rendimenti dei titoli di Stato; nel rafforzamento delle scorte di liquidità; nella riduzione dell'indebitamento netto verso l'estero.

Tav. 19

**Attività e passività finanziarie**  
(flussi e consistenze in miliardi di lire)

VOCI	Famiglie (1)			Società e quasi-società non finanziarie		
	Consist.	Flussi		Consist.	Flussi	
	Dic. 92	Gen.-sett. 1992	Gen.-sett. 1993	Dic. 92	Gen.-sett. 1992	Gen.-sett. 1993
Biglietti e monete .....	77.483	1.898	-2.033	7.978	191	-221
Depositi a vista .....	331.329	-27.455	-13.017	83.015	-16.733	-7.711
Altri depositi .....	553.788	11.647	24.431	4.228	153	843
Titoli a breve termine .....	351.007	34.103	-8.642	4.500	569	-509
Titoli a medio e a lungo termine .....	500.063	23.102	70.453	50.015	-2.422	-4.002
di cui: <i>di Stato</i> .....	415.336	17.010	45.181	43.789	-2.182	-4.451
Quote di fondi comuni .....	60.663	2.091	17.714	-	-	-
Azioni e partecipazioni .....	539.830	214	10.837	246.266	98	4.807
Attività sull'estero .....	84.825	16.726	-1.990	115.677	10.082	19.773
Altre attività finanziarie (2) .....	255.168	29.793	22.654	17.469	1.689	926
<b>Totale attività</b> .....	<b>2.754.156</b>	<b>92.116</b>	<b>120.405</b>	<b>529.149</b>	<b>-3.372</b>	<b>13.905</b>
Debiti a breve termine .....	116.041	4.474	-1.542	403.681	14.281	-14.729
di cui: <i>aziende di credito</i> (3) .....	111.341	3.907	-1.692	355.010	14.832	-15.300
Debiti a medio e a lungo termine .....	165.991	10.951	6.676	239.217	15.756	15.933
di cui: <i>aziende di credito</i> (3) .....	71.320	4.802	1.952	18.505	1.789	3.336
ICS .....	77.003	6.519	5.097	167.968	12.431	10.421
Azioni e partecipazioni .....	-	-	-	692.414	1.331	18.945
Passività sull'estero .....	-	-	-	190.154	14.130	268
di cui: <i>azioni e partecipazioni</i> .....	-	-	-	44.916	2.341	4.759
Altre passività finanziarie .....	64.175	5.670	7.893	106.003	9.180	15.472
<b>Totale passività</b> .....	<b>350.170</b>	<b>21.614</b>	<b>13.655</b>	<b>1.671.423</b>	<b>52.442</b>	<b>33.303</b>
<b>Saldo</b> .....	<b>2.403.986</b>	<b>70.502</b>	<b>106.750</b>	<b>-1.142.274</b>	<b>-49.070</b>	<b>-19.398</b>

Fonte: Conti finanziari.

(1) Famiglie consumatrici e imprese individuali. - (2) Riserve tecniche, fondi di quiescenza e altre partite minori. - (3) I flussi sono corretti per le variazioni del tasso di cambio e per i consolidamenti.

Nel 1993 gli impieghi bancari hanno registrato una contrazione pari all'1,4 per cento per l'aggregato totale e al 29,3 per cento per la sola componente in valuta. La componente in lire, pur in rallentamento a fine anno rispetto ai ritmi di crescita dell'estate, è cresciuta del 4,8 per cento, valore di poco superiore a quello registrato nel 1992.

L'acuirsi della recessione ha determinato un sensibile aumento delle sofferenze. In dicembre, queste erano pari a 46.300 miliardi, con un incremento, sui dodici mesi, del 23,8 per cento. Il rapporto tra le sofferenze e gli impieghi (calcolati al netto delle sofferenze stesse) si collocava a tale data al 7,2 per cento (con-

tro il 5,9 nel dicembre del 1992); quello tra le sofferenze e il patrimonio, al 29,3 per cento (contro il 25,1 della fine del 1992). L'analisi per settore di attività economica evidenzia che l'aumento è risultato superiore alla media per le imprese non finanziarie, e al loro interno per il settore dei servizi destinabili alla vendita. Anche le partite incagliate, costituite da crediti in temporanea situazione di obiettiva difficoltà, hanno registrato nell'anno un forte aumento, che le ha portate a oltre 28.000 miliardi, quasi il doppio rispetto alla fine del 1992.

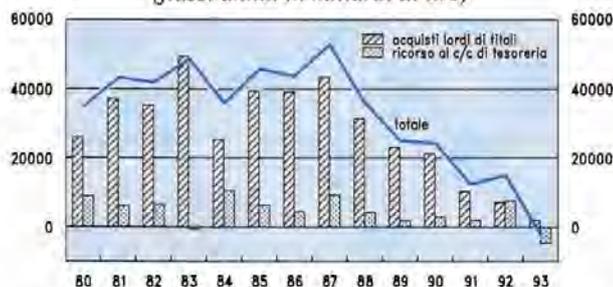
Le banche hanno risposto all'accentuarsi dei rischi tenendo un atteggiamento prudente nella conces-

## Le riforme del conto corrente di tesoreria e della riserva obbligatoria

Lo scorso 26 novembre il Parlamento ha approvato la legge n. 483, che ha abolito il finanziamento automatico in forma monetaria del settore pubblico e attribuito alla Banca centrale la competenza sugli obblighi di riserva delle banche.

La riforma del conto corrente recepisce le disposizioni del Trattato di Maastricht riguardo al finanziamento monetario del Tesoro e fa seguito alla progressiva riduzione del finanziamento della Banca d'Italia perseguita negli ultimi anni (cfr. figura). In particolare, nel 1993 il Tesoro ha versato fondi sul conto corrente di tesoreria per 4.600 miliardi, contro un prelievo di 7.700 nel 1992; nello scorso anno, gli acquisti lordi di titoli di Stato sul mercato primario da parte della Banca centrale sono scesi a 2.000 miliardi, dai 7.200 del 1992.

**Acquisti di titoli di Stato all'emissione di BI-UIC e ricorso al conto corrente di tesoreria (1)**  
(flussi annui in miliardi di lire)



(1) I dati relativi al ricorso al conto corrente di tesoreria nel biennio 1983-84 sono corretti per l'anticipazione straordinaria al Tesoro; gli acquisti di titoli nel 1993 escludono quelli effettuati per la costituzione del conto di disponibilità del Tesoro.

Nel nuovo ordinamento introdotto con la legge 483/93, la Banca d'Italia non può concedere al Tesoro anticipazioni di alcun tipo. Presso la Banca centrale è stato istituito un conto fruttifero del Tesoro (denominato "disponibilità del Tesoro per il servizio di tesoreria"), alimentato inizialmente con i proventi di un'emissione di titoli di Stato, del valore nominale di 31.000 miliardi, sottoscritta dalla Banca d'Italia. Il debito accumulatosi sul precedente conto di tesoreria sarà convertito in titoli di Stato a lunga scadenza, con interesse annuo dell'1 per cento.

La nuova disciplina concilia l'esigenza di fornire flessibilità di cassa al Tesoro con l'obiettivo di evitare un

finanziamento permanente in base monetaria del disavanzo pubblico. La legge non consente saldi debitori sul nuovo conto: l'ipotetica insufficienza di fondi verrebbe scritturata in un conto regolato al tasso ufficiale di sconto e la Banca sospenderebbe automaticamente i pagamenti per conto del Tesoro fino all'estinzione del debito.

Per regolare l'utilizzo da parte del Tesoro dei fondi sul nuovo conto di tesoreria, assicurando così che il saldo attivo si mantenga sempre su livelli di sicurezza, la legge ha previsto alcune "soglie", del cui superamento il Governo è tenuto a rendere conto al Parlamento, ai fini dell'adozione di interventi correttivi. Nel caso in cui il saldo di fine mese si collochi al di sotto di 30.000 miliardi, il Tesoro è tenuto a ricostituire tale importo entro i tre mesi successivi. Se tale saldo risulta inferiore a 15.000 miliardi, il Tesoro, entro il giorno 5 del mese successivo, deve inviare al Parlamento una relazione sulle cause dell'insufficienza di fondi e sulle eventuali misure correttive previste. Qualora, infine, il saldo di fine mese risulti per tre mesi consecutivi inferiore all'importo di 30.000 miliardi, il Ministro del Tesoro, entro il mese successivo, deve esporre al Parlamento le cause dell'insufficienza, indicando gli eventuali provvedimenti correttivi.

L'art. 10 della legge 483/93 attribuisce alla Banca d'Italia la facoltà di modificare la disciplina della riserva obbligatoria, riconoscendo a questa la natura di strumento di politica monetaria. La legge esclude da qualsiasi obbligo di riserva la raccolta effettuata attraverso l'emissione di obbligazioni o certificati di deposito aventi scadenza originaria non inferiore a diciotto mesi. Viene fissato un limite massimo per i coefficienti di riserva, pari al 17,5 per cento. La Banca d'Italia stabilisce gli aggregati da considerare ai fini dell'assolvimento dell'obbligo e la misura delle aliquote da applicare, che possono differire per le varie forme della raccolta bancaria. Alla Banca è demandato anche il compito di fissare le modalità di assolvimento dell'obbligo e di mobilitazione delle somme versate, nonché la penalità per le inadempienze; quest'ultima non può eccedere il tasso sulle anticipazioni a scadenza fissa maggiorato di 10 punti percentuali. La Banca d'Italia stabilisce anche la remunerazione dei depositi obbligatori che, pur potendo differire tra le diverse tipologie di raccolta, deve commisurarsi al livello medio dei tassi passivi bancari, non potendo eccedere il tasso ufficiale di sconto.

sione del credito, anche nei confronti di raggruppamenti che avevano vantato in passato un merito di credito elevato, e favorendo la ristrutturazione del credito verso forme tecniche maggiormente coperte da garanzie. La crescita dei rapporti di utilizzo, generalizzata fino a settembre, è stata particolarmente accentuata per le imprese finanziarie di partecipazione e, segnatamente, per quelle pubbliche (tav. 20). Mentre gli impieghi in lire in conto corrente segnavano in

dicembre una contrazione dello 0,5 per cento sui dodici mesi, i prestiti oltre il breve termine, generalmente assistiti da maggiori garanzie, registravano un aumento dell'11,7 per cento. Inoltre, la quota di impieghi interamente coperti da garanzia è passata nei dodici mesi terminanti a dicembre dal 33,0 al 35,4 per cento. Al contempo, il grado di copertura degli impieghi solo parzialmente garantiti si è accresciuto dal 68 al 73 per cento circa.

Tav. 20

## Impieghi per settori di attività economica (1)

PERIODO	Amm. pubblica	Imprese finanziarie			Imprese non finanziarie		Famiglie		Totale clientela ordinaria residente	
		di cui: finanziarie di partecipazione		Private	Pubbliche	Private	Pubbliche	Consumatrici		Produttrici
		Private	Pubbliche							
<i>Variazioni percentuali a 12 mesi dell'accordato (2)</i>										
1992 - Giugno .....	10,3	11,4	9,1	-2,8	11,4	-11,9	28,5	10,1	10,6	
1992 - Dicembre ....	7,2	1,8	-6,4	-15,9	0,9	-13,0	11,0	3,5	1,1	
1993 - Giugno .....	5,7	-5,1	-18,2	2,7	-1,7	4,4	10,5	0,9	-2,4	
1993 - Settembre ...	6,9	-3,7	-18,9	18,1	-0,8	-2,7	12,6	1,5	-1,3	
<i>Variazioni percentuali a 12 mesi dell'utilizzato (2)</i>										
1992 - Giugno .....	28,2	27,0	18,0	15,2	16,0	11,7	33,5	12,5	18,4	
1992 - Dicembre ....	17,4	6,0	2,7	21,0	10,2	10,1	16,4	8,8	9,3	
1993 - Giugno .....	-2,0	1,4	-7,1	54,3	3,1	22,2	12,1	3,8	3,6	
1993 - Settembre ...	-22,5	1,6	-6,8	55,9	0,3	-5,6	15,8	3,1	0,6	
<i>Rapporto utilizzato/accordato (3)</i>										
1992 - Giugno .....	58,3	54,6	52,4	47,5	55,9	43,2	75,9	67,8	57,4	
1992 - Dicembre ....	60,6	57,3	56,9	70,0	59,0	54,4	77,3	68,9	60,3	
1993 - Giugno .....	54,1	57,9	59,0	71,1	58,7	50,7	77,2	69,8	61,0	
1993 - Settembre ...	45,5	57,0	60,9	62,4	57,9	49,2	79,1	68,5	60,1	
<i>Tassi d'interesse sugli impieghi in lire</i>										
1992 .....	14,3	14,5	14,5	14,9	16,1	14,9	17,7	17,7	16,0	
1992 - I semestre ..	12,9	12,9	13,0	12,9	14,5	13,2	16,3	16,3	14,4	
1992 - II semestre ..	15,5	16,0	16,3	16,5	17,5	16,3	18,9	19,1	17,4	
1993 - I semestre ..	13,2	13,3	13,7	13,6	15,2	13,8	17,0	16,9	15,1	
1993 - III trimestre ..	11,3	11,5	12,0	12,1	13,4	11,8	15,3	15,1	13,2	
<i>Composizione percentuale al 30 settembre 1993</i>										
Credito accordato ....	3,8	18,6	4,1	3,3	57,0	3,7	3,9	12,3	100,0	
Credito utilizzato .....	2,9	18,3	4,3	3,5	56,0	3,1	5,1	14	100,0	

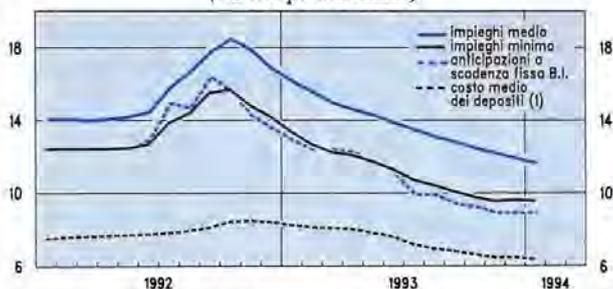
Fonte: Centrale dei rischi.

(1) Impieghi a clientela ordinaria residente. Il totale (ultima colonna) comprende anche gli impieghi al settore "Istituzioni sociali private". Il credito utilizzato è al netto delle sofferenze. - (2) La componente in valuta del credito accordato e utilizzato è al netto delle variazioni del tasso di cambio. - (3) La componente in divisa estera è valutata ai cambi della fine del 1989.

Il tasso medio sugli impieghi si è complessivamente ridotto nel corso del 1993 di 4,9 punti; esso è ora inferiore di oltre 2 punti al livello osservato prima della fase di rialzo dei tassi della metà del 1992 (fig. 22). La dispersione tra banche dei tassi attivi medi è aumentata, anche per effetto della diversa incidenza delle sofferenze. Le condizioni praticate alla migliore clientela appaiono invece più omogenee: per il tasso minimo si è infatti significativamente ridotta la dispersione.

Fig. 22

**Tasso sulle anticipazioni a scadenza fissa e tassi bancari (1)**  
(valori percentuali)



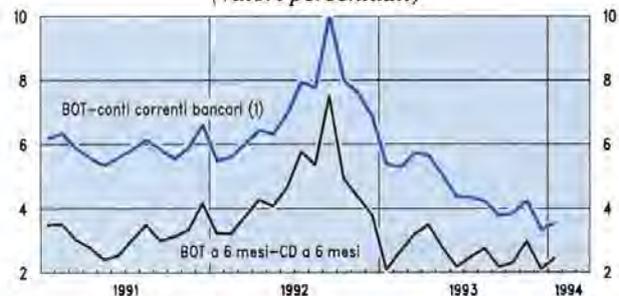
(1) Il costo medio dei depositi è ottenuto come media ponderata dei costi delle singole componenti della raccolta bancaria (conti correnti, depositi a risparmio liberi, CD).

La politica della raccolta è stata volta a rafforzare le scorte di liquidità, che negli anni precedenti avevano risentito del forte divario nei ritmi di crescita di impieghi e depositi. In un periodo di forte riduzione dei rendimenti, il tasso medio sulla raccolta si è ridotto di soli 2 punti; il differenziale, al netto della fiscalità, tra il rendimento dei BOT e il tasso sulla raccolta diversa dai CD è così diminuito di oltre 3 punti, portandosi al 3,6 per cento (fig. 23). L'accresciuta remuneratività relativa dei depositi bancari ha contribuito a sostenere la domanda: su dati medi mensili, l'aumento nel 1993 è stato dell'8,7 per cento, quasi 6 punti percentuali in più che nel 1992. L'accelerazione ha riguardato particolarmente i conti correnti, che si erano contratti nel 1992; su dati medi, l'aumento è stato dell'8,9 per cento. È rimasta peraltro sostenuta, anche se in rallentamento, la raccolta attraverso certificati di deposito, soprattutto nel comparto oltre i diciotto mesi: calcolato su dati medi, l'incremento nel 1993 è stato del 18,0 per cento, contro il 30,1 del 1992. La componente con scadenza oltre i diciotto mesi ha raggiunto il 63,1 per cento del totale.

Si è ulteriormente ridotto il ricorso delle banche alla raccolta mediante operazioni pronti contro termine, la cui consistenza era pari, in dicembre, a 96.600 miliardi, con un incremento dell'1,0 per cento rispetto allo stesso mese dell'anno precedente. Le operazioni temporanee di finanziamento sono invece aumentate di oltre 29.400 miliardi e per circa 22.000 miliardi sono state effettuate in lire e nei confronti di non residenti. Il continuo incremento di queste ultime operazioni, che risultano concentrate presso poche banche ed effettuate principalmente con società finanziarie estere, è dipeso, anche in quest'ultimo periodo, dalla ricerca di copertura dal rischio di cambio da parte degli operatori non residenti che investivano in titoli italiani (cfr. il capitolo: *La congiuntura e la bilancia dei pagamenti in Italia*).

Fig. 23

**Differenziali di rendimento al netto della ritenuta fiscale (1)**  
(valori percentuali)



(1) Il differenziale di rendimento rispetto ai conti correnti è misurato utilizzando il tasso medio ponderato di aggiudicazione relativo ai Buoni a tre, a sei e a dodici mesi.

L'abbondante raccolta sull'interno si è accompagnata a una riduzione delle passività verso operatori non residenti. Secondo dati di bilancia dei pagamenti, le passività nette sull'estero si sono ridotte nell'anno di 48.300 miliardi, mentre erano aumentate di 27.700 miliardi nel 1992. La posizione netta in lire ammontava in dicembre a 9.300 miliardi, rispetto ai 1.200 della fine del 1992. L'ampio aumento può essere anch'esso ricondotto a operazioni di copertura dal rischio di cambio effettuate da parte di non residenti.

Negli ultimi quattro mesi dell'anno le aziende di credito sono tornate ad accrescere il proprio portafoglio titoli, dopo la riduzione di circa 15.000 miliardi dei primi otto mesi, quando il rialzo dei corsi aveva permesso rilevanti guadagni in conto capitale (cfr. *Bollettino Economico*, n. 21, ottobre 1993).

L'aumento nell'intero anno è stato pari, al valore contabile, a 43.400 miliardi (15.000 miliardi nel 1992), per 32.600 miliardi attribuibile ad acquisti di BOT, concentrati in larga misura negli ultimi quattro mesi. Al netto delle operazioni temporanee con la Banca d'Italia e con la clientela ordinaria, l'incremento è stato pari a 20.400 miliardi.

L'azione improntata a cautela, esercitata sulle principali poste dell'attivo e del passivo, ha fatto sì che i conti economici delle aziende di credito evidenziassero per gran parte dell'anno margini reddituali elevati, seppure in parte non trascurabile legati a fattori transitori. Pur in presenza di una riduzione del divario tra ricavi unitari degli impieghi e costo unitario della raccolta, nei primi nove mesi il margine d'interesse è aumentato del 3,1 per cento, a fronte del 16,4 per cento dei primi nove mesi del 1992. Il rallentamento nella crescita del margine d'interesse è stato però più che compensato dal pronunciato aumento degli altri ricavi netti, determinato dai proventi sulla negoziazione di titoli e, in minor misura, dai ricavi su servizi. Il margine d'intermediazione è così cresciuto, nei primi nove mesi, del 25,7 per cento (l'aumento fu del 4,9 per cento nei primi nove mesi del 1992). In percentuale dei fondi intermediati esso è passato dal 4,6 al 5,2 per cento. I costi operativi hanno rappresentato il 3,1 per cento dei fondi intermediati, in flessione rispetto al 1992 per effetto del rallentamento nella dinamica dei costi per dipendente (aumentati del 2,9 per cento, contro il 10,1 del 1992). Il risultato di gestione è stato pari, nei primi nove mesi, a 24.800 miliardi, a fronte dei 14.700 miliardi dei primi nove mesi del 1992, passando così dall'1,4 al 2,1 per cento del totale dei fondi intermediati. Il buon andamento della redditività ha contribuito a un ulteriore rafforzamento patrimoniale delle aziende di credito, pari a circa 9.000 miliardi nei primi nove mesi dell'anno.

La maggiore vivacità della componente a medio e a lungo termine, coperta da maggiori garanzie ma meno costosa, in termini di tasso d'interesse, per la clientela, è confermata dall'andamento del credito speciale, aumentato nell'anno dell'8,5 per cento, circa mezzo punto in più che nel 1992. Il credito fondiario, in flessione nei primi otto mesi dell'anno, è successivamente accelerato, chiudendo l'anno con un aumento dell'8,5 per cento, a fronte del 12,5 dell'anno precedente. Il credito mobiliare ha registrato au-

menti più modesti (5,8 per cento, in lieve rallentamento rispetto al 1992). Anche le sofferenze degli istituti di credito speciale hanno risentito dell'avverso momento congiunturale, registrando nei dodici mesi terminanti a dicembre un aumento del 31,1 per cento. Le rate arretrate di mutui ammontavano a settembre a 12.000 miliardi, rispetto ai 7.100 miliardi di un anno prima. Le sofferenze nel settore del credito fondiario hanno raggiunto in settembre 10.600 miliardi (a fronte di 8.100 nel settembre del 1992).

Sostenuta è stata anche la raccolta degli istituti, soprattutto per effetto della emissioni obbligazionarie, cresciute del 16,1 per cento nei dodici mesi terminanti a novembre. I certificati di deposito sono aumentati del 9,2 per cento (a fronte del 6,4 per cento nel 1992), mentre la provvista sull'estero è aumentata del 4,9 per cento, in rallentamento rispetto all'anno precedente, allorché era cresciuta del 13,1 per cento. Anche gli istituti di credito speciale hanno ampliato il proprio portafoglio titoli: nei dodici mesi terminanti a novembre l'aumento è stato di 5.600 miliardi, a fronte di una riduzione di 4.100 nello stesso periodo del 1992.

## Il mercato finanziario

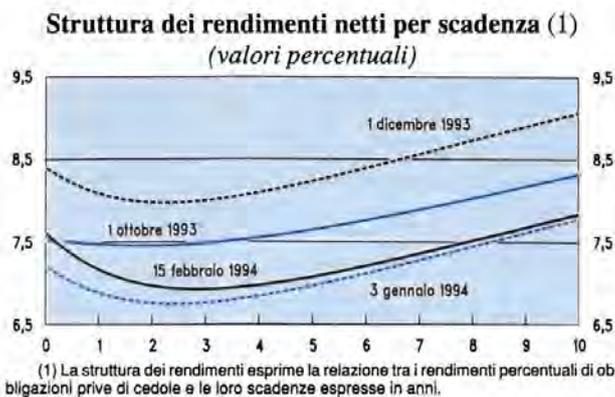
L'attenuarsi delle attese di ulteriori ribassi dei tassi a breve sui mercati europei, nonché incertezze sul quadro politico interno e sui tempi di approvazione della legge finanziaria hanno dapprima rallentato, e nel mese di novembre temporaneamente invertito, la diminuzione dei rendimenti sui titoli a medio e a lungo termine che aveva caratterizzato la prima parte dell'anno. Il rendimento netto all'emissione dei BTP decennali si collocava tuttavia a fine gennaio 4,7 punti al di sotto dei valori dell'inizio del 1993.

I differenziali di rendimento con la Germania e la Francia hanno riflesso l'andamento dei tassi in lire sia nel segmento a breve sia in quello a lungo termine, mostrando un temporaneo ampliamento a novembre. A dicembre la riduzione del differenziale di rendimento sui titoli a più lunga scadenza in marchi e in franchi, rispetto a un anno prima, ha raggiunto, rispettivamente, 3 e 2 punti percentuali. Nella parte finale dell'anno, sono rimasti invece relativamente stabili i

differenziali di rendimento fra titoli emessi dal Tesoro in valuta e quelli di altri emittenti esteri.

Le oscillazioni dei rendimenti nel periodo considerato non hanno influito sulla conformazione della struttura per scadenza dei rendimenti, che ha conservato una inclinazione negativa per le scadenze inferiori a due anni e positiva per quelle più elevate (fig. 24). Tra l'inizio di ottobre e la metà di febbraio la riduzione dei rendimenti si è concentrata sui tassi a lungo termine (circa 25 centesimi).

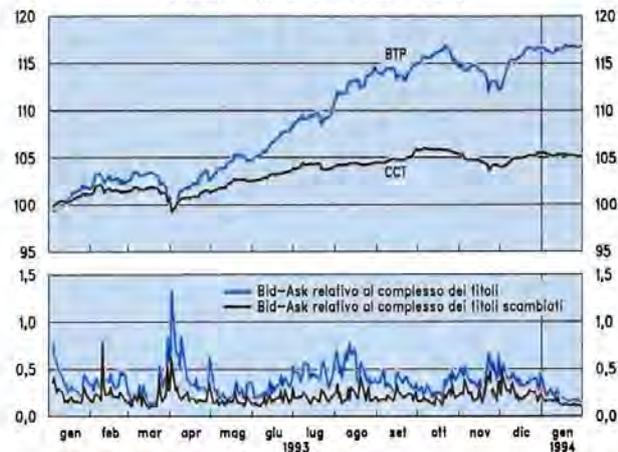
Fig. 24



Durante l'intero arco del 1993 è continuata la crescita delle contrattazioni sul mercato telematico dei titoli di Stato, anche se a un tasso inferiore a quello del 1992 (23,0 per cento, contro il 35,1 per cento nel 1992; fig. 25). Le contrattazioni medie giornaliere, commisurate nel 1993 a 8.000 miliardi, hanno mostrato in gennaio una forte crescita, favorita anche dall'abolizione dell'imposta di bollo sulle negoziazioni in titoli di Stato sui mercati regolamentati, raggiungendo i 12.000 miliardi. Le condizioni di liquidità del mercato, segnalate dall'evoluzione del differenziale lettera-denaro, pur non presentando le oscillazioni di un anno prima, hanno mostrato segni di deterioramento rispetto al periodo precedente la crisi valutaria dell'estate del 1992. Tale indicazione, unitamente al crescente volume di contrattazioni in titoli di Stato sui mercati esteri, induce a rivedere alcuni aspetti del funzionamento del mercato telematico, a prevedere un ampliamento della gamma dei prodotti e dei servizi da esso offerti e a rimuovere alcune distorsioni di natura fiscale (cfr. il riquadro: *Riforma del MTS e introduzione dell'asta telematica*).

Fig. 25

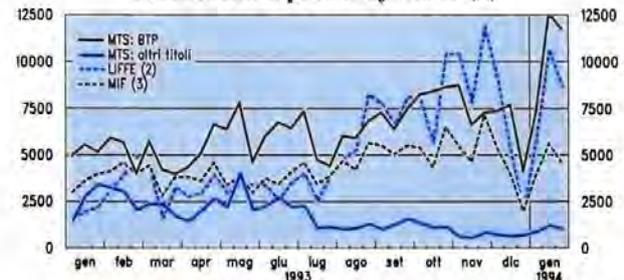
**Mercato telematico: indici secchi di CCT e BTP e scarto medio tra le quotazioni lettera e denaro**  
(indici 4 gennaio 1993=100)



Nel secondo semestre, gli scambi medi giornalieri di *futures* su BTP al MIF si sono attestati intorno a 5.000 miliardi, con un aumento del 40 per cento rispetto alla prima parte dell'anno. Tuttavia, da agosto gli scambi al LIFFE sono risultati costantemente superiori a quelli del MIF, rappresentando nel corso dell'intero 1993 circa 1,1 volte quelli effettuati su quest'ultimo (fig. 26). Prendendo a riferimento il solo contratto sui titoli a lungo termine, tale valore cresce di due volte. Si è mantenuto elevato anche il livello degli scambi di contratti *futures* sull'euro lira a tre mesi, trattati al LIFFE, pari nell'ultimo trimestre dell'anno a un controvalore medio giornaliero di 8.100 miliardi; le posizioni aperte su tale mercato a fine anno erano pari a circa 100.000 miliardi, quasi sette volte quelle di fine 1992.

Fig. 26

**Titoli di Stato: controvalore degli scambi sui mercati a pronti e *futures* (1)**



(1) Scambi medi giornalieri in miliardi di lire. - (2) Scambi di contratti sui BTP a lungo termine. - (3) Scambi di contratti sui BTP a medio e a lungo termine.

## Riforma del MTS e introduzione dell'asta telematica

Nei sei anni trascorsi dalla sua istituzione, il mercato telematico dei titoli di Stato (MTS) ha conosciuto un forte sviluppo nel volume degli scambi, nel numero dei titoli quotati e in quello degli operatori partecipanti (tav. 1).

Tav. 1

MTS: Indicatori della recente evoluzione

ANNI	Volumi scambiati		Numero titoli quotati (1)	Numero operatori principali (1)
	Totale	di cui: BTP		
1998 .....	42.385	11.539	30	16
1989 .....	71.836	28.319	37	17
1990 .....	427.351	125.905	60	18
1991 .....	1.224.426	695.926	76	23
1992 .....	1.654.697	1.198.776	94	30
1993 .....	2.034.458	1.584.251	102	38

(1) Dati di fine anno.

Dopo una fase di crescita graduale, gli scambi hanno registrato incrementi eccezionali nel 1990 e nel 1991; nel biennio successivo la crescita è stata ancora sostenuta, ma a tassi decrescenti. Il forte sviluppo dell'MTS nell'ultimo triennio ha riguardato soprattutto le contrattazioni di BTP, passate dal 31 per cento del totale del biennio 1989-1990 all'86 per cento del secondo semestre del 1993. A ciò hanno contribuito più fattori: l'interesse per tali titoli da parte di investitori esteri, operanti sull'MTS attraverso intermediari residenti, l'introduzione di contratti derivati sui BTP, l'orientarsi della politica delle emissioni verso gli strumenti a lunga scadenza e a reddito fisso. Anche per effetto di una politica di offerta che, tramite i collocamenti in più tranches, ha ridotto il numero di nuovi titoli in emissione, gli scambi di BTP si sono concentrati su un numero limitato di titoli (tav. 2), prevalentemente coincidenti con quelli consegnabili sul mercato futures: nel 1993 il 60 per cento degli scambi di titoli a medio e a lungo termine in lire ha riguardato 5 titoli, a fronte dei 92 quotati alla fine dell'anno.

Al forte sviluppo degli scambi non è corrisposta una riduzione dei differenziali fra le quotazioni in lettera e in denaro. In parte ciò può essere dovuto alla più elevata volatilità dei corsi nel periodo successivo alla crisi valutaria dell'estate 1992. Nell'ultimo triennio, il differenziale lettera-denaro si è ampliato di circa 4 centesimi di punto per i cinque titoli più liquidi e di circa 57 centesimi per quelli che ricadono nel quintile dei titoli meno scambiati (tav. 2). Condizioni di scarsa liquidità si sono manifestate, in particola-

re, per le negoziazioni di maggiore importo, che sul mercato telematico possono essere effettuate solo ripetendo più volte lo scambio del lotto minimo quotato: il differenziale lettera-denaro, calcolato come differenza tra il costo medio di acquisto e di vendita, ha mostrato di crescere rapidamente con la dimensione dell'operazione.

Nel triennio 1991-1993, il numero degli operatori principali sull'MTS è passato da 18 a 38. Un'ampia fascia di tali operatori è però rimasta attestata su quote di mercato marginali: nel 1993 il 55 per cento delle negoziazioni con i dealers è stata realizzata dai primi 8 operatori principali. Nell'ultimo biennio, le carenze del mercato telematico sono emerse con maggiore evidenza: l'attività di operatori non residenti, dotati di una spiccata vocazione alla gestione dei rischi di interesse sui portafogli di grande dimensione e non partecipanti direttamente all'MTS, ha favorito, congiuntamente a fattori di natura fiscale, lo sviluppo delle contrattazioni su mercati paralleli (over the counter). Secondo stime di mercato, le negoziazioni su di essi avrebbero raggiunto valori superiori a quelle dell'MTS.

Per dare nuovo impulso al mercato, il Ministro del tesoro e la Banca d'Italia, dopo un'indagine svolta con il concorso degli operatori, hanno predisposto un insieme di interventi di modifica della struttura dell'MTS, volti a:

- ampliare le possibilità di accesso al mercato agli operatori esteri;
- ridefinire impegni e facoltà degli operatori principali;
- arricchire la gamma di prodotti e di servizi offerti dal circuito integrato MTS-MIF (Mercato italiano dei futures).

In via preliminare, per rimuovere le principali segmentazioni fiscali sono già stati varati, a dicembre 1993, due provvedimenti con i quali è stata eliminata l'imposta di bollo sulle negoziazioni in titoli di Stato effettuate sui mercati regolamentati e modificata la normativa sulla contabilizzazione a fini fiscali dei titoli in portafoglio; anche a seguito di tali provvedimenti, il volume di transazioni è fortemente cresciuto, passando da un valore medio giornaliero di 8.300 miliardi nel quarto trimestre del 1993 a uno di 12.000 miliardi nel mese di gennaio dell'anno in corso (8.000 nel gennaio del 1993).

Per ampliare l'operatività e la liquidità del mercato, la riforma prevede le seguenti innovazioni.

In primo luogo, verrà ammesso l'accesso all'MTS degli operatori non residenti, così da consentire loro, qualora agiscano come semplici dealers, di operare direttamente, senza necessità di una filiale operativa in Italia. Lo status di operatore principale continuerà, invece, a essere limitato alle banche autorizzate e alle SIM.

In secondo luogo, gli operatori principali verranno distinti in due classi, con impegni e facoltà distinti. La prima

manterrà in larga parte le caratteristiche degli attuali operatori principali (il volume minimo di negoziazioni per questi ultimi tuttavia verrà portato all'1 per cento del totale delle operazioni svolte sull'MTS). La seconda, più ristretta, costituirà la categoria degli "specialisti in titoli di Stato". I requisiti per l'appartenenza a questa categoria saranno più stringenti e riguarderanno il patrimonio minimo (75 miliardi); la presenza sul mercato primario, dove ogni operatore dovrà sottoscrivere almeno il 3 per cento delle emissioni lorde annue totali e l'1 per cento per ogni categoria omogenea di titoli; l'operatività sul mercato secondario, dove la quota degli scambi non potrà essere inferiore al 3 per cento annuo e all'1 per cento per ogni categoria omogenea di titoli. Un secondo insieme di requisiti per l'appartenenza a questo gruppo fa riferimento alla capacità di assicurare con continuità adeguate condizioni di liquidità sul mercato; tale capacità verrà misurata da una serie di indicatori relativi alle dimensioni degli spreads, agli scambi, al numero dei titoli quotati con lotti minimi superiori ai 5 miliardi, al numero e alla varietà delle controparti. L'appartenenza alla categoria degli "specialisti" sarà rivista periodicamente sulla base dei suddetti requisiti. Essi avranno accesso esclusivo ad appositi collocamenti di titoli decisi dal Ministro del tesoro successivamente alle aste; inoltre, la Banca d'Italia rivedrà le proprie modalità di intervento, indirizzando soprattutto verso gli specialisti alcune delle proprie operazioni e adattando gli importi delle proprie operazioni di finanziamento.

È altresì prevista la facoltà di introdurre, per le transazioni tra questi operatori, la figura dell'interdealer broker, tramite il quale sarà possibile negoziare in forma anonima ammontari di grande dimensione.

Infine, verranno introdotti contratti di opzione sui futures sul circuito MIF.

La razionalizzazione delle procedure operative del mercato operata dal Comitato di gestione dell'MTS renderà possibile due ulteriori sviluppi: anzitutto, con l'introduzione

di "applicazioni multiple" sarà possibile accelerare l'esecuzione degli scambi di importo superiore ai lotti minimi, che non richiederanno più una serie di negoziazioni sequenziali ma potranno essere automaticamente soddisfatti in una sola soluzione a valere sulle migliori quotazioni in essere; in secondo luogo, l'abbinamento automatico delle procedure di negoziazione e di liquidazione consentirà agli intermediari un abbattimento dei costi operativi e una maggiore competitività dell'attività di intermediazione in titoli.

Sul mercato primario, a partire dalle emissioni di fine febbraio sono state introdotte due innovazioni: i partecipanti alle aste dei titoli di Stato a medio e a lungo termine possono trasmettere le proprie domande in asta per via telematica, tramite la Rete Nazionale Interbancaria, in alternativa ai moduli cartacei sin qui utilizzati; è stato automatizzato il regolamento dei titoli assegnati.

Con l'adozione delle nuove procedure, che saranno estese nei prossimi mesi anche ai BOT, il tempo intercorrente tra la formulazione della domanda e l'annuncio dei risultati è stato ridotto; ciò dovrebbe tradursi in un minore rischio d'asta per gli operatori, e potrà ridurre la stasi delle contrattazioni sul mercato secondario in prossimità dei collocamenti. Il più agevole accesso alle aste dovrebbe favorire la partecipazione di un numero crescente di operatori, con effetti benefici per il grado di concorrenzialità.

Nell'attuazione del progetto sono state predisposte procedure per garantire la riservatezza e la sicurezza delle operazioni di presentazione ed esame delle domande.

Anche il regolamento dei titoli assegnati agli operatori verrà effettuato in via automatica tramite la "Liquidazione giornaliera titoli"; ciò solleva gli operatori dall'onere di inserire in compensazione le partite attinenti la propria sottoscrizione. Questa modalità consentirà l'immissione diretta dei titoli assegnati nei depositi della "gestione centralizzata", favorendo l'accentramento dei titoli presso la Banca d'Italia.

Tav. 2

MTS: Scambi e spreads sui titoli a medio e a lungo termine (1)

ANNI	Scambi: composizione % per quintili (2)					Spreads: valore medio per quintili (centesimi di punto)					Totale
	I	II	III	IV	V	I	II	III	IV	V	
1988 .....	67,3	83,0	92,1	97,7	100,0	6,9	12,6	12,3	15,5	20,4	13,5
1989 .....	59,5	78,6	90,4	97,6	100,0	6,9	10,9	14,1	15,7	23,6	14,2
1990 .....	63,7	82,0	92,3	98,0	100,0	3,2	6,9	10,6	13,8	20,6	11,0
1991 .....	68,1	85,7	94,7	98,6	100,0	2,3	3,5	5,5	10,7	20,0	8,4
1992 .....	84,8	94,3	97,9	99,6	100,0	8,3	28,1	44,9	62,7	85,4	45,9
1993 .....	84,6	93,4	97,4	99,3	100,0	9,8	20,0	30,0	41,7	76,6	35,6

(1) I quintili sono definiti in rapporto al numero di titoli quotati; i titoli sono ordinati per volume di contrattazione, in senso decrescente. - (2) Valori cumulati.

Nell'ultima parte dell'anno è proseguita la modifica nella struttura del passivo del Tesoro in favore dei titoli a medio e a lungo termine (tav. 21). Tra ottobre del 1993 e gennaio del 1994 si sono avuti rimborsi netti di BOT per 5.700 miliardi. Nel mese di novembre è stata avviata l'emissione di titoli trentennali, il cui rendimento all'emissione è stato superiore a quello dei titoli decennali di 70 punti base a metà novembre e di 50 a inizio gennaio.

Le emissioni di obbligazioni in eurolire, dopo la liberalizzazione del mercato avvenuta a dicembre, sono fortemente aumentate, raggiungendo nel solo mese di gennaio i 4.950 miliardi, a fronte di 19.600 miliardi nell'intero 1993.

La discesa dei corsi azionari alla Borsa valori di Milano iniziata a settembre è proseguita fino alla fine di novembre per l'effetto concomitante di più fattori: il temporaneo rialzo dei tassi di interesse, l'annuncio di rilevanti operazioni di ricapitalizzazione e le menzionate incertezze sulle prospettive del quadro politico. In dicembre, vi è stata una netta ripresa dei corsi, proseguita in gennaio; nell'arco del 1993 l'indice di borsa è aumentato del 37,4 per cento (fig. 27).

Le contrattazioni di Borsa, dopo una flessione nel mese di ottobre, hanno mostrato una inversione di tendenza raggiungendo in gennaio valori medi giornalieri pari a 680 miliardi (a fronte dei 330 miliardi del gennaio 1993) con punte massime superiori ai 1.000 miliardi.

La forte crescita delle quotazioni azionarie nel corso del 1993 ha favorito l'effettuazione di rilevanti aumenti di capitale da parte di società quotate; nell'ultimo trimestre dell'anno tali operazioni hanno raggiunto il valore di 7.100 miliardi di lire, 3.300 dei quali relativi alla sola emissione della Fiat, portando il totale annuo degli aumenti di capitale delle società quotate a circa 10.000 miliardi. Pur senza considerare le emissioni effettuate nell'ultimo trimestre da società non quotate, per le quali non sono ancora disponibili informazioni complete, la raccolta di capitale da parte delle imprese non finanziarie si è ragguagliata, nell'anno, a circa 23.000 miliardi, contro i 9.200 miliardi del 1992. Il favorevole momento attraversato dalla Borsa ha contribuito al buon esito dei collocamenti delle azioni del Credito Italiano e dell'IMI, entrambi caratterizzati da una notevole eccedenza della domanda, pari rispettivamente a cinque e quattro volte i quantitativi offerti.

Tav. 21

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

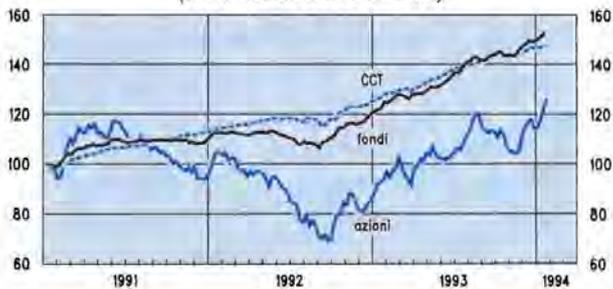
PERIODO	BOT (1)	BTE	CCT	BTP	CTO	CTE	Altri	Totale
<b>Emissioni lorde</b>								
1989 .....	498.552	11.313	21.300	41.100	15.620	9.025	635	597.545
1990 .....	559.196	6.109	75.538	74.460	27.161	8.017	4.582	755.063
1991 .....	602.421	4.989	99.000	93.010	23.000	3.680	—	826.100
1992 .....	675.055	6.961	83.426	95.519	14.500	4.759	—	880.220
1993 .....	737.345	7.146	56.000	166.452	—	12.838	7.370	987.151
<b>Emissioni nette</b>								
1989 .....	39.777	3.264	20.916	27.006	15.336	7.434	-2.966	110.767
1990 .....	44.640	-4.071	54.214	-13.347	26.678	7.262	-114	115.262
1991 .....	13.894	-2.253	9.268	85.784	22.923	1.775	-3.296	128.095
1992 .....	44.731	1.943	60.024	33.576	3.847	520	-7.035	137.606
1993 .....	6.479	219	20.698 (2)	138.485 (2)	-7.041	1.763	5.526	166.129

(1) Le emissioni nette non tengono conto degli scarti di emissione. - (2) Inclusi i collocamenti diretti presso la Banca d'Italia per la costituzione del margine disponibile nel conto corrente di Tesoreria.

Il processo di riforma della Borsa è proseguito, in dicembre, con l'ampliamento a 155 del numero dei titoli trattati con asta continua e, in gennaio, con l'introduzione del regolamento giornaliero delle negoziazioni di valori azionari per un primo gruppo di 50 titoli; tale modalità di regolamento è destinata a essere progressivamente estesa a tutti i titoli del listino.

Fig. 27

**Investimenti sul mercato mobiliare:  
indici di capitalizzazione**  
(31 dicembre 1990=100)



Il positivo effetto esercitato dal rialzo dei corsi obbligazionari e azionari nella prima parte dell'anno sulla raccolta dei fondi comuni di investimento non si è attenuato nell'ultimo trimestre del 1993, quando la raccolta netta ha raggiunto i 15.800 miliardi. Nell'intero anno la raccolta netta, pari a 33.500 miliardi (contro i 700 miliardi del 1992), unitamente al rialzo dei corsi dei titoli, ha portato il patrimonio complessivo dei fondi a 110.000 miliardi, superiore dell'81 per cento al valore di un anno prima. Particolarmente elevata è stata la raccolta netta dei fondi obbligazionari (26.600 miliardi) che, in un contesto caratterizzato da un più basso livello dei tassi e da uno spostamento dell'offerta di titoli pubblici verso strumenti a reddito fisso a più lunga scadenza, hanno facilitato per le famiglie il conseguimento dei profili di rischio e rendimento desiderati. Sostenuta è stata anche la raccolta dei fondi azionari (6.200 miliardi); alla fine dell'anno la quota di azioni italiane nel portafoglio dei fondi sulla capitalizzazione della Borsa valori di Milano si è portata al 5,2 per cento, dal 3,9 per cento di un anno prima.

## Le prospettive a breve termine

### L'economia internazionale

Il 1993 ha fatto registrare, per il complesso dei paesi industriali, una crescita dell'attività economica inferiore alle pur modeste aspettative; si è accentuato il divario ciclico tra il Nord America e le altre aree industriali, nelle quali la ripresa stenta ad avviarsi. La disoccupazione, fuori degli Stati Uniti, si è ulteriormente aggravata. Il commercio mondiale ha dimezzato il suo ritmo di crescita e le esportazioni dei paesi dell'OCSE hanno ristagnato. L'inflazione ha continuato a diminuire, consentendo una graduale discesa dei tassi d'interesse. Lo sfavorevole andamento congiunturale ha determinato un ampliamento, sia pure limitato, dei disavanzi pubblici per il complesso dei paesi industriali.

All'accentuarsi dello sfasamento ciclico tra le principali aree si sono uniti fattori di squilibrio che ostacolano il superamento della recessione nel complesso dei paesi industriali. Le più recenti previsioni internazionali sono improntate a cautela circa i tempi e l'intensità della ripresa in Europa e in Giappone. L'OCSE, nello scorso dicembre, ha rivisto al ribasso le stime della crescita nei paesi industriali per il 1994.

Per il complesso di questi paesi lo sviluppo del PIL dovrebbe aggirarsi sul 2 per cento, dall'1,1 del 1993, con una lieve accelerazione nella seconda metà dell'anno (tav. 22). Resterà ampio il divario tra l'espansione degli Stati Uniti, che si dovrebbe rafforzare al 3 per cento, e quella del Giappone, che si configura non superiore allo 0,5 per cento. Il governo giapponese ha approvato in febbraio un programma di investimenti pubblici e di tagli temporanei di imposte dirette per un ammontare pari al 3 per cento circa del PIL; un eccessivo rafforzamento dello yen rischierebbe tuttavia di condurre a un prolungamento della recessione. Anche per l'Unione europea lo sviluppo previsto del PIL è modesto, inferiore all'1,5 per cento. Vi concorrono soprattutto i bassi valori della Ger-

mania e della Francia. Solo il Regno Unito registrerebbe un ritmo di crescita ragguardevole, prossimo al 3 per cento. In presenza di tassi d'interesse che permangono elevati in termini reali, la ripresa economica in Europa continua a trovare ostacolo nell'avverso clima di fiducia, nei vincoli a un'azione di stimolo attraverso i bilanci pubblici, nel permanere di problemi strutturali in paesi come la Germania e l'Italia.

Soltanto nel 1995 i tassi di crescita dei principali paesi industriali dovrebbero convergere intorno al valore medio del 2,7 per cento previsto per il complesso dell'area dell'OCSE, valore ritenuto in linea con la crescita del prodotto potenziale.

Uno stimolo significativo deriverà nel 1994 dalle esportazioni: mentre il commercio mondiale raddoppierebbe il suo ritmo di crescita, dal 2,6 al 5,4 per cento, la crescita delle esportazioni dei paesi dell'OCSE passerebbe dall'1,0 al 4,4 per cento; quelle all'interno della stessa area dell'OCSE crescerebbero del 3,0 per cento dopo la flessione dello 0,6 per cento registrata nello scorso anno. Come nel 1993, un apporto importante al commercio mondiale continuerebbe a essere fornito dai paesi in via di sviluppo asiatici, per i quali circa la metà delle importazioni proviene dall'area dell'OCSE. In più lunga prospettiva, all'espansione dell'interscambio tra le principali aree del mondo contribuiranno l'attuazione degli accordi GATT conclusi nel dicembre 1993 e il progresso delle trattative per l'ulteriore liberalizzazione degli scambi di merci e soprattutto di servizi.

I tassi di crescita previsti per il 1994 non sembrano tali da evitare un ulteriore aggravamento della situazione dell'occupazione. Solo nel Nord America e nel Regno Unito si potrà assistere a una graduale discesa del tasso di disoccupazione. Nell'Unione europea la situazione resterà pesante, giacché il numero di occupati dovrebbe ulteriormente ridursi dello 0,6 per cento nel 1994, mentre il tasso di disoccupazione dall'11,3 per cento registrato lo scorso anno, già superiore al picco raggiunto alla metà degli anni ottanta,

salirebbe al 12 per cento nel 1994-95. Questa prospettiva è alla base del programma per l'occupazione impostato dall'UE (già illustrato nel riquadro: *Il Libro Bianco su crescita, competitività e occupazione* nel capitolo *L'economia internazionale*).

In Europa e in Giappone l'inflazione dovrebbe continuare a diminuire anche nel 1994. Potrà così proseguire, soprattutto in Europa, la fase di discesa dei tassi d'interesse; in questa direzione muovono le recenti riduzioni dei tassi ufficiali in Germania, in Italia e in altri paesi europei, in controtendenza rispetto agli Stati Uniti. Ulteriori rialzi dei tassi d'interesse potrebbero aver luogo negli Stati Uniti, dopo

la svolta segnata dal pur modesto aumento deciso all'inizio di febbraio, ove si manifestassero pressioni inflazionistiche in seguito all'espansione dell'attività produttiva. Le sollecitazioni all'aumento del costo del denaro a livello mondiale che ne potrebbero derivare rischierebbero di frenare la ripresa in Europa e in Giappone.

Le politiche fiscali dei principali paesi, a esclusione del Giappone, restano dirette al contenimento dei disavanzi pubblici; esse si propongono di conseguire nel 1994 risultati particolarmente significativi negli Stati Uniti, nel Canada, in Italia e nel Regno Unito.

Tav. 22

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

	1993	1994 (1)	1995 (1)		1993	1994 (1)	1995 (1)
<b>Prodotto interno lordo (2)</b>				<b>Bilancio corrente (5)</b>			
Paesi OCSE .....	1,1	2,1	2,7	Paesi OCSE .....	-3,0	-10,8	-0,7
di cui: Stati Uniti .....	2,9	3,1	2,7	di cui: Stati Uniti .....	-105,7	-134,0	-147,1
Giappone .....	-0,5	0,5	2,3	Giappone .....	131,4	136,3	134,2
UE .....	-0,3	1,4	2,5	Germania .....	-20,2	-14,7	-13,2
Germania .....	-1,5	0,8	2,2				
di cui: Regioni occidentali	-1,9	0,4	1,7				
<b>Deflatore dei consumi privati</b>				<b>Tasso di disoccupazione (6)</b>			
Paesi OCSE .....	3,7	3,5	3,2	Paesi OCSE .....	8,2	8,5	8,4
di cui: Stati Uniti .....	2,7	2,7	3,0	di cui: Stati Uniti .....	6,8	6,5	6,2
Giappone .....	0,9	0,3	0,4	Giappone .....	2,5	2,9	2,8
UE .....	3,8	3,3	2,5	UE .....	11,3	12,0	12,0
Germania .....	4,1	3,2	1,9	Germania .....	8,9	10,1	10,3
di cui: Regioni occidentali	3,5	3,0	1,5	di cui: Regioni occidentali	7,4	8,7	9,0
<b>Saldi del bilancio pubblico (3)</b>				<b>Commercio mondiale (2) .....</b>			
Stati Uniti .....	-3,6	-2,7	-2,1		2,6	5,4	6,4
Giappone .....	-1,0	-2,0	-2,4	<b>Esportazioni (2)</b>			
Germania .....	-4,0	-3,5	-2,7	Paesi OCSE .....	1,0	4,4	5,8
				PVS .....	7,8	8,0	8,1
<b>Tassi di interesse a breve termine (4)</b>				<b>Importazioni (2)</b>			
Stati Uniti .....	3,0	4,2	5,0	Paesi OCSE .....	0,3	4,3	5,8
Giappone .....	2,9	2,6	2,7	PVS .....	7,3	7,9	7,7
Germania .....	7,3	5,0	3,8				

Fonte: OCSE, dicembre 1993.

(1) Previsioni. - (2) A prezzi costanti. - (3) In percentuale del prodotto. - (4) Dati medi. Stati Uniti: tasso sui Buoni del Tesoro a 3 mesi; Giappone: tasso sui Certificati di deposito a 3-6 mesi; Germania: tasso interbancario a 3 mesi. - (5) Miliardi di dollari. - (6) Livello.

Nella seconda parte del 1993 il dollaro ha seguito un moto ascendente nei confronti dello yen e del marco tedesco, che è proseguito sino ai primi giorni di febbraio di quest'anno. Nel corso di questo stesso mese, con l'acuirsi dei contrasti commerciali fra Stati Uniti e Giappone, lo yen si è rapidamente rafforzato nell'aspettativa di un ulteriore ampliamento dell'attivo dei conti con l'estero. Secondo le previsioni dell'OCSE si prospettano per il 1994 e il 1995 un aggravamento del disavanzo di parte corrente degli Stati Uniti e una sostanziale persistenza del forte attivo del Giappone. Il riassorbimento dello squilibrio tra le due maggiori economie industriali attraverso un aumento dell'apertura del mercato giapponese alle importazioni o attraverso incisive misure di sostegno alla domanda interna in Giappone eviterebbe gli effetti negativi, per questo paese, e di riflesso per l'economia internazionale, di una correzione affidata solo all'ulteriore apprezzamento dello yen.

In Europa, alle tensioni di luglio e agosto è seguita una fase di stabilità valutaria in cui quasi tutte le valute dei paesi aderenti agli Accordi europei di cambio sono tornate in prossimità delle parità centrali. Ciò ha riflesso precisi indirizzi di politica monetaria e l'attenuarsi delle divergenze cicliche fra la Germania e gli altri paesi. Malgrado il superamento della fase di instabilità dei cambi, si ritiene che un ripristino del regime di cambio in vigore sino al luglio scorso, o anche solo una riduzione dell'ampiezza delle fasce di oscillazione non possano essere presi in considerazione prima che siano consolidati i risultati sinora acquisiti; ne consegue l'importanza di politiche economiche dirette ad accrescere il grado di convergenza tra le diverse economie.

### **L'economia italiana**

La flessione dell'attività produttiva che ha investito l'economia italiana dalla primavera del 1992 è proseguita per gran parte del 1993. La produzione industriale, in calo sino all'estate, ha successivamente ristagnato, mostrando segni di ripresa nell'ultima parte dell'anno. Nell'intero 1993 il PIL avrebbe registrato una diminuzione, che secondo i dati provvisori

elaborati dall'Isco può giungere sino allo 0,7 per cento (contro l'aumento dello 0,9 nel 1992). La componente estera non ha potuto compensare la flessione delle componenti interne della domanda. La svalutazione della lira, se ha stimolato l'attività attraverso le esportazioni nette, ha concorso, attraverso il calo del clima di fiducia degli operatori e il peggioramento delle ragioni di scambio, alla forte caduta dei consumi e degli investimenti privati. La spesa per investimenti pubblici è diminuita.

A fronte della contrazione della domanda, si è sviluppato un processo di adeguamento dell'impiego di lavoro alle effettive necessità di una produzione in declino, che ha interessato in misura ragguardevole anche il settore dei servizi. Ne è conseguito un calo dell'occupazione. Il tasso di disoccupazione è salito, raggiungendo l'11,3 per cento. L'operare del complesso di ammortizzatori sociali, vecchi e nuovi, di cui il nostro sistema dispone ha attenuato le conseguenze sociali di questa evoluzione.

La discesa dell'inflazione e il conseguimento di un avanzo di parte corrente della bilancia dei pagamenti costituiscono i più importanti risultati positivi dell'anno. Le politiche economiche hanno concorso con i comportamenti degli operatori e con alcune caratteristiche della fase congiunturale a far avanzare il processo di riequilibrio dell'economia. La moderazione salariale e una maggiore flessibilità nell'utilizzo del lavoro hanno contribuito alla marcata riduzione dell'inflazione. Si è reso possibile un progressivo calo dei tassi di interesse, superiore a quello occorso nei mercati internazionali. È stato conseguito un attivo di bilancio primario, nonostante la negativa influenza della fase ciclica sui conti pubblici. Sono stati avviati il programma di privatizzazione e una riforma della Amministrazione pubblica ispirata a criteri di efficienza.

Sono presenti i presupposti perché l'economia italiana progredisca lungo un sentiero più equilibrato. Ma i risultati conseguiti vanno consolidati, completati. A questo compito devono essere volte le politiche economiche, quella di bilancio in primo luogo. Il riequilibrio dei conti pubblici è ancora in una fase iniziale. L'ulteriore riduzione del differenziale d'inflazione con gli altri paesi europei va perseguita, segnatamente in presenza di una ripresa della domanda interna.

Sui tempi e sull'intensità della ripresa gravano ancora incertezze. Essa non potrà che essere graduale e dipenderà da due condizioni: la forza dell'impulso connesso con l'espansione dell'attività internazionale e l'effetto che questo impulso, unito a politiche economiche dirette a consolidare i risultati positivi già conseguiti, avrà sul clima di fiducia degli operatori, stimolando gli investimenti e i consumi. I residui effetti dei guadagni di competitività realizzati lo scorso anno contribuiranno a sostenere le esportazioni.

I maggiori centri di previsione, nei loro più recenti scenari macroeconomici per il 1994, tendono a situare il tasso di crescita del PIL in Italia su valori non lontani dalla stima contenuta nella Relazione previsionale e programmatica, che venne formulata nello scorso settembre (1,6 per cento). Queste valutazioni scontano un miglioramento della fiducia all'interno e una significativa accelerazione del commercio mondiale. La prima ipotesi non è smentita, ma non è ancora del tutto suffragata, dagli indicatori congiunturali. La seconda ipotesi è soggetta all'incertezza relativa all'andamento ciclico di alcune importanti economie.

Le previsioni di inflazione sostanzialmente avviorano il limite-obiettivo del Governo (3,5 per cento per i prezzi al consumo nella media dell'anno). Al risultato dovrebbero contribuire il mantenimento di una moderata dinamica salariale, deboli aumenti delle altre voci di costo, ulteriori guadagni di produttività. L'indirizzo di moderazione salariale dovrà essere mantenuto quando si manifesteranno segni tangibili di ripresa dei livelli dell'attività produttiva. Soprattutto, dovranno essere sviluppati quegli altri aspetti della politica dei redditi concordata che sono diretti ad accrescere la flessibilità nell'impiego del lavoro e ad aumentare le possibilità di assorbimento della disoccupazione, soprattutto per le fasce di età giovanili.

Previsioni di incrementi dell'occupazione dal 1995 e, ancor più, dall'anno in corso potrebbero rivelarsi ottimistiche: non possono escludersi ulteriori, seppur contenute, riduzioni nel numero degli occupati. Il problema della disoccupazione resterà centrale nei prossimi anni, per i ritardi con cui gli andamenti ciclici si ripercuotono sulla domanda di lavoro (ritardi di cui si è avuta prova nella fase discendente del ciclo) e per il permanere di ostacoli di natura strutturale allo sviluppo dell'occupazione. Solo da un aumento

nell'intensità occupazionale delle nuove produzioni, segnatamente nei servizi, può discendere un aumento nel numero degli occupati nel breve periodo.

La bilancia dei pagamenti di parte corrente è avviata a registrare nel prossimo biennio avanzi significativi. Essi potranno superare quelli indicati nella maggioranza degli esercizi previsivi, grazie al miglioramento nel saldo della voce "redditi da capitale" derivante da un debito estero netto in riduzione, dopo 10 anni di ininterrotta crescita, oltretutto da più bassi tassi d'interesse nominali sulla lira, in cui è denominata gran parte delle passività del Paese.

I provvedimenti di bilancio per il 1994 si collocano lungo le linee tracciate nel Documento di programmazione economico-finanziaria del luglio scorso, confermate nella Relazione previsionale e programmatica di settembre. La manovra fiscale indicata nel Documento si proponeva di portare alla stabilizzazione del rapporto tra debito pubblico e PIL nel 1996. Veniva pertanto fissato l'obiettivo di un avanzo primario del settore statale pari all'1,9, 2,7 e 3,6 per cento del PIL, rispettivamente, nel 1994, 1995 e 1996. Per il 1994 erano previsti un fabbisogno complessivo di 144.200 miliardi e un avanzo primario di 31.800 miliardi, livello analogo a quello allora atteso per il 1993 (risultato a consuntivo pari a 27.500 miliardi). A tal fine, venivano definiti provvedimenti di aumento netto delle entrate e di riduzione delle spese, rispetto agli andamenti tendenziali, rispettivamente per 3.500 e 27.500 miliardi. La manovra di bilancio è stata approvata nel dicembre scorso senza sostanziali modifiche, salvo una lieve differenza nella composizione (cfr. il riquadro: *La manovra di bilancio per il 1994*).

Il conseguimento degli obiettivi di finanza pubblica per il 1994 sarà tuttavia ostacolato dalla crescita minore del previsto dell'attività produttiva, segnatamente nel 1993, e da una minore rilevanza, rispetto alle previsioni, degli effetti degli interventi sulla spesa, connessa anche con le difficoltà che le misure di tipo strutturale incontrano nel conseguire risultati ragguardevoli in un arco temporale ristretto. La manovra di bilancio per il 1994 è caratterizzata dal peso preponderante attribuito agli interventi sulla spesa e dall'attenzione rivolta alla riforma dell'Amministrazione pubblica. I rischi di una sovrastima dei

### La manovra di bilancio per il 1994

La manovra di bilancio approvata per il 1994 mira a una riduzione del fabbisogno del settore statale, rispetto all'andamento tendenziale, di circa 31.000 miliardi (corrispondenti all'1,9 per cento circa del PIL previsto per l'anno in corso), in linea con quanto indicato nel Documento di programmazione economico-finanziaria dello scorso luglio e confermato nella Relazione previsionale e programmatica di settembre (cfr. il riquadro: La manovra di bilancio per il 1994 in Bollettino Economico n. 21, ottobre 1993). In seguito alle modifiche apportate dalle Camere ai disegni di legge presentati dal Governo a settembre, il complesso delle misure comporterebbe, per il settore pubblico, riduzioni di spesa per 25.700 miliardi e aumenti delle entrate per 5.600 miliardi. A tale ripartizione corrispondono, con riferimento al settore statale, rispettivamente le cifre di 26.300 e di 5.000 miliardi.

#### Le spese

**Pubblico impiego, contratti pubblici, acquisti di beni e servizi.** – In tema di riforma delle Amministrazioni pubbliche, degli organi che ne definiscono la struttura e delle regole che ne disciplinano i processi decisionali, la legge 24.12.93, n. 537, recepisce, senza apportarvi modifiche sostanziali, le disposizioni del disegno di legge collegato alla finanziaria.

I risparmi di spesa stimati originariamente dal Governo risultano pertanto confermati. Gli interventi in materia di pubblico impiego comportano risparmi per circa 2.000 miliardi, al netto dello stanziamento (1.000 miliardi) per il rinnovo dei contratti dei dipendenti pubblici. Per gli interventi in materia di riordino funzionale, di rinegoziazione dei contratti di appalto e di fornitura dell'Amministrazione pubblica, di acquisti di beni e servizi dei dicasteri della Difesa e delle Finanze, il risparmio complessivo è valutabile in 4.600 miliardi.

**Sanità.** – In sede di approvazione da parte del Parlamento del provvedimento collegato al disegno di legge finanziaria sono state apportate modifiche marginali a limiti e modalità di erogazione dell'assistenza farmaceutica e specialistica. In particolare: a) viene innalzata da 4.000 a 5.000 lire la quota fissa di contribuzione per ricetta a carico dell'assistito per i farmaci definiti "essenziali" e per i farmaci della classe intermedia ("di rilevante interesse terapeutico"), limitatamente alle categorie esenti per età; b) vengono abbassate da 12 a 10 e da 65 a 60 anni le soglie di età a partire dalle quali cessa e inizia, rispettivamente, l'esenzione dal pagamento dei farmaci della classe intermedia e delle prestazioni di diagnostica strumentale, di laboratorio e delle altre prestazioni specialistiche; c) viene stabilita l'esenzione totale per alcune categorie di invalidi.

Gli effetti complessivi lordi della manovra sulla spesa sanitaria per il settore pubblico sono pari a circa 4.000 miliardi. Di questi, 2.300 miliardi derivano dai risparmi di spesa farmaceutica conseguenti all'abolizione del prontuario terapeutico e alla conseguente riclassificazione dei farmaci, 1.200 miliardi sono connessi con la riduzione dei posti letto ospedalieri e la riforma dell'assistenza specialistica e il resto è costituito da risparmi derivanti da misure principalmente di natura amministrativa.

**Previdenza e assistenza.** – Il risparmio complessivo della manovra in materia di previdenza e assistenza è valutato, con riferi-

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

<b>Minori spese</b> .....	<b>25.700</b>
<i>L. 24.12.93, n. 537 e L. 24.12.93, n. 538 (legge finanziaria)</i>	
Pubblico impiego .....	2.000
Rinegoziazione contratti pubblici e altre norme .....	2.900
Contenimento acquisti beni e servizi .....	1.700
Sanità .....	4.000
Previdenza .....	2.200
Riduzioni spese Regioni a statuto speciale .....	1.900
Altri interventi sulle spese in conto capitale .....	11.000
<b>Maggiori entrate</b> .....	<b>5.600</b>
<b>Entrate tributarie</b> .....	<b>3.800</b>
<i>DL 10.9.93, n. 357 (conv. L. 11.11.93, n. 447)</i>	
Riduzione perc. acconto (1993) imposte dirette .....	2.000
<i>L. 24.12.93, n. 537 (2)</i>	
Imposte dirette:	
Modifiche determinazione reddito di impresa .....	1.500
Modifiche determinazione reddito lav. autonomo .....	800
Detassazione abitazione principale .....	-1.000
Altre (3) .....	300
Imposte indirette: (4) .....	700
<i>L. 24.12.93, n. 538 (legge finanziaria)</i>	
Parziale recupero drenaggio fiscale .....	-2.300
Altre perdite di gettito attese (5) .....	-4.900
<i>DL 30.12.93, n. 557</i>	
Imposte indirette:	
Introduzione nuove modalità liquidazione IVA .....	2.500
Modifiche aliquote e riduzione agevolazioni .....	1.100
Imposta fabbr. benzina e prodotti alcolici .....	1.400
Altre misure .....	900
Imposte dirette:	
Misure antielusive (6) .....	800
<b>Altre entrate</b> .....	<b>1.800</b>
Vendita beni e servizi (ristrutturazione Poste) .....	800
<i>L. 24.12.93, n. 537</i>	
Dismissioni patrimoniali INPS, INAIL, INPDAP .....	1.000
<b>Contributi sociali</b> .....	<b>..</b>
<i>L. 24.12.93, n. 537</i>	
– Abolizione contributo assistenza di base .....	-1.200
– Aumento aliquote contributi sanitari ed estensione base imponibile .....	400
– Contributi previdenziali su redditi da lavoro autonomo di soggetti non iscritti alle gestioni previdenziali e riduzione agevolazioni agricole .....	800
<b>TOTALE MANOVRA</b> .....	<b>31.300</b>

(1) Elaborazioni su valutazioni ufficiali. – (2) L'iniziale valutazione pari a 1.500 miliardi netti ha subito successive modifiche in seguito sia alle revisioni delle stime iniziali da parte del Governo, sia alle modifiche apportate dai due rami del Parlamento. Nel complesso le modifiche dovrebbero comportare maggiori entrate pari a 800 miliardi. – (3) Comprende la tassazione dei proventi provenienti da atti nulli o annullabili. – (4) Comprende gli incrementi di gettito dovuti alle modifiche apportate dai due rami del Parlamento in materia di deduzioni IVA e lotterie a estrazione istantanea. – (5) Derivanti da effetti di retroazione sulle entrate di misure di contenimento della spesa e della riduzione, rispetto alle tendenze, del gettito dell'imposta sostitutiva a motivo della riduzione dei tassi di interesse. – (6) Comprende la perdita di gettito dovuta alla revisione degli estimi catastali (in seguito a DLgs 28.12.1993, n. 569).

mento al settore pubblico, in 2.200 miliardi. Le innovazioni apportate dalle Camere al disegno di legge hanno comportato un maggiore onere per circa 2.000 miliardi rispetto alle originarie previsioni del Governo. Di questi, 1.000 miliardi sono attribuibili all'aumento (in ragione della differenza fra il tasso di inflazione effettivo e quello programmato per il 1993) delle pensioni previdenziali e assistenziali di importo non superiore a lire 1.000.000 lorde mensili concesso con decorrenza dal 1° gennaio 1994 e all'anticipo dal 1° gennaio 1995 al 1° luglio 1994 degli aumenti per le "pensioni d'annata" di alcune categorie di percettori. L'istituzione di un fondo per l'occupazione presso il Ministero del lavoro e della previdenza sociale per circa 600 miliardi ha comportato un maggiore onere: il fondo è destinato a interventi da definirsi volti a fronteggiare l'emergenza occupazionale. I rimanenti 400 miliardi sono imputabili ad alcuni provvedimenti minori: fra gli altri, il differimento dell'entrata in vigore della nuova normativa sul cumulo delle pensioni al 1° gennaio 1995.

**Altre spese.** — Le disposizioni governative concernenti la riduzione dei trasferimenti alle regioni a statuto speciale e la restituzione dei rimborsi d'imposta della regione Sicilia non hanno subito modifiche nel processo di conversione in legge. Esse hanno un effetto sui costi del settore pubblico pari all'eventuale riduzione delle spese a carico delle regioni, in conseguenza dei minori trasferimenti netti.

Altri interventi sul bilancio per il 1994 comportano risparmi di spesa in conto capitale per circa 11.000 miliardi. Si tratta in gran parte di minori trasferimenti in conto capitale alle imprese e ad altri enti del settore pubblico, nonché di modifiche delle quote annue di spesa relative a leggi di carattere pluriennale. I risparmi includono inoltre, seguendo la classificazione valida per il settore statale, contenimenti delle spese per investimenti valutabili in circa 2.000 miliardi e riduzioni di partite finanziarie per circa 500 miliardi.

### Le entrate

Le misure della manovra di bilancio per il 1994 dovrebbero comportare un incremento di gettito per il settore pubblico pari a 5.600 miliardi, al netto delle riduzioni attese (cfr. il riquadro: La manovra di bilancio per il 1994 in Bollettino Economico n. 21, ottobre 1993).

Parte delle misure sono contenute, oltre che nella legge finanziaria, in provvedimenti legislativi che, presentati in Parlamento lo scorso settembre, sono stati successivamente approvati. Inoltre, nella legge collegata alla finanziaria era prevista l'adozione, entro la fine del 1993, di norme integrative in grado di assicurare gettito aggiuntivo in misura non inferiore a 6.700 miliardi; il DL 30.12.93, n. 557 ha assicurato il raggiungimento di tale obiettivo.

La parte preponderante del provvedimento incide sull'imposizione indiretta. Il gettito atteso dalle norme in tema di imposta sul valore aggiunto ammonta a 3.600 miliardi. Di questi, 2.500 miliardi deriveranno dall'effetto *tantum* dell'introduzione di un nuovo metodo di calcolo delle liquidazioni periodiche dell'IVA, con de-

correnza dal 1° aprile 1994. Ulteriori 800 miliardi conseguono dall'aumento dal 12 al 13 per cento dell'aliquota intermedia dell'IVA. L'intervento ha esercitato un impatto sull'indice del costo della vita di poco superiore a 1 decimo di punto. Altre misure in tema di IVA riguardano ulteriori adeguamenti di aliquote e l'eliminazione di alcuni trattamenti agevolati (cfr. Appendice legislativa); a esse corrispondono maggiori introiti netti per circa 300 miliardi per il 1994.

In tema di accise, l'aumento di introiti previsti è pari a 1.400 miliardi. L'aumento dell'imposta di fabbricazione sulla benzina amplia il divario (già maggiore della soglia minima di 50 ECU per 1.000 litri stabilita dalla Comunità) tra le aliquote applicate rispettivamente alla benzina super e a quella senza piombo, in modo da penalizzare la tipologia maggiormente inquinante. Anche in questo caso, l'impatto sul costo della vita è valutabile in circa 1 decimo di punto.

Ulteriori 900 miliardi sono attesi da misure di varia natura. Nel settore delle imposte sui giochi di abilità, gli interventi hanno per oggetto le modalità di funzionamento delle lotterie "istantanee" e dei concorsi pronostici, con un effetto sul gettito pari a 250 miliardi. È stata prorogata anche per il 1994 l'imposta straordinaria a fronte dell'immatricolazione delle auto e dei motoveicoli di lusso, la cui vigenza era originariamente prevista per il solo anno 1993. È stato semplificato il quadro della tassazione sugli atti riguardanti i rapporti delle banche con la loro clientela. È stata ridotta dal 9 al 6 per cento la misura degli interessi sui crediti e sui debiti d'imposta. Infine, circa 500 miliardi deriveranno dall'adeguamento al tasso d'inflazione di alcuni tributi in cifra fissa e dei prezzi di vendita dei tabacchi lavorati, da effettuarsi con decreto ministeriale entro il prossimo 30 aprile.

I provvedimenti che hanno effetto sull'imposizione diretta dovrebbero incrementare il gettito di circa 800 miliardi. Si tratta di misure che hanno essenzialmente carattere antielusivo. Parte dell'incremento deriva da azioni volte a ridimensionare il sistema delle agevolazioni tributarie, riducendo le esenzioni o limitando le detrazioni d'imposta; altre norme mirano a meglio definire la normativa vigente e si pongono l'obiettivo di razionalizzare alcuni aspetti dell'ordinamento tributario, dando concreta applicazione a principi generali nel caso di fattispecie che tendono a favorire comportamenti elusivi (cfr. Appendice legislativa).

Entrate aggiuntive sono infine attese dalla vendita di beni e servizi conseguenti al piano di ristrutturazione dell'ente Poste italiane e dalle dismissioni di immobili da parte di INPS, INAIL e INPDAP, in linea con quanto previsto dalle disposizioni governative originarie.

Nel campo dei contributi sociali, la L. 24.12.93, n. 537 conferma sostanzialmente le disposizioni governative in materia di contribuzione a carico dei rapporti di collaborazione, mentre integra il disegno di legge disponendo una riduzione delle agevolazioni contributive per le aziende agricole ubicate in zone svantaggiate. Tuttavia l'effetto complessivo sul gettito, al netto delle minori entrate conseguenti all'abolizione del contributo obbligatorio per l'assistenza medica, risulta trascurabile.

suoi effetti finanziari sono riconducibili agli stessi pregi della manovra: più che ricorrere a inasprimenti fiscali, è stata scelta la via, in prospettiva proficua, della razionalizzazione della spesa e della riforma delle strutture organizzative delle Amministrazioni pubbliche, con particolare riferimento al rapporto di pubblico impiego e alle prassi e procedure che regolano la domanda pubblica.

In riduzione del fabbisogno per il 1994 opererà il favorevole andamento dei tassi d'interesse, la cui discesa è stata assai più rapida del previsto (cfr. il riquadro: *La spesa per interessi* nel capitolo *La finanza pubblica*). Qualora i tassi permanessero sugli attuali livelli, la spesa per interessi del 1994 risulterebbe inferiore di circa 10.000 miliardi alle valutazioni contenute nelle stime del settembre 1993, consentendo, per la prima volta dal 1987, una riduzione della sua incidenza sul PIL.

Nel complesso, il fabbisogno del settore statale nel 1994 tende a discostarsi dall'obiettivo di 144.200 miliardi; lo scarto per l'obiettivo di avanzo primario potrebbe essere di rilievo, tanto più se la ripresa internazionale, e quindi quella interna, su cui le previsioni governative sono fondate, tardassero a manifestarsi. La valutazione del rischio di mancare obiettivi essenziali per il riequilibrio dell'economia, per ulteriori progressi dei mercati finanziari, e la definizione dei correttivi che si renderanno necessari potranno aver luogo sulla base della prossima Relazione trimestrale di cassa che il Ministro del tesoro presenterà al Parlamento.

Per rafforzare la fiducia degli operatori, consolidare il vantaggio conseguente alla riduzione della spesa per interessi grazie al calo dei tassi e beneficiare pienamente della ripresa internazionale è indispensabile che la politica di bilancio continui a perseguire la stabilizzazione del debito pubblico e il riassorbimento del disavanzo corrente. Corretto per l'inflazione, quest'ultimo aggregato misura il contributo dell'operatore pubblico alla formazione del risparmio del Paese; esso è tuttora lievemente negativo. A un risparmio pubblico positivo potrà corrispondere, mantenendo l'indirizzo volto alla riduzione del rapporto tra debito pubblico e prodotto interno lordo, una spesa in conto capitale diretta a colmare il divario nella dotazione di infrastrutture esistente tra le diverse regioni

italiane e rispetto ad altri paesi. L'esigenza di investimenti in opere pubbliche – in particolare quelle tecnologicamente più qualificate – non è in contraddizione con lo sforzo di contenere nell'immediato le erogazioni in conto capitale, gonfiate da oneri impropri.

Il concreto avvio del programma di privatizzazione delle imprese pubbliche rappresenta uno dei tratti innovativi dell'azione intrapresa dal Governo. Si è perfezionata la cessione di importanti imprese industriali partecipate dall'IRI e dall'ENI; la revisione delle norme che regolano gli assetti proprietari delle aziende da porre sul mercato ha favorito il collocamento presso investitori privati di quote del Credito Italiano e dell'IMI. È prossimo quello della Banca Commerciale Italiana. Obiettivi principali del programma di privatizzazione sono il rafforzamento della posizione competitiva del sistema produttivo e la diffusione della proprietà azionaria.

All'inizio del 1994 si è confermata la decelerazione della moneta, unita a segni di ripresa degli impieghi bancari. In queste condizioni, come è già stato richiamato nel capitolo *I mercati monetari e finanziari*, il 17 febbraio è stato possibile ridurre di mezzo punto il tasso ufficiale di sconto, al 7,5 per cento, il livello più basso dal 1976. Nei giorni successivi le principali banche hanno ridotto i tassi praticati alla migliore clientela in misura analoga; i tassi d'interesse sul mercato interbancario hanno mostrato una flessione di circa 0,3 punti percentuali. Sui rendimenti dei titoli pesano invece, oltre alle incertezze di natura interna, quelle legate all'evoluzione dei mercati finanziari internazionali, che hanno risentito negativamente della decisione della Federal Reserve di aumentare i tassi d'intervento. Continua invece, pur con ampie oscillazioni, il favorevole andamento della borsa.

Per le quotazioni della lira, i segnali di rafforzamento che si sono manifestati nel periodo più recente si consolideranno con il dispiegarsi della ripresa ciclica e con il venir meno delle incertezze sul quadro politico, a condizione che proseguano l'azione di riequilibrio dei conti pubblici e l'indirizzo di moderazione salariale adottato dalle parti sociali.

La politica monetaria è impegnata a favorire un ulteriore rallentamento dell'inflazione verso i livelli

dei principali paesi industriali, lasciando spazio, al tempo stesso, per la ripresa dell'attività economica. Lo scorso autunno, la Banca d'Italia ha fissato per il 1994 un obiettivo di espansione dell'aggregato monetario M2 compreso fra il 5 e il 7 per cento. L'obiettivo tiene conto della probabile, ulteriore diminuzione della velocità di circolazione della moneta indotta dai più bassi tassi d'interesse; è coerente con la previsione di crescita del reddito e con l'impegno a ridurre l'inflazione.

Al conseguimento dell'obiettivo di M2 corrisponderà un ulteriore, seppur moderato, calo del rapporto fra moneta e attività finanziarie; ciò presuppone che sia mantenuta la fiducia del pubblico nei confronti dell'investimento in titoli di Stato. Il superamento della recessione e la ripresa degli investimenti agiranno in senso espansivo sulla domanda di credito; i finanziamenti al settore non statale dell'economia, cresciuti solo dell'1 per cento nel 1993, potranno espandersi del 6-7 per cento nel corso di quest'anno.



## Note

### L'accordo dell'Uruguay Round

Il 15 dicembre scorso, a sette anni dall'avvio, si è concluso il negoziato dell'Uruguay Round per la riforma del GATT (General Agreement on Tariffs and Trade). L'accordo, che verrà ufficialmente firmato dai 117 paesi partecipanti nell'aprile prossimo a Marrakech, entrerà in vigore entro la fine del 1995 e avrà piena applicazione nei successivi dieci anni. Si apre adesso una fase importante legata alla progressiva applicazione dell'accordo, durante la quale le non sopite pressioni protezionistiche dovranno essere ricomposte nel nuovo quadro istituzionale e normativo degli scambi internazionali.

I principali contenuti dell'accordo possono essere sintetizzati come segue:

- vengono stabilite riduzioni tariffarie tali da abbassare i dazi sulle importazioni di prodotti industriali in media di oltre il 30 per cento, a un livello medio di circa il 3 per cento;
- si sottopongono per la prima volta alla disciplina multilaterale i settori dell'agricoltura e del tessile: importanti risultati riguardano, rispettivamente, la riduzione dei sussidi e l'abbattimento delle barriere quantitative alle importazioni;
- la giurisdizione del GATT viene estesa agli scambi di servizi, per i quali è prevista una progressiva liberalizzazione, e alla protezione della proprietà intellettuale;
- si riforma e si estende la disciplina multilaterale sul *dumping*, sui sussidi all'esportazione e alla produzione interna e sugli appalti pubblici;
- si rafforza l'assetto istituzionale del GATT, riformando le procedure di risoluzione delle controversie commerciali tra paesi e prevedendo la costi-

tuzione di un organismo internazionale, l'Organizzazione del commercio mondiale, con compiti di supervisione e controllo.

Il sistema internazionale degli scambi che scaturirà dall'accordo sarà più aperto e trasparente, maggiormente improntato al multilateralismo; vengono infatti ridotti gli ambiti di applicazione degli strumenti di ritorsione unilaterale e di risoluzione bilaterale delle dispute internazionali. L'abbattimento delle barriere doganali, la riduzione dei sussidi all'agricoltura, il rafforzamento della sorveglianza multilaterale stimoleranno il commercio internazionale. Un impulso agli scambi e agli investimenti dovrebbe provenire dal rafforzamento della protezione della proprietà intellettuale. Per quanto riguarda il settore dei servizi, i risultati concreti di liberalizzazione conseguiti dall'accordo sono nel complesso limitati e inferiori alle aspettative poiché sono esclusi, per il momento, il comparto finanziario e assicurativo, quello degli audiovisivi e delle telecomunicazioni e del trasporto aereo e marittimo. Tuttavia, consultazioni volte a migliorare le attuali proposte di liberalizzazione nei servizi sono già state programmate a scadenze regolari.

Altre importanti questioni rimaste fuori dal recente negoziato saranno oggetto di esame presso la futura Organizzazione del commercio mondiale: la tutela della concorrenza, le norme ambientali, gli investimenti diretti, la normativa sul lavoro. I futuri negoziati multilaterali non saranno condotti globalmente, ma procederanno indipendentemente per singole questioni.

L'Italia dovrebbe beneficiare dell'impulso alla crescita degli scambi e del reddito derivante dall'ac-

cordo, ma è probabile che vi sia un impatto negativo in alcuni settori di attività: in primo luogo in quello agricolo e, in misura minore, in alcuni comparti dell'industria meccanica e dell'abbigliamento.

### 1. Valutazione degli effetti dell'accordo

Una valutazione degli effetti dell'accordo è stata effettuata in due studi condotti dall'OCSE e dalla Banca mondiale (1). Ambedue gli studi stimano solo gli effetti "statici" della liberalizzazione commerciale nel settore delle merci; essi non tengono conto degli effetti che deriveranno dall'apertura dei mercati dei servizi, dalla protezione della proprietà intellettuale e dalla nuova normativa contro il *dumping* e i sussidi; inoltre, essi non considerano i rilevanti, positivi effetti sulla crescita determinati dagli accresciuti tassi di investimento e di innovazione tecnologica, favoriti dalla maggiore concorrenza, globalità e certezza dei mercati mondiali. I lavori si basano su modelli di equilibrio generale che riproducono le interrelazioni commerciali tra le principali aree dell'economia mondiale nell'ipotesi di concorrenza perfetta, assenza di economie di scala e piena occupazione delle risorse. I modelli stimano i benefici per i consumatori nel lungo periodo (a dieci anni dall'entrata in vigore dell'accordo), derivanti da una riduzione del 30 per cento circa delle tariffe, delle barriere quantitative e dei sussidi all'agricoltura, un'ipotesi molto vicina al testo finale dell'accordo. Gli incrementi di benessere sono misurati in termini di variazioni del reddito dei consumatori e sono determinati dall'effetto congiunto delle variazioni delle ragioni di scambio e delle entrate tariffarie e dalla allocazione più efficiente delle risorse. Complessivamente, i due studi valutano in 210-270 miliardi di dollari all'anno (ai prezzi del 1992) i guadagni di reddito. Le misure di liberalizzazione degli scambi agricoli comporterebbero, da sole, un guadagno di circa 190 miliardi di dollari. Tali benefici sarebbero equivalenti allo 0,7 - 0,9 per cento del prodotto mondiale tra dieci anni. Tra le aree industriali, i guadagni più rilevanti sarebbero ottenuti dall'UE, dal Giappone e dai paesi dell'EFTA; tra quelle in via di sviluppo, dai paesi asiatici di recente industrializzazione e dalla Cina, mentre i paesi più

poveri dell'Africa, importatori netti di beni alimentari, subirebbero perdite nette di reddito.

### 2. La liberalizzazione nel settore dei manufatti

Per quanto riguarda la riduzione dei dazi sulle importazioni di prodotti industriali, l'accordo del 15 dicembre si basa sull'intesa preliminare raggiunta nel luglio scorso a Tokio dai paesi del G7, estesa nei mesi successivi ad altri prodotti e paesi (2). Esso prevede l'azzeramento dei dazi in alcuni settori, generalmente nell'arco di sei anni, e riduzioni medie delle tariffe in altri settori nella misura del 30 per cento e oltre (tav. 1). I comparti industriali oggetto della liberalizzazione più estesa risultano quelli della meccanica non elettrica e quelli ad alta intensità di risorse naturali; quelli in cui i dazi scenderanno in misura relativamente minore saranno il settore dei trasporti e quelli del tessile, dell'abbigliamento, del cuoio e delle calzature; i cosiddetti "picchi" tariffari, ossia i dazi superiori al 15 per cento, che si concentrano proprio in questi ultimi settori, verranno ridotti in misura variabile da prodotto a prodotto. In definitiva, secondo stime provvisorie del GATT, la quota delle voci d'importazione dei paesi industriali esenti da tariffe dovrebbe salire dall'attuale 20 per cento a oltre il 40. La tariffa media ponderata sulle importazioni di manufatti dei paesi industriali dovrebbe ridursi del 38 per cento, scendendo a un livello di circa il 3 per cento (3).

Le riduzioni delle tariffe doganali nella chimica, nella siderurgia e nei settori cosiddetti "maturi" dovrebbero favorire soprattutto l'UE, le cui esportazioni sono più concentrate in questi settori; l'Italia, in particolare, dovrebbe avvantaggiarsi di una crescita delle esportazioni nei settori tradizionali del tessile, del cuoio e della ceramica. Gli Stati Uniti e il Giappone beneficerebbero invece maggiormente dell'abbattimento dei dazi nella meccanica e nell'elettronica (tav. 1) (4).

Nei settori del tessile e dell'abbigliamento, oltre alla riduzione delle tariffe, si è raggiunta un'intesa sul graduale smantellamento dei contingenti bilaterali al-

le importazioni dei paesi industriali introdotti con l'Accordo Multifibre del 1974 (5). Questa misura contribuirà ad accrescere la concorrenza delle esportazioni di quei PVS con economie in rapida espansione e costi contenuti della mano d'opera. Inoltre, vengono introdotte norme più severe sulla contraffazione, che colpisce in particolare le esportazioni europee di alta qualità.

### 3. La liberalizzazione degli scambi agricoli

L'accordo prevede una significativa liberalizzazione degli scambi agricoli entro sei anni (dieci per i PVS), attraverso la diminuzione dei sussidi e degli aiuti all'agricoltura, la rimozione di tutte le barriere quantitative alle importazioni e la riduzione di quelle tariffarie (tav. 1).

Tav. 1

#### Misure di liberalizzazione stabilite nell'accordo

SETTORI	Misure	Composizione delle esportazioni per settore (in percentuale delle esportazioni dell'area)			
		Stati Uniti	Giappone	UE (1)	Italia
Agricoltura e industria alimentare .....	Riduzione del 21 per cento dei volumi delle esportazioni sussidiate e del 36 per cento del valore dei sussidi; riduzione del 20 per cento del sostegno interno agli agricoltori; trasformazione delle misure non tariffarie in tariffe e loro riduzione del 36 per cento entro 6 anni (2) ...	9,4	0,6	10,7	6,9
Materie prime non agricole ..	Riduzione generalizzata del 30 per cento delle tariffe (2) .....	9,1	1,0	5,8	2,9
Chimica .....	Armonizzazione e riduzione delle tariffe al di sotto del 6,5 per cento (2) .....	10,8	5,5	12,3	6,7
di cui: Farmaceutica ....	Azzeramento delle tariffe entro 6 anni (2) (3) ..	0,4	0,1	1,1	0,5
Meccanica .....	Riduzione generalizzata del 30 per cento delle tariffe (2) .....	50,5	73,1	40,3	38,9
di cui: Elettronica .....	Abbattimento del 50 per cento e più delle tariffe (2) (3) (4) .....	6,5	8,6	3,2	2,6
Macchinari agricoli e da costruzione e apparecchiature mediche .....	Azzeramento delle tariffe entro 6 anni (2) (3) ..	4,6	3,1	2,8	2,4
Siderurgia e metalli non ferrosi .....	Azzeramento delle tariffe entro 6 anni (2) (3) ..	2,5	5,0	5,5	4,3
Mobili .....	Azzeramento delle tariffe entro 6 anni (2) (3) ..	0,5	0,1	1,3	3,2
Legname e carta .....	Azzeramento delle tariffe (2) (3) .....	1,8	0,7	2,3	1,7
Tessile e abbigliamento ...	Riduzione generalizzata del 30 per cento delle tariffe; smantellamento dei contingenti del Multifibre entro 10 anni (2) (5) .....	2,2	2,3	6,4	12,5
Pelli, borse, calzature .....	Riduzione generalizzata del 30 per cento delle tariffe (2) (5) .....	0,4	0,1	1,6	5,7
Ceramiche e vetro .....	Riduzione generalizzata del 30 per cento delle tariffe (2) (5) .....	0,8	1,1	2,9	3,8
Altri manufatti .....	Riduzione generalizzata del 30 per cento delle tariffe (2) .....	12,0	10,5	11,1	13,2

Fonte: OCSE.

(1) Includo le esportazioni interne all'area. - (2) Il periodo di transizione decorre dall'entrata in vigore dell'accordo, prevista per il 1995, e ha una durata massima di 10 anni. - (3) Le riduzioni tariffarie non riguardano tutti i prodotti del settore. - (4) Esclusa l'elettronica di consumo. - (5) È inoltre prevista la riduzione selettiva delle tariffe superiori al 15 per cento.

Vengono mantenuti gli aiuti che non hanno effetti distortivi sulla produzione, quali le integrazioni al reddito degli agricoltori (6). Per facilitare l'attuazione delle misure di liberalizzazione è stata siglata una "clausola di pace", in base alla quale non si farà ricorso a ritorsioni commerciali per i primi nove anni dall'entrata in vigore dell'accordo. Dopo sei anni, verranno avviate consultazioni per l'ulteriore liberalizzazione in agricoltura. L'accordo contiene inoltre l'impegno a rafforzare i programmi di aiuto alimentare ai paesi più poveri importatori netti di prodotti agricoli, i cui prezzi mondiali dovrebbero aumentare in seguito all'abolizione dei sussidi alle esportazioni dei paesi industriali (7).

Secondo uno studio condotto dalla Banca mondiale e dall'OCSE (8), la liberalizzazione degli scambi agricoli prevista dall'accordo dovrebbe avvantaggiare soprattutto i PVS esportatori di prodotti agricoli alimentari, in seguito al miglioramento delle loro ragioni di scambio (9). I guadagni per i paesi industriali, stimati pari a circa lo 0,7 per cento del PIL, deriverebbero dalla riduzione dei prezzi interni dei prodotti agricoli e dallo storno di risorse dall'inefficiente settore agricolo verso attività più produttive.

Tav. 2

**Misure di sostegno agricolo  
nei principali paesi industriali nel 1992**

VOCI	Stati Uniti	Giappone	UE	OCSE
Sussidi alla produzione (1) (in percentuale)	28	71	47	44
di cui: <i>sostegno ai prezzi</i> . . . . .	17	60	41	35
Trasferimenti all'agricoltura (2)				
in mld. di dollari . . . .	91,1	74,0	155,9	353,7
in percentuale del PIL	1,5	2,0	2,3	1,9

Fonte: OCSE

(1) In percentuale della produzione valutata ai prezzi interni; comprendono le misure di sostegno ai prezzi, i trasferimenti diretti in bilancio in favore degli agricoltori, al netto del prelievo fiscale, e altre forme di sostegno statale. - (2) Comprendono l'ammontare dei trasferimenti statali in favore dell'agricoltura, al netto degli introiti doganali sulle importazioni di prodotti agricoli, e l'ammontare dei trasferimenti dai consumatori agli agricoltori tramite le misure di sostegno ai prezzi.

La liberalizzazione degli scambi agricoli colpisce soprattutto i produttori del Giappone e dell'UE – che nel 1992 ricevevano sussidi rispettivamente per il 71 e il 47 per cento del valore della produzione agricola, principalmente attraverso misure di sostegno ai prezzi – e in misura minore quelli degli Stati Uniti, i cui sussidi equivalevano al 28 per cento del valore della produzione e riguardavano soprattutto integrazioni del reddito agricolo (tav. 2) (10). Gli esportatori italiani di prodotti mediterranei saranno colpiti dalla limitazione dei sussidi; in questo e negli altri comparti dell'agricoltura, i produttori italiani risentiranno negativamente anche della più agguerrita concorrenza da parte degli altri membri dell'UE.

#### 4. L'accordo sugli scambi di servizi

L'accordo raggiunto nel settore dei servizi si articola in tre parti:

- un accordo-quadro, che estende e adatta al settore dei servizi i principi generali del GATT sulla liberalizzazione degli scambi;
- quattro protocolli, che dettano i principi-guida per i settori dei servizi finanziari, delle telecomunicazioni, dei trasporti aerei e dei movimenti dei lavoratori;
- una lista di impegni assunti dai paesi partecipanti nei settori in cui essi intendono introdurre misure di liberalizzazione.

L'accordo-quadro introduce l'obbligo generale di estendere a tutti i paesi partecipanti la clausola della "nazione più favorita" (NPF); tuttavia, consente di richiedere un'esenzione temporanea da detto obbligo in determinati settori, con il vincolo di revisione entro cinque anni. Esso introduce i principi generali di trasparenza e applicazione imparziale della legislazione nazionale, quello di mutuo riconoscimento e l'obbligo per i paesi di contrastare il sorgere di situazioni di abuso delle posizioni di monopolio. Stabilisce altresì il rispetto dei principi dell'"accesso al mercato" (rimozione degli ostacoli al libero stabilimento di aziende straniere e alla prestazione di servizi *cross-border*) e del "trattamento nazionale" (concessione alle aziende straniere localizzate nel territorio del paese di un trattamento non peggiore di quello attribuito ai concorrenti nazionali). Estende ai servizi la giurisdizione

multilaterale in materia di risoluzione delle dispute internazionali e di applicazione delle misure di ritorsione commerciale. Sotto quest'ultimo aspetto, è stata accolta la richiesta americana di permettere la cosiddetta "ritorsione incrociata", che prevede l'imposizione di dazi punitivi sulle importazioni di merci da quei paesi che non rispettano gli impegni assunti nel settore dei servizi.

Tav. 3

**Esportazioni di servizi**  
(anno 1989; miliardi di dollari)

VOCI	Stati Uniti	Giappone	UE (1)	Italia
Viaggi .....	35,2	3,1	78,8	12,0
Trasporti .....	31,1	17,7	89,4	8,9
Servizi governativi ....	12,3	2,7	19,5	0,2
Altri servizi privati ....	25,8	16,6	113,1	10,6
di cui: <i>assicurativi</i> ..	1,6	0,7	10,4	0,7
<i>finanziari</i> ...	5,0	....	6,0(2)	....
<i>poste e telec.</i>	2,5	....	2,6(3)	....
<i>audiovisivi</i> ..	1,1	....	1,5(4)	0,1
<b>Totale ...</b>	<b>104,4</b>	<b>40,1</b>	<b>293,5</b>	<b>31,6</b>
<i>In percentuale delle esportazioni di servizi dei paesi dell'OCSE ..</i>	<i>19,7</i>	<i>7,6</i>	<i>55,5</i>	<i>6,0</i>

Fonte: OCSE.

(1) Inclusi gli scambi interni all'area. - (2) Esclusi Grecia, Italia, Irlanda e Portogallo. - (3) Esclusi Belgio-Lussemburgo, Danimarca, Italia, Paesi Bassi e Portogallo. - (4) Esclusi Grecia, Irlanda, Spagna e Portogallo.

Fino all'ultimo, si è tentato di raggiungere un'intesa tra l'UE e gli Stati Uniti nei settori finanziario e assicurativo, degli audiovisivi e dei trasporti marittimi. Nel primo di questi settori, la rottura dei negoziati è stata determinata dal rifiuto degli Stati Uniti di applicare il principio della NPF, che avrebbe comportato un'estensione delle offerte americane di liberalizzazione anche al Giappone e ai PVS, nonostante le deludenti concessioni da questi proposte. I negoziati riprenderanno entro sei mesi dall'entrata in vigore dell'accordo globale, nel frattempo, le offerte di liberalizzazione finora avanzate verranno applicate in maniera non vincolante. Nel settore dei trasporti marittimi, l'UE ha giudicato insufficienti le offerte americane sulla liberalizzazione delle rotte oceaniche; in quello degli audiovisivi, in cui gli Stati Uniti sono forti esportatori netti, non è stata accolta la richiesta comunitaria di eccezione, per motivi di salvaguardia della propria cultura, al libero accesso dei prodotti stranieri.

I servizi rappresentano circa il 20 per cento dell'interscambio totale dei paesi dell'OCSE; i principali esportatori sono l'UE e gli Stati Uniti, che nel 1989 detenevano una quota delle esportazioni mondiali di servizi rispettivamente pari al 56 per cento (inclusiva degli scambi interni all'area) e al 20 per cento (tav. 3). Il comparto finanziario e assicurativo rappresentava il 6 per cento circa delle esportazioni di servizi degli Stati Uniti e dell'UE.

Sebbene i principî generali contenuti nell'accordo-quadro si estendano a tutti i servizi, in alcuni dei comparti più rilevanti il Round non è riuscito a raggiungere concreti risultati in materia di liberalizzazione. Un'effettiva apertura dei mercati è stata raggiunta nei settori dei servizi per il turismo, legali, contabili e di *software*, per i quali anche i PVS hanno acconsentito alla liberalizzazione. Negli importanti comparti dei trasporti marittimi, in quello finanziario e assicurativo e in quello degli audiovisivi l'accordo è per il momento fallito. È stata inoltre rinviata la conclusione del negoziato nei settori delle telecomunicazioni e dei trasporti aerei e sulla liberalizzazione dei movimenti dei lavoratori. Lo stesso accordo-quadro prevede l'avvio di negoziati per il miglioramento delle proposte di liberalizzazione nel settore dei servizi a cinque anni dall'entrata in vigore dell'accordo globale e a successive scadenze regolari.

## 5. La protezione della proprietà intellettuale

Un'intesa internazionale sulla protezione della proprietà intellettuale è stata a lungo perseguita dai paesi industriali *leaders* nell'innovazione tecnologica, soprattutto dagli Stati Uniti, che vi hanno ravvisato uno strumento indispensabile per garantire incentivi finanziari adeguati al processo innovativo e difendere gli interessi economici dei loro esportatori nei settori ad alta intensità tecnologica. L'accordo del 15 dicembre prevede l'armonizzazione e il rafforzamento delle legislazioni nazionali in materia di protezione della proprietà intellettuale, nel rispetto dei principi del trattamento nazionale e della non discriminazione tra partner commerciali.

In particolare, esso prevede la protezione di tutti i brevetti, tranne quelli sulle bio-tecnologie, per la durata di vent'anni; la protezione dei diritti d'autore, in cui vengono compresi i programmi di *software*, per cinquant'anni e dei progetti industriali per dieci anni. Sono previste inoltre norme a protezione dei marchi di fabbrica e della denominazione di origine, soprattutto nei settori del vino e degli alcoolici, e contro la divulgazione non autorizzata dei segreti commerciali. Nel settore farmaceutico, l'accordo proibisce ai paesi di imporre l'obbligo di concessione della licenza sui prodotti brevettati, salvo alcune eccezioni. Per l'adeguamento della legislazione nazionale alla nuova disciplina multilaterale, ai PVS è generalmente concesso un periodo di transizione più lungo di quello previsto per i paesi industriali (fino a undici anni per i paesi più poveri). All'accordo sulla protezione della proprietà intellettuale vengono estesi i meccanismi istituzionali del GATT per la risoluzione delle dispute internazionali e l'applicazione di sanzioni.

ammontava a quasi 13,3 miliardi di dollari, mentre l'interscambio del Giappone e quello dell'UE erano in passivo (tav. 4). In queste tre aree, le esportazioni di prodotti ad alta intensità di proprietà intellettuale superano il 16 per cento delle esportazioni totali (tav. 4).

Le misure concordate in materia di protezione dei brevetti e dei marchi renderanno più costoso per i PVS l'accesso alle tecnologie dei paesi industriali. D'altra parte, creando una situazione di maggiore certezza, dovrebbero favorire l'afflusso degli investimenti stranieri nei paesi in via di sviluppo e limitare il ricorso a misure di ritorsione commerciale motivate dall'insufficiente protezione della proprietà intellettuale.

#### 6. L'accordo in materia di *dumping*, sussidi, misure di salvaguardia, appalti pubblici

La precedente disciplina multilaterale sulle azioni contro il *dumping* e i sussidi (azioni *antidumping* e compensative) e sulle misure di salvaguardia si è rivelata inadeguata, in quanto consentiva il ricorso a strumenti di pressione unilaterale e la risoluzione bilaterale delle dispute commerciali al di fuori del GATT. Azioni *antidumping* e Accordi di restrizione volontaria delle esportazioni (VER) sono stati impiegati in misura crescente con intenti protezionistici soprattutto dagli Stati Uniti e dall'UE nei confronti dei PVS asiatici, del Giappone, dei paesi dell'EFTA e dell'Est europeo, in larga parte nei settori "maturi" o caratterizzati da eccessi di capacità produttiva.

L'accordo del 15 dicembre disciplina il ricorso alle azioni *antidumping* e compensative in maniera più restrittiva, rendendone allo stesso tempo più difficile l'elusione. Inoltre rafforza la sorveglianza multilaterale sull'adozione di misure di protezione a fronte di un aumento improvviso e cospicuo delle importazioni ("misure di salvaguardia").

Il nuovo codice sul *dumping*, per la prima volta sottoscritto anche dai PVS, definisce regole più stringenti per la determinazione del margine di *dumping*, del danno arrecato ai produttori nazionali e per le procedure da seguire nell'applicazione dei dazi punitivi

Tav. 4

#### Esportazioni di beni a forte intensità di proprietà intellettuale (anno 1989; in percentuale delle esportazioni totali)

VOCI	Stati Uniti	Giappone	UE (1)	Italia
Prodotti con brevetti (2)	10,5	13,2	7,3	6,6
Prodotti con marchio (3)	5,2	4,9	8,2	13,8
Prodotti con diritti d'autore (4) .....	1,1	0,8	0,9	0,4
<b>Totale . . .</b>	<b>16,8</b>	<b>18,9</b>	<b>16,4</b>	<b>20,8</b>
<i>Per memoria</i>				
Saldi della bilancia tecnologica (5) anno 1990, in mld. di dollari .....	13,3	-0,6	-5,3	-0,5

Fonte: K.E. Markus, *Intellectual Property Rights and International Trade*, European Economy, n. 52, 1993; OCSE.

(1) Inclusi gli scambi interni all'area. - (2) Essenzialmente prodotti chimici, farmaceutici, taluni macchinari, semiconduttori e strumenti di precisione. - (3) Essenzialmente bevande alcoliche, cosmetici, prodotti in vetro, parti di veicoli, mobili, valigeria, abbigliamento, orologi e giocattoli. - (4) Opere stampate e registrazioni audio-visive. - (5) Entrate nette per brevetti, licenze, *know-how*, servizi tecnici e di ricerca.

Gli Stati Uniti sono il paese con le entrate più alte legate allo sfruttamento dei diritti della proprietà intellettuale; nel 1990 il loro attivo in questo comparto

(della durata massima di cinque anni). Su pressione americana e comunitaria, l'accordo introduce alcune norme contro l'elusione della disciplina sul *dumping*; stabilisce, in particolare, che l'imposizione di dazi punitivi si estenda anche alle componenti del prodotto destinate all'assemblaggio nel paese importatore.

In materia di sussidi l'accordo disciplina l'ammontare e il tipo di sostegni all'industria che possono essere oggetto di contro-dazi compensativi (11). Sono controaziabili i sussidi "specifici", ossia quelli limitati a un sottogruppo di imprese o industrie, purché sia fornita evidenza del danno arrecato (12). Non possono essere oggetto di contro-dazi i sussidi estesi all'intero sistema industriale, quelli erogati alle imprese per la ricerca (13), quelli per il miglioramento degli standard ambientali e, infine, gli aiuti regionali, in favore dei quali si era a lungo battuta l'UE. Nella seconda metà degli anni ottanta, i paesi dell'OCSE hanno destinato al sostegno all'industria sussidi equivalenti a circa il 2,5 per cento del valore aggiunto manifatturiero; quote crescenti dei sussidi sono state destinate agli aiuti all'esportazione (20 per cento), a quelli regionali (22) e alla ricerca (11,5).

La nuova disciplina sulle misure di salvaguardia introduce regole più chiare sulla determinazione del danno subito dai produttori nazionali in seguito a un aumento improvviso delle importazioni e prevede che l'applicazione delle misure avvenga in linea di principio su base non discriminatoria e per una durata massima di quattro anni. Tuttavia, in casi limitati, l'adozione di misure di salvaguardia su base "selettiva" potrà essere autorizzata in sede multilaterale. Accordi VER o altre intese equivalenti sono espressamente vietati e quelli ancora in vigore verranno eliminati entro quattro anni. A ciascun paese sarà tuttavia accordata una dilazione delle scadenze fissate limitatamente a un settore. L'UE potrà protrarre per tutto il decennio corrente gli accordi VER che proteggono il mercato automobilistico europeo.

Gli accordi sui sussidi, sul *dumping* e sulle misure di salvaguardia, pur continuando ad attribuire un trattamento preferenziale ai PVS, ne assoggettano i comportamenti a maggiore disciplina rispetto al passato (14).

Il nuovo codice sugli appalti pubblici, sottoscritto dai principali paesi dell'OCSE, dalla Corea del Sud

e da Singapore, apre alcuni nuovi comparti delle commesse statali alla concorrenza internazionale. Per la prima volta, gli appalti banditi dalle autorità pubbliche centrali per la prestazione di servizi e nel settore dei lavori pubblici sono aperti alla partecipazione delle aziende straniere. L'accordo non è stato tuttavia esteso ai concorsi banditi dagli enti locali e da quelli para-statali nei comparti della fornitura di energia, acqua, trasporti e telecomunicazioni. L'intesa è stata ostacolata dal Canada e dagli Stati Uniti, che hanno lamentato una chiusura "di fatto" del mercato comunitario delle telecomunicazioni per la diffusa presenza di monopoli di Stato.

Altre importanti revisioni alla normativa del GATT riguardano l'abolizione dei vincoli all'attività di investimento estero aventi effetti distorsivi sui flussi commerciali (*trade related investment measures* – TRIMS); una maggiore trasparenza e semplificazione delle barriere "tecniche" al commercio, delle regole di origine e dei regimi di licenze alle importazioni; e, infine, il rafforzamento della sorveglianza del GATT sui nuovi accordi preferenziali di commercio o di libero scambio.

## 7. L'assetto istituzionale del GATT

Un importante risultato del negoziato è l'intesa sulla costituzione della World Trade Organization (WTO), con compiti di supervisione sull'applicazione della nuova disciplina multilaterale sugli scambi di merci, di servizi e sulla protezione della proprietà intellettuale (General Agreement on Trade and Services – GATS). La WTO, la cui costituzione è prevista per l'inizio del 1995, sarà amministrata da un Consiglio generale, con funzioni operative, e posta sotto il controllo di un Consiglio composto dai ministri dei paesi partecipanti, che si riunirà almeno ogni due anni.

L'accordo prevede la costituzione di un organismo unificato per la risoluzione multilaterale delle dispute, la cui giurisdizione si estende per la prima volta alle controversie sui servizi e sulla proprietà intellettuale. Le nuove procedure accelerano la soluzione delle dispute con decisioni automatiche e più vincolanti (15); in caso di mancata applicazione delle decisioni, sono previste sanzioni commerciali da attuarsi

sotto la sorveglianza multilaterale. Su richiesta degli Stati Uniti, non sono state espressamente vietate le iniziative di ritorsione unilaterale (16); esse, tuttavia, avranno margini di applicazione assai limitati.

(1) Cfr. OCDE, *Evaluation des effets du cycle d'Uruguay*, 1993 e I. Goldin, O. Knudsen, D. van der Mensbrugge, *Trade Liberalization: Global Economic Implications*, OECD, 1992.

(2) Al momento, sono noti solo alcuni dettagli dell'intesa raggiunta tra l'UE e gli Stati Uniti a metà del dicembre scorso, a cui si riferisce l'analisi settoriale qui riportata.

(3) Una stima dell'entità della liberalizzazione delle importazioni dei PVS non è ancora disponibile; questi avrebbero comunque consolidato i livelli attuali dei dazi su almeno il 65 per cento delle loro voci d'importazione; inoltre, riduzioni tariffarie sostanziali sarebbero state concesse dai paesi emergenti dell'Asia e dell'America latina.

(4) Nel settore dell'elettronica, la revisione delle tariffe ha riguardato in misura minore il comparto dell'elettronica di consumo, in cui il Giappone e i PVS asiatici sono i principali esportatori.

(5) L'Accordo Multifibre è stato recentemente rinnovato per un anno.

(6) La Politica agricola comunitaria (PAC) è stata oggetto nel 1992 di un'ampia riforma, ancora in corso, che dovrebbe comportare una progressiva eliminazione delle misure di sostegno ai prezzi interni entro il 1996 e l'introduzione di misure compensative sotto forma di integrazioni al reddito degli agricoltori.

(7) Una ricerca condotta dall'OCSE e dalla Banca mondiale stima che la riduzione dei sussidi alle esportazioni dei principali paesi industriali comporterà una crescita dei prezzi alimentari mondiali pari in media a circa il 2 per cento.

(8) I. Goldin, O. Knudsen, D. van der Mensbrugge, *Trade Liberalization: Global Economic Implications*, OECD, 1992.

(9) Cfr. la nota 7. Alcuni paesi dell'Africa potrebbero essere sfavoriti dal processo di liberalizzazione, sia perché importatori netti di prodotti agricoli sia perché si verrebbe ad attenuare il trattamento preferenziale ad essi concesso dall'UE.

(10) La liberalizzazione degli scambi agricoli è stata attivamente sostenuta dall'Australia e dai paesi esportatori dell'America latina, duramente colpiti dalle politiche di sussidio alle esportazioni europee e statunitensi.

(11) I settori dell'acciaio e dell'aviazione civile sono stati provvisoriamente sottoposti alla disciplina generale sui sussidi in attesa di concludere i negoziati sulla definizione di norme specifiche.

(12) Se un prodotto è sussidiato in misura superiore al 5 per cento del suo valore, è prevista la presunzione del danno e l'onere della prova spetta al paese indagato.

(13) Tuttavia, questi ultimi non devono eccedere il 75 e il 50 per cento rispettivamente del costo sopportato dalle imprese per ricerca di base e applicata.

(14) Altre modifiche apportate alla normativa del GATT limitano il ricorso a eccezioni rispetto alla disciplina multilaterale e a misure provvisorie di protezione commerciale per difficoltà di bilancia dei pagamenti. Agli ex-paesi socialisti sono state concesse condizioni di favore analoghe a quelle previste per i PVS, ma se ne sono rese più restrittive le condizioni di adesione al GATT.

(15) In particolare, le risoluzioni dovranno essere adottate entro due mesi senza bisogno di assenso delle parti interessate. Tuttavia, a queste ultime è stata accordata la possibilità di ricorso in appello.

(16) Agli Stati Uniti sarà quindi concesso di mantenere in vigore la legislazione nazionale in materia di ritorsione commerciale prevista dalla clausola Super 301 del Trade Act del 1988, anche se formalmente in contraddizione con la disciplina del GATS.

## Il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (\*)

Il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria fu costituito come Comitato per le regolamentazioni bancarie e le pratiche di vigilanza dai Governatori delle banche centrali dei paesi del Gruppo dei Dieci (1) alla fine del 1974 in seguito alle gravi crisi bancarie e valutarie insorte in quel periodo nei mercati interni e internazionali. Lo scopo primario era quello di sviluppare una cooperazione tra le autorità di vigilanza per istituire sistemi di pre-allarme in caso di crisi bancarie aventi riflessi internazionali.

Tale cooperazione ha assunto forme e contenuti che si sono ampliati ed evoluti nel corso degli anni dando luogo alla produzione di documenti elaborati dal Comitato e portati all'attenzione dei Governatori del G-10 sotto forma di raccomandazioni, nonché alla organizzazione di conferenze internazionali con l'obiettivo di coinvolgere nel circuito della collaborazione internazionale il maggior numero di paesi esterni al G-10. Gli stessi documenti elaborati dal Comitato sono trasmessi alle autorità di vigilanza di altri paesi nell'intento di incoraggiare l'adozione dei metodi proposti anche al di fuori dell'area del Gruppo dei Dieci.

I paesi membri del Comitato sono rappresentati dalla propria banca centrale e, ove la vigilanza prudenziale non rientri nelle attribuzioni della banca centrale, dall'autorità preposta a tale funzione (2).

Il Comitato non ha alcun potere sovranazionale in materia di vigilanza bancaria e i suoi documenti ufficiali non hanno, né intendono avere, forza di legge. Esso tende piuttosto a elaborare standard generali di vigilanza, regole di *best practice* che individuano linee-guida e raccomandazioni di condotta per le autorità di vigilanza. Gli Stati membri non sono quindi assoggettati su un piano giuridico-istituzionale al recepimento dei principi di Basilea. Ma l'approvazione da parte dei Governatori delle banche centrali delle principali iniziative del Comitato rafforza l'impegno delle singole autorità a rendere effettivi i principi concordati mediante l'emanazione di provvedimenti di

recepimento – legislativi o di altra natura – che meglio si adattino alle realtà nazionali. In questo modo, il Comitato incoraggia l'accordo verso una comune impostazione sui metodi di vigilanza senza pretendere armonizzazioni analitiche delle tecniche in uso nei vari paesi.

L'attività svolta dal Comitato di Basilea è analoga a quella condotta in ambito comunitario per il coordinamento e l'armonizzazione di diversi aspetti dei sistemi bancari dei paesi membri e della relativa regolamentazione di vigilanza, senza possedere tuttavia lo status giuridico delle direttive comunitarie. I rapporti del Comitato con la Comunità europea sono stretti: rispetto alla produzione normativa comunitaria riguardante il settore bancario, il complesso delle iniziative assunte a Basilea ha concretamente svolto una funzione integrativa e, in molti casi, di impulso.

Sulla base del mandato ricevuto dai Governatori del Gruppo dei Dieci, il primo compito del Comitato è stato quello di individuare i metodi per migliorare i sistemi di prevenzione di crisi bancarie. A tal fine il Comitato ha esaminato le concrete modalità della cooperazione internazionale tra autorità allo scopo di evitare carenze nella vigilanza bancaria e migliorare l'efficacia della stessa a livello internazionale. L'azione del Comitato ha mirato a favorire lo scambio di informazioni sulle pratiche di vigilanza tra i vari paesi; migliorare l'efficacia dei metodi di vigilanza bancaria a livello internazionale; definire requisiti minimi di adeguatezza di capitale ed esaminare la necessità di stabilire analoghi standard anche in altri comparti; stabilire infine un punto di contatto regolare, utile per il coordinamento operativo.

Il principale obiettivo dei lavori iniziali del Comitato è stato la definizione di un quadro di cooperazione che eliminasse i punti di debolezza nell'attività di

---

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

vigilanza internazionale con l'affermazione di due principi fondamentali: che nessuno stabilimento bancario estero possa sottrarsi alla vigilanza e che la vigilanza stessa debba essere adeguata. È questa la base della prima versione del Concordato (1975), che ha fissato i principi generali per l'esercizio dei controlli sull'attività bancaria internazionale proponendo trattamenti differenziati per le succursali, filiazioni e *joint ventures* con riferimento all'adeguatezza patrimoniale, la liquidità e l'attività in cambi.

In seguito alla successiva esperienza, in particolare in conseguenza del caso del Banco Ambrosiano, il testo originario fu ampliato e rinnovato per affermare il principio della vigilanza consolidata dei gruppi bancari internazionali. Il risultato fu l'approvazione, nel maggio 1983, di una nuova versione del Concordato che stabilisce anche regole pratiche per l'individuazione delle sfere di competenza nella ripartizione delle responsabilità tra le diverse autorità di vigilanza. Nell'aprile 1990 venne approvato un "Supplemento" al Concordato del 1983 con l'intendimento di ampliare il flusso di informazioni prudenziali tra autorità di vigilanza bancaria di differenti paesi.

Nel 1992, infine, in seguito al caso della BCCI, furono aggiornati alcuni principi del Concordato con l'emanazione dei *minimum standards*. Gli standard stabiliscono le condizioni, ai fini del rilascio dell'autorizzazione alla costituzione di insediamenti bancari esteri, volte ad assicurare che venga esercitata una effettiva vigilanza consolidata e che le autorità interessate siano soddisfatte della adeguatezza della vigilanza condotta dalle altre autorità. I *minimum standards* sono stati comunicati, con l'invito a sottoscriverli, alle autorità di vigilanza bancaria dei paesi non appartenenti al G-10 che, nella generalità dei casi, hanno espresso il loro accordo.

L'argomento cui il Comitato ha prestato molta attenzione negli anni più recenti è l'adeguatezza del capitale. Già fin dall'inizio degli anni ottanta il Comitato si era impegnato in questo campo con la ferma convinzione della necessità di un accordo multinazionale per rafforzare la stabilità del sistema bancario internazionale e attenuare una causa di disparità concorrenziale dovuta ai differenti requisiti patrimoniali previsti dai diversi ordinamenti. In seguito alle osservazioni formulate su un lavoro preparatorio pubblica-

to nel dicembre 1987 e diffuso per la consultazione alle banche, un sistema di misurazione del capitale, basato su un calcolo ponderato dei rischi delle attività in bilancio e fuori bilancio, fu approvato dai Governatori delle banche centrali del G-10 nel luglio 1988. Esso prevede l'applicazione di un modello con uno standard minimo di capitale pari all'8 per cento delle attività ponderate in base al rischio. Questo modello è stato progressivamente recepito non solo dai paesi membri, ma da tutti i paesi le cui banche svolgessero attività internazionale ed è stato la base di riferimento per i lavori comunitari che sono sfociati nelle direttive 89/299/CEE e 89/647/CEE. Nel settembre 1993 è stata pubblicata una relazione che confermava come tutte le banche dei paesi del G-10 operanti a livello internazionale rispettassero i requisiti minimi stabiliti dall'Accordo.

Altro impegno rilevante del Comitato in materia di adeguatezza patrimoniale riguarda i lavori, ancora in corso, per definire il modello di calcolo dei rischi diversi dal rischio di credito, che è la sola tipologia presa in considerazione dall'Accordo del 1988. Nell'aprile 1993, il Comitato ha diffuso per la consultazione agli operatori sui mercati un insieme di proposte volte a comprendere nell'Accordo di capitale i rischi di mercato derivanti dalle posizioni in valuta estera, dai titoli rappresentativi di debiti (quali le obbligazioni) e dai titoli azionari. Gran parte del lavoro è stato svolto di concerto con le autorità di vigilanza nel comparto mobiliare e, sebbene le proposte stesse siano state preparate e diffuse dal solo Comitato di Basilea, esso ritiene che possano applicarsi anche alle istituzioni finanziarie non bancarie.

L'insieme dei documenti diffusi per la consultazione nel 1993 contiene anche proposte riguardanti la compensazione bilaterale delle esposizioni delle banche in prodotti derivati e la misurazione e il controllo del rischio da tasso di interesse (3).

La materia dei rischi di mercato sarà l'area di maggiore impegno per il Comitato durante il 1994. I gruppi di lavoro del Comitato stanno attualmente analizzando le risposte e i commenti pervenuti dagli operatori sul mercato in merito alle proposte diffuse nel 1993 al fine di proporre raccomandazioni per eventuali modifiche dei documenti precedenti. Le proposte finali dovranno poi essere portate all'esame

dei Governatori per la modifica formale dell'Accordo sul capitale.

Oltre al lavoro sul Concordato e sugli standard di capitale, problematiche particolari, sulle quali sono state pubblicate relazioni, hanno riguardato la gestione dei crediti bancari internazionali sotto il profilo del rischio-paese e dei relativi accantonamenti, la gestione delle esposizioni bancarie fuori bilancio e la formulazione di una serie di raccomandazioni in materia di vigilanza sui grandi fidi. Di particolare importanza è risultato il lavoro svolto in materia di prevenzione dei fenomeni di riciclaggio di denaro sporco, che ha originato il primo documento internazionale, pubblicato nel 1988, sui problemi posti dall'utilizzo del sistema bancario a fini illeciti, le cui raccomandazioni hanno formato la base delle successive azioni intraprese dalle apposite *Task Forces* del G-7 e dalla Comunità europea.

Altre aree di lavoro sulle quali è attualmente impegnato il Comitato riguardano la gestione e il controllo dei rischi sull'attività in prodotti derivati, l'insolvenza e la liquidazione delle banche operanti a livello internazionale (sulla scorta dell'esperienza del caso della BCCI) e la vigilanza sui conglomerati finanziari. A questo proposito un gruppo di lavoro informale tra autorità di vigilanza bancaria, delle assicurazioni e dei valori mobiliari, creato su impulso del Comitato di Basilea, sta attualmente studiando i pericoli per la stabilità delle istituzioni sottoposte a vigilanza derivanti dalla loro presenza in conglomerati, al fine di individuare i metodi per migliorare l'azione di controllo. Le principali problematiche allo studio riguardano la struttura stessa dei conglomerati, i metodi per valutare l'adeguatezza patrimoniale e la prevenzione dei fenomeni di *double gearing*, il "rischio di contagio" (in base al quale la debolezza di una parte del conglomerato può coinvolgere altre componenti sane), la cooperazione tra diverse autorità responsabili e la relativa distribuzione delle competenze.

Allo scopo di consentire a un sempre più ampio numero di paesi di fruire dei risultati del lavoro svolto

a Basilea, il Comitato ha sempre incoraggiato contatti e cooperazione tra i suoi membri, altre autorità di vigilanza bancaria, organizzazioni delle autorità di vigilanza sui valori mobiliari, diffondendo tra tali autorità i propri documenti e informazioni generali sulla propria attività. In molti casi, autorità di vigilanza dei paesi non appartenenti al G-10 hanno ritenuto di associarsi apertamente alle iniziative del Comitato. I contatti sono stati ulteriormente rafforzati da conferenze biennali tra autorità di vigilanza. Sono state finora tenute sette conferenze, la prima delle quali a Londra nel 1979. La prossima si terrà nell'ottobre di quest'anno a Vienna.

Il Comitato di Basilea mantiene intensi scambi con altri Comitati internazionali che raggruppano, su base "regionale", le autorità di vigilanza dei paesi non appartenenti al Gruppo dei Dieci: America Latina e Centrale, paesi *off-shore*, paesi arabi, sud-est asiatico, Africa. Il Comitato di Basilea assiste i vari gruppi fornendo documentazione, partecipando con propri membri alle riunioni dei gruppi, promuovendo corsi di formazione e addestramento del personale degli organi di vigilanza, offrendo assistenza tecnica attraverso il Segretariato e ospitando incontri tra i principali gruppi per coordinarne i lavori successivi.

---

(1) Belgio, Canada, Francia, Germania, Italia, Giappone, Paesi Bassi, Svezia, Svizzera, Regno Unito e Stati Uniti. Del Comitato fa parte anche il Lussemburgo.

(2) Il Comitato ha sede presso la Banca dei regolamenti internazionali in Basilea e si avvale di un Segretariato composto principalmente da personale temporaneamente distaccato proveniente dalle istituzioni dei paesi membri.

Considerata la complessità di alcuni argomenti trattati dal Comitato, l'aspetto tecnico del lavoro viene curato da sottogruppi, generalmente presieduti da un membro del Comitato, cui partecipano esperti delle varie materie.

I Presidenti del Comitato sono stati: nel 1974-76 George Blunden (Bank of England); nel 1977-1988 William P. Cooke (Bank of England); nel 1988-1991 Huib J. Muller (De Nederlandsche Bank); nel 1991-93 Gerald Corrigan (Federal Reserve Bank of New York). Dal settembre 1993, Presidente è Tommaso Padoa-Schioppa (Banca d'Italia).

(3) La proposta contiene anche uno schema di possibile valutazione del rischio di credito nella compensazione multilaterale.



## Documenti

### Norme emanate dal Consiglio dei ministri dell'Unione europea

*Si riportano di seguito le norme di diritto derivato emanate dal Consiglio dei ministri dell'Unione europea nel novembre e dicembre 1993 per la realizzazione della seconda fase dell'Unione economica e monetaria, in applicazione del Trattato di Maastricht. Esse comprendono, in primo luogo, i regolamenti che precisano le definizioni e le procedure necessarie per l'attuazione di alcune norme del Trattato, in particolare quelle relative al divieto di finanziamento monetario da parte delle banche centrali dei disavanzi di amministrazioni o enti pubblici (art. 104); al divieto per la Comunità o altri Stati membri di assumerne le passività (art. 104B); al divieto di introdurre norme che diano loro un accesso privilegiato alle istituzioni finanziarie (art. 104A); all'impegno degli Stati membri ad evitare disavanzi pubblici eccessivi (art. 104C). In secondo luogo, due decisioni approvate dal Consiglio stabiliscono, rispettivamente, i dati da utilizzare per il calcolo della chiave di ripartizione del capitale dell'Istituto monetario europeo e le procedure per la sua consultazione da parte degli Stati membri sulle proposte legislative attinenti alle sue competenze.*

#### REGOLAMENTO (CE) N. 3603/93 DEL CONSIGLIO

del 13 dicembre 1993

**che precisa le definizioni necessarie all'applicazione dei divieti enunciati all'articolo 104 e all'articolo 104 B, paragrafo 1 del Trattato**

#### IL CONSIGLIO DELL'UNIONE EUROPEA

visto il Trattato che istituisce la Comunità europea, in particolare l'articolo 104 B, paragrafo 2,

vista la proposta della Commissione,

in cooperazione con il Parlamento europeo,

considerando che l'articolo 104 e l'articolo 104 B, paragrafo 1 del Trattato sono direttamente applicabili; che i termini che figurano in tali articoli possono, se necessario, venire precisati;

considerando che è necessario in particolare precisare i termini "scoperti di conto o qualsiasi altra forma di facilitazione creditizia" di cui all'articolo 104 del Trattato, segnatamente per quanto concerne il tratta-

mento da riservare ai crediti in essere al 1° gennaio 1994;

considerando che è auspicabile che le banche centrali nazionali che partecipano alla terza fase dell'Unione economica e monetaria (UEM) affrontino tale fase avendo al loro attivo crediti negoziabili e a condizioni di mercato, soprattutto per dare alla politica monetaria del Sistema europeo di banche centrali (SEBC) la flessibilità voluta e per consentire alle varie banche centrali nazionali che partecipano all'unione monetaria di contribuire in misura normale al reddito monetario da suddividere tra loro;

considerando che le banche centrali che, dopo il 1° gennaio 1994, detenessero ancora verso il settore pubblico crediti non negoziabili o corredati di condi-

zioni diverse dalle condizioni di mercato, dovrebbero essere autorizzate a convertire in seguito tali crediti in titoli negoziabili e a condizioni di mercato;

considerando che il protocollo su talune disposizioni relative al Regno Unito di Gran Bretagna e Irlanda del Nord prevede al punto 11 che il governo del Regno Unito può mantenere la linea di credito ("Ways and Means") presso la Banca d'Inghilterra fintantoché il Regno Unito non passi alla terza fase dell'UEM; che occorre permettere la conversione in titoli negoziabili, a scadenza fissa e a condizioni di mercato dell'importo di tale linea di credito qualora il Regno Unito passi alla terza fase;

considerando che il protocollo sul Portogallo prevede che il Portogallo è autorizzato a mantenere in vigore la possibilità conferita alle regioni autonome delle Azzorre e di Madera di beneficiare di crediti esenti da interessi concessi dal Banco de Portugal conformemente a quanto stabilito dalla vigente normativa portoghese e che si impegna a continuare ad adoperarsi al massimo per porre fine al più presto a tale facilitazione creditizia;

considerando che gli Stati membri devono adottare misure appropriate per un'effettiva e piena applicazione dei divieti previsti all'articolo 104 del Trattato; che, in particolare, gli acquisti effettuati sul mercato secondario non devono servire ad aggirare l'obiettivo perseguito da tale articolo;

considerando che, nei limiti fissati dal presente regolamento, l'acquisizione diretta, da parte della banca centrale di uno Stato membro, di titoli negoziabili del debito pubblico di un altro Stato membro non può contribuire a sottrarre il settore pubblico alla disciplina dei meccanismi del mercato se l'acquisizione è effettuata unicamente ai fini della gestione delle riserve valutarie;

considerando che, fermo restando il ruolo attribuito alla Commissione dall'articolo 169 del Trattato spetta all'Istituto monetario europeo e in seguito alla Banca centrale europea, in applicazione dell'articolo 109 F, paragrafo 9 e dell'articolo 180 del trattato, verificare che le banche centrali nazionali rispettino gli obblighi imposti dal Trattato;

considerando che i crediti intragiornalieri delle banche centrali possono essere utili per assicurare il buon

funzionamento dei sistemi di pagamento e che quindi i crediti intragiornalieri concessi al settore pubblico sono compatibili con gli obiettivi dell'articolo 104 del Trattato purché sia esclusa qualsiasi proroga al giorno successivo;

considerando che non si deve ostacolare l'esercizio delle funzioni di agente finanziario da parte delle banche centrali; che, anche se la riscossione da parte delle banche centrali di assegni emessi da terzi a favore del settore pubblico può comportare occasionalmente un credito, tale credito non si considera vietato ai sensi dell'articolo 104 del Trattato dato che le operazioni non risultano in linea di massima in un credito al settore pubblico;

considerando che la detenzione da parte delle banche centrali di monete divisionali emesse dal settore pubblico e iscritte a suo credito costituisce una forma di credito al settore pubblico senza interessi; che tuttavia, se si tratta di importi limitati, tale prassi non rimette in questione il principio enunciato all'articolo 104 del Trattato e che, pertanto, considerate le difficoltà connesse con un divieto totale di questa forma di credito, essa può essere ammessa nei limiti fissati dal presente regolamento;

considerando che la Repubblica federale di Germania, a seguito della riunificazione, ha particolari difficoltà a rispettare il limite assegnato all'importo del credito suddetto e che in tal caso è opportuno ammettere una percentuale maggiore per un periodo limitato;

considerando che il finanziamento da parte delle banche centrali degli impegni assunti dal settore pubblico nei confronti del Fondo monetario internazionale o risultanti dall'attuazione del meccanismo di sostegno finanziario a medio termine istituito dalla Comunità si traduce in crediti esteri che hanno tutte le caratteristiche di un'attività di riserva o possono esservi assimilati; che risulta quindi opportuno autorizzarli;

considerando che le imprese pubbliche formano oggetto del divieto di cui all'articolo 104 e all'articolo 104 B, paragrafo 1; che esse sono definite nella direttiva 80/723/CEE della Commissione, del 25 giugno 1980, relativa alla trasparenza delle relazioni finanziarie fra gli Stati membri e le loro imprese pubbliche,

HA ADOTTATO IL PRESENTE REGOLAMENTO:

### *Articolo 1*

1. Ai fini dell'articolo 104 del Trattato si intende per:

- a) "scoperto di conto": qualsiasi offerta di risorse a favore del settore pubblico che comporta o può comportare un saldo debitore in conto;
- b) "altra forma di facilitazione creditizia":
  - i) qualsiasi credito verso il settore pubblico in essere al 1° gennaio 1994, ad eccezione dei crediti a scadenza fissa acquisiti prima di tale data,
  - ii) qualsiasi finanziamento di obbligazioni del settore pubblico nei confronti di terzi,
  - iii) fatto salvo l'articolo 104, paragrafo 2 del Trattato, qualsiasi transazione con il settore pubblico che comporta o può comportare un credito verso di esso.

2. Non sono considerati titoli di debito ai sensi dell'articolo 104 del Trattato i titoli acquisiti presso il settore pubblico per assicurare la conversione in titoli negoziabili, a scadenza fissa e a condizioni di mercato:

- di crediti a scadenza fissa acquisiti prima del 1° gennaio 1994 e che non siano negoziabili o a condizioni di mercato, purché la scadenza dei titoli non sia posteriore a quella dei suddetti crediti;
- dell'importo della linea di credito "Ways and Means" di cui il governo del Regno Unito dispone presso la Banca d'Inghilterra fino alla data dell'eventuale passaggio alla terza fase dell'UEM.

### *Articolo 2*

1. Durante la seconda fase dell'UEM, non sono considerati acquisti diretti ai sensi dell'articolo 104 del Trattato, gli acquisti, da parte della banca centrale di uno Stato membro, presso il settore pubblico di un altro Stato membro, di titoli negoziabili del debito di quest'ultimo, purché tali acquisti siano effettuati unicamente ai fini della gestione delle riserve valutarie.

2. Durante la terza fase dell'UEM, non sono considerati acquisti diretti ai sensi dell'articolo 104 del Trattato gli acquisti effettuati unicamente ai fini della gestione delle riserve valutarie:

- da parte della banca centrale di uno Stato membro che non partecipa alla terza fase dell'UEM, presso il settore pubblico di un altro Stato membro, di titoli negoziabili del debito di quest'ultimo;
- da parte della Banca centrale europea o della banca centrale d'uno Stato membro che partecipa alla terza fase dell'UEM presso il settore pubblico di uno Stato membro che non partecipa alla terza fase, di titoli negoziabili del debito di quest'ultimo.

### *Articolo 3*

Ai fini del presente regolamento per "settore pubblico" si intendono le istituzioni o gli organi della Comunità, le amministrazioni statali, gli enti regionali, locali o altri enti pubblici e gli altri organismi di diritto pubblico o imprese pubbliche degli Stati membri.

Per "banche centrali nazionali" si intendono le banche centrali degli Stati membri e l'Istituto monetario lussemburghese.

### *Articolo 4*

I crediti intragiornalieri accordati dalla Banca centrale europea o dalle banche centrali nazionali al settore pubblico non sono considerati come facilitazioni creditizie ai sensi dell'articolo 104 del Trattato purché restino limitati alla giornata e non sia possibile alcuna proroga.

### *Articolo 5*

Laddove la Banca centrale europea o le banche centrali nazionali ricevano dal settore pubblico, per riscossione, assegni emessi da terzi e li accreditino al conto del settore pubblico prima che siano stati addebitati alla banca trattaria, l'operazione non è considerata come facilitazione creditizia ai sensi dell'articolo 104 del Trattato quando, dalla ricezione dell'assegno, sia trascorso un determinato intervallo di tempo corrispondente al termine normale di riscossione degli assegni da parte della banca centrale dello Stato mem-

bro interessato, a condizione che l'eventuale saldo indisponibile sia eccezionale, sia limitato ad un importo modesto e si annulli a breve termine.

#### *Articolo 6*

Non si considera come facilitazione creditizia ai sensi dell'articolo 104 del Trattato la detenzione da parte della Banca centrale europea o delle banche centrali nazionali di monete divisionali emesse dal settore pubblico e accreditate al suo conto se l'importo di tale credito rimane inferiore al 10% delle monete divisionali in circolazione.

Fino al 31 dicembre 1996, tale percentuale è del 15% per la Germania.

#### *Articolo 7*

Il finanziamento da parte della Banca centrale europea e delle banche centrali nazionali degli impegni assunti dal settore pubblico nei confronti del Fondo monetario internazionale o risultanti dall'attuazione del meccanismo di sostegno finanziario a medio termine istituito dal regolamento (CEE) n. 1969/88 non è considerato come facilitazione creditizia ai sensi dell'articolo 104 del Trattato.

#### *Articolo 8*

1. Ai fini dell'articolo 104 e dell'articolo 104 B, paragrafo 1 del Trattato, si intende per "impresa pubblica" qualsiasi impresa sulla quale lo Stato o altri enti

territoriali possano esercitare direttamente o indirettamente un'influenza dominante per la struttura proprietaria, per la partecipazione o per la normativa che la disciplina.

L'influenza dominante è presunta qualora lo Stato o gli altri enti territoriali, direttamente o indirettamente, nei riguardi dell'impresa:

- a) detengano la maggioranza del capitale sottoscritto dell'impresa, oppure
- b) dispongano della maggioranza dei voti attribuiti alle partecipazioni emesse dall'impresa, oppure
- c) possano designare più della metà dei membri dell'organo di amministrazione, di direzione o di vigilanza dell'impresa.

2. Ai fini dell'articolo 104 e dell'articolo 104 B, paragrafo 1 del Trattato, la Banca centrale europea e le banche centrali nazionali non fanno parte del settore pubblico.

#### *Articolo 9*

Il presente regolamento entra in vigore il 1° gennaio 1994.

Il presente regolamento è obbligatorio in tutti i suoi elementi e direttamente applicabile in ciascuno degli Stati membri.

Fatto a Bruxelles, addì 13 dicembre 1993.

*Per il Consiglio*

Il Presidente

Ph. MAYSTADT

**REGOLAMENTO (CE) N. 3604/93 DEL CONSIGLIO**  
**del 13 dicembre 1993**

**che precisa le definizioni ai fini dell'applicazione del divieto di accesso privilegiato  
di cui all'articolo 104A del Trattato**

IL CONSIGLIO DELL'UNIONE EUROPEA,

visto il Trattato che istituisce la Comunità europea, in particolare l'articolo 104 A, paragrafo 2,

vista la proposta della Commissione,

in cooperazione con il Parlamento europeo,

considerando che il divieto di accesso privilegiato alle istituzioni finanziarie, previsto all'articolo 104 A del Trattato, è essenziale per assoggettare le operazioni di finanziamento del settore pubblico alla disciplina del mercato e contribuire pertanto a rafforzare la disciplina di bilancio; che esso pone inoltre gli Stati membri in una condizione di parità per quanto riguarda l'accesso del settore pubblico alle istituzioni finanziarie;

considerando che il Consiglio deve precisare le definizioni ai fini dell'applicazione di tale divieto;

considerando che gli Stati membri e la Comunità debbono agire nel rispetto del principio di un'economia di mercato aperta e in libera concorrenza;

considerando in particolare che il presente regolamento non può applicarsi ai modi di organizzazione dei mercati conformi a tale principio;

considerando che il presente regolamento non intende ostacolare il funzionamento delle istituzioni finanziarie pubbliche quando è conforme a suddetto principio;

considerando che l'articolo 104 A del Trattato vieta le misure che stabiliscono un accesso privilegiato; che occorre precisare quali sono i tipi di atti soggetti a tale divieto; che tale divieto non si applica agli impegni liberamente assunti da istituzioni finanziarie nel quadro di relazioni contrattuali;

considerando che lo stesso articolo prevede che talune considerazioni prudenziali possono giustificare una deroga al principio di questo divieto; che, adducendo considerazioni prudenziali, le disposizioni legislative o regolamentari o le azioni amministrative

non possono tuttavia essere utilizzate per stabilire un accesso privilegiato mascherato;

considerando che le imprese pubbliche sono soggette al medesimo divieto; che esse sono definite nella direttiva 80/723/CEE della Commissione, del 25 giugno 1980, relativa alla trasparenza delle relazioni finanziarie fra gli Stati membri e le loro imprese pubbliche;

considerando che le istituzioni finanziarie e, in particolare, gli enti creditizi possono essere obbligati, per ragioni di politica monetaria, a detenere titoli di debito della Banca centrale europea e/o delle banche centrali nazionali;

considerando che la Banca centrale europea e le banche centrali nazionali non possono, in quanto autorità pubbliche, adottare misure che consentono un accesso privilegiato; che le norme per la mobilitazione o la costituzione in cauzione di strumenti di debito emesse dalla Banca centrale europea o dalle banche centrali nazionali non devono servire ad aggirare il divieto di accesso privilegiato;

considerando che, per evitare che il divieto venga aggirato, occorre completare le definizioni dei vari tipi di istituzioni finanziarie previste dalla legislazione comunitaria, menzionando le istituzioni che svolgono attività finanziarie ma non hanno ancora formato oggetto di armonizzazione a livello comunitario, quali, ad esempio, le succursali di istituzioni di paesi terzi, le società di holding o factoring, gli organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) non coordinati, gli enti di previdenza,

HA ADOTTATO IL PRESENTE REGOLAMENTO:

*Articolo 1*

1. Ai fini dell'articolo 104 A del Trattato si intende per "misura che offre un accesso privilegiato" qualsiasi disposizione legislativa o regolamentare o qualsiasi atto giuridico di natura vincolante adottato nell'esercizio della pubblica autorità:

- che obblighi le istituzioni finanziarie ad acquisire o a detenere titoli di debito di istituzioni o organi della Comunità, di amministrazioni centrali, di autorità regionali o locali, di altre autorità pubbliche o di altri organismi o imprese pubbliche degli Stati membri, in appreso denominati "settore pubblico", oppure
- che conceda vantaggi fiscali di cui beneficiano unicamente le istituzioni finanziarie, o vantaggi finanziari non conformi ai principi di un'economia di mercato, al fine di favorire l'acquisizione o la detenzione di tali titoli di debito da parte di dette istituzioni.

2. Non sono considerate misure che istituiscono un accesso privilegiato quelle che danno luogo

- ad obblighi di finanziamento dell'edilizia sociale legati a particolari condizioni, che possono segnatamente comprendere l'obbligo di centralizzare fondi presso istituzioni finanziarie pubbliche, quando le condizioni di finanziamento dell'edilizia sociale applicate a favore del settore pubblico sono identiche a quelle dei finanziamenti dello stesso tipo concessi ai medesimi fini a debitori privati;
- all'obbligo di centralizzare fondi presso un ente creditizio pubblico, qualora tale obbligo sia parte integrante, al 1° gennaio 1994, dell'organizzazione di una rete particolare di enti creditizi o di un regime specifico di risparmio destinati alle famiglie e sia inteso a conferire una sicurezza finanziaria per detta rete o regime specifico. L'utilizzazione di questi fondi centralizzati deve essere deliberata dagli organi dirigenti dell'ente creditizio pubblico interessato ed avvenire in modo conforme al principio di un'economia di mercato in cui vige la libera concorrenza;
- ad obblighi di finanziamento per la ricostruzione dei danni provocati da catastrofi, subiti dal settore pubblico, purché le relative condizioni non siano più favorevoli di quando gli stessi sono subiti dal settore privato.

#### *Articolo 2*

Ai fini dell'articolo 104 A del Trattato si intendono per "considerazioni prudenziali" le considerazioni

su cui si basano le disposizioni legislative o regolamentari o gli atti amministrativi nazionali emanati sulla base del diritto comunitario o in conformità con esso e che mirano a promuovere la solidità delle istituzioni finanziarie onde rafforzare la stabilità del sistema finanziario nel suo insieme e la tutela dei clienti di tali istituzioni.

#### *Articolo 3*

1. Ai fini dell'articolo 104 A del Trattato si intende per "impresa pubblica" qualsiasi impresa sulla quale lo Stato o altri enti territoriali possono esercitare direttamente o indirettamente un'influenza dominante per la struttura proprietaria, per la partecipazione finanziaria o per la normativa che la disciplina. L'influenza dominante è presunta qualora lo Stato o altri enti territoriali, direttamente o indirettamente, nei riguardi dell'impresa:

- a) detengano la maggioranza del capitale sottoscritto dall'impresa, oppure
- b) dispongano della maggioranza dei voti attribuiti alle partecipazioni emesse dall'impresa, oppure
- c) possano designare più della metà dei membri dell'organo di amministrazione, di direzione o di vigilanza dell'impresa.

2. Fatto salvo l'obbligo, in quanto autorità pubbliche, di non adottare misure che stabiliscono un accesso privilegiato, la Banca centrale europea e le banche centrali nazionali non sono considerate, ai fini dell'applicazione del presente articolo, quali facenti parti del settore pubblico.

3. Per "banche centrali nazionali" si intendono le banche centrali degli Stati membri, nonché l'Istituto monetario lussemburghese.

#### *Articolo 4*

1. Ai fini dell'articolo 104 A del Trattato si intendono per "istituzioni finanziarie";

- gli enti creditizi ai sensi dell'articolo 1, primo trattino della direttiva 77/780/CEE;
- le imprese di assicurazione ai sensi dell'articolo 1, lettera a) della direttiva 92/49/CEE;
- le imprese di assicurazione ai sensi dell'articolo 1, lettera a) della direttiva 92/96/CEE;

- gli OICVM ai sensi dell'articolo 1, paragrafo 2 della direttiva 85/611/CEE;
- le imprese di investimento ai sensi dell'articolo 1, punto 2 della direttiva 93/22/CEE;
- le altre imprese o istituzioni che hanno un'attività analoga a quella delle imprese di cui ai trattini precedenti o la cui principale attività consiste nell'acquisire attività finanziarie o trasformare crediti finanziari.

2. Le seguenti istituzioni non rientrano nella definizione di "istituzioni finanziarie" di cui al paragrafo 1:

- la Banca centrale europea e le banche centrali nazionali;
- i servizi finanziari delle poste qualora facciano parte del settore "amministrazioni pubbliche" definito conformemente al Sistema europeo di

conti economici integrati (SEC) o qualora la loro attività principale sia quella di agire in quanto agente finanziario dell'amministrazione pubblica e

- le istituzioni che fanno parte del settore "amministrazioni pubbliche" definito conformemente al SEC o il cui passivo corrisponda interamente a un debito pubblico.

#### *Articolo 5*

Il presente regolamento entra in vigore il 1° gennaio 1994.

Il presente regolamento è obbligatorio in tutti i suoi elementi e direttamente applicabile in ciascuno degli Stati membri.

Fatto a Bruxelles, addì 13 dicembre 1993.

*Per il Consiglio*

Il Presidente

Ph. MAYSTADT

**REGOLAMENTO (CE) N. 3605/93 DEL CONSIGLIO**  
**del 22 novembre 1993**

**relativo all'applicazione del protocollo sulla procedura per i disavanzi eccessivi,**  
**allegato al Trattato che istituisce la Comunità europea**

IL CONSIGLIO DELL'UNIONE EUROPEA,

visto il trattato che istituisce la Comunità europea, in particolare l'articolo 104 C, paragrafo 14, terzo comma,

vista la proposta della Commissione,

visto il parere del Parlamento europeo,

considerando che le definizioni dei termini "pubblico", "disavanzo" e "investimento" sono formulate nel protocollo sulla procedura per i disavanzi eccessivi con riferimento al Sistema europeo di conti economici integrati (SEC); che sono necessarie definizioni precise con riferimento ai codici SEC; che queste definizioni possono essere soggette a revisione nel quadro della necessaria armonizzazione delle statistiche nazionali e per altre ragioni; che la revisione del SEC sarà decisa dal Consiglio in base alle norme in materia di competenza e alle norme procedurali definite dal Trattato;

considerando che la definizione del debito contenuta nel protocollo sulla procedura per i disavanzi eccessivi va precisata con riferimento ai codici SEC;

considerando che la direttiva 89/130/CEE, Euratom del Consiglio, del 13 febbraio 1989, relativa all'armonizzazione della fissazione del prodotto nazionale lordo ai prezzi di mercato fornisce una definizione adeguata e dettagliata del prodotto interno lordo ai prezzi di mercato;

considerando che ai sensi del protocollo sulla procedura per i disavanzi eccessivi la Commissione è tenuta a fornire i dati statistici da utilizzare in tale procedura;

considerando che occorre definire modalità particolareggiate per disciplinare la tempestiva e regolare comunicazione da parte degli Stati membri alla Commissione dei propri disavanzi previsti ed effettivi e dell'ammontare del debito;

considerando che a norma dell'articolo 104 C, paragrafi 2 e 3 del Trattato, la Commissione sorveglia l'evoluzione della situazione di bilancio e dell'entità del debito pubblico negli Stati membri ed esamina la conformità alla disciplina di bilancio sulla base di criteri relativi al disavanzo e al debito pubblico; che se uno Stato membro non rispetta i requisiti previsti da uno o entrambi i criteri, la Commissione tiene conto di tutti i fattori significativi; che la Commissione deve esaminare se sussista il rischio di un disavanzo eccessivo in uno Stato membro,

HA ADOTTATO  
IL PRESENTE REGOLAMENTO:

SEZIONE 1

**Definizioni**

*Articolo 1*

1. Ai fini del protocollo sulla procedura per i disavanzi eccessivi e ai fini del presente regolamento, i termini che figurano nei paragrafi seguenti sono definiti conformemente al Sistema europeo di conti economici integrati (SEC). I codici fra parentesi si riferiscono alla seconda edizione del SEC.

2. Per "pubblico" si intende ciò che riguarda il settore amministrazioni pubbliche (S60), suddiviso nei sottosectori amministrazioni centrali (S61), amministrazioni locali (S62) ed enti di previdenza e assistenza sociale (S63), escluse le transazioni commerciali quali sono definite nel SEC.

L'esclusione delle transazioni commerciali significa che il settore amministrazioni pubbliche (S60) comprende solo le unità istituzionali che, a titolo di funzione principale, producono servizi non destinabili alla vendita.

3. Per disavanzo (o avanzo) pubblico si intende l'indebitamento (o accreditamento) netto (N5) del settore amministrazioni pubbliche (S60) quale definito nel SEC. Gli interessi inclusi nel disavanzo pubblico sono costituiti dagli interessi (R41) quali definiti nel SEC.

4. Per investimenti pubblici si intendono gli investimenti fissi lordi (P41) del settore amministrazioni pubbliche (S60) quali definiti nel SEC.

5. Per debito pubblico si intende il valore nominale totale di tutte le passività del settore amministrazioni pubbliche (S60) in essere alla fine dell'anno, ad eccezione di quelle passività cui corrispondono attività finanziarie detenute dal settore amministrazioni pubbliche (S60).

Il debito pubblico è costituito dalle passività delle amministrazioni pubbliche nelle categorie seguenti: biglietti, monete e depositi (F20 e F30), titoli a breve termine (F40), obbligazioni (F50), altri crediti a breve termine (F79) nonché altri crediti a medio e lungo termine (F89), secondo le definizioni del SEC.

Il valore nominale di una passività in essere alla fine dell'anno è il valore facciale.

Il valore nominale di una passività indicizzata corrisponde al valore facciale aumentato dell'incremento indicizzato del valore in conto capitale maturato alla fine dell'anno.

Le passività denominate in valuta estera sono convertite nella moneta nazionale al tasso di cambio rappresentativo del mercato in vigore l'ultimo giorno lavorativo di ciascun anno.

#### *Articolo 2*

Il prodotto interno lordo è il prodotto interno lordo ai prezzi di mercato (PIL pm) come definito all'articolo 2 della direttiva 89/130/CEE, Euratom.

#### *Articolo 3*

1. Le cifre relative al disavanzo pubblico previsto sono le cifre determinate dagli Stati membri per l'anno in corso in linea con le più recenti decisioni delle loro autorità di bilancio.

2. Per cifre relative all'ammontare effettivo del debito e del disavanzo pubblico si intendono i risultati stimati, provvisori o definitivi, per un anno passato.

### SEZIONE 2

#### **Norme e campo d'applicazione relativi alla comunicazione**

##### *Articolo 4*

1. A decorrere dall'inizio del 1994 gli Stati membri comunicano alla Commissione due volte l'anno, la prima entro il 1° marzo dell'anno corrente (anno n) e la seconda entro il 1° settembre dell'anno n, i propri disavanzi pubblici previsti ed effettivi, nonché l'ammontare del loro debito pubblico effettivo.

2. Anteriormente al 1° marzo dell'anno n gli Stati membri:

- comunicano alla Commissione il disavanzo pubblico previsto per l'anno n, la stima aggiornata del disavanzo pubblico effettivo per l'anno n-1 e i disavanzi pubblici effettivi per gli anni n-2, n-3 ed n-4;
- forniscono simultaneamente alla Commissione per gli anni n, n-1 ed n-2 i rispettivi disavanzi dei conti pubblici, secondo la definizione più usata a livello nazionale, e le cifre che illustrano il raccordo fra quest'ultimo disavanzo e il disavanzo pubblico. Le cifre suddette comprendono in particolare i dati relativi all'indebitamento netto dei sottosettori S61, S62 ed S63;
- comunicano alla Commissione la stima del debito pubblico effettivo alla fine dell'anno n-1 e il debito pubblico effettivo per gli anni n-2, n-3 ed n-4;
- forniscono simultaneamente alla Commissione per gli anni n-1 ed n-2 le cifre che illustrano il contributo del disavanzo pubblico e degli altri fattori pertinenti alla variazione del debito pubblico.

3. Anteriormente al 1° settembre dell'anno n gli Stati membri:

- comunicano alla Commissione il disavanzo pubblico previsto, aggiornato, per l'anno n e il disavanzo pubblico effettivo per gli anni n-1, n-2, n-3 e n-4, nonché i dati integrativi specificati al paragrafo 2, secondo trattino;
- comunicano alla Commissione l'ammontare effettivo del loro debito pubblico per gli anni n-1, n-2, n-3 e n-4, nonché i dati integrativi specificati al paragrafo 2, quarto trattino.

4. Le cifre relative al disavanzo pubblico previsto, comunicate alla Commissione ai sensi dei paragrafi 2 e 3, sono espresse in moneta nazionale e per esercizi finanziari.

Le cifre relative all'ammontare effettivo del debito e del disavanzo pubblico, comunicate alla Commissione ai sensi dei paragrafi 2 e 3, sono espresse in moneta nazionale e per anni civili, ad eccezione delle stime aggiornate per l'anno n-1 che possono essere espresse per esercizi finanziari.

Qualora l'anno finanziario sia diverso dall'anno civile, gli Stati membri comunicano alla Commissione le cifre relative all'ammontare effettivo del debito e del disavanzo pubblico esprimendole anche in anni finanziari per i due esercizi finanziari precedenti quello in corso.

#### *Articolo 5*

Gli Stati membri forniscono alla Commissione secondo le modalità indicate dall'articolo 4, paragrafi

1, 2 e 3, le cifre relative alle spese per investimenti pubblici e per interessi.

#### *Articolo 6*

Gli Stati membri forniscono alla Commissione una previsione relativa al loro prodotto interno lordo per l'anno n e l'importo del loro prodotto interno lordo effettivo per gli anni n-1, n-2, n-3 e n-4 entro gli stessi termini fissati dall'articolo 4, paragrafo 1.

#### *Articolo 7*

In caso di revisione del SEC, che dovrà essere decisa dal Consiglio in base alle norme in materia di competenza e alle norme procedurali definite dal Trattato, la Commissione introduce negli articoli 1 e 4 i nuovi riferimenti al SEC.

#### *Articolo 8*

Il presente regolamento entra in vigore il 1° gennaio 1994.

Il presente regolamento è obbligatorio in tutti i suoi elementi e direttamente applicabile in ciascuno degli Stati membri.

Fatto a Bruxelles, addì 22 novembre 1993.

*Per il Consiglio*

Il Presidente

Ph. MAYSTADT

**DECISIONE DEL CONSIGLIO****del 22 novembre 1993****relativa ai dati statistici da usare per la determinazione dello schema di ripartizione delle risorse finanziarie dell'Istituto monetario europeo****(93/716/CE)**

IL CONSIGLIO DELL'UNIONE EUROPEA,

visto il Trattato che istituisce la Comunità europea, in particolare l'articolo 16.1 e 16.2 del protocollo sullo statuto dell'Istituto monetario europeo, allegato al Trattato,

vista la proposta della Commissione,

visto il parere del Parlamento europeo,

visto il parere del Comitato dei governatori,

visto il parere del Comitato monetario,

considerando che il 1° gennaio 1994 sarà istituito l'Istituto monetario europeo, in appresso denominato "IME";

considerando che l'IME sarà dotato di risorse proprie;

considerando che l'ammontare delle risorse dell'IME sarà determinato dal Consiglio dell'Istituto;

considerando che le risorse dell'IME sono costituite con contributi delle banche centrali nazionali conformemente allo schema al quale fa riferimento l'articolo 16.2 dello statuto dell'IME;

considerando che lo schema di ripartizione delle risorse finanziarie dell'IME sarà determinato prima dell'inizio della seconda fase;

considerando che i dati statistici da usare per la determinazione dello schema sono forniti dalla Commissione conformemente alle norme adottate dal Consiglio;

considerando che le norme adottate dal Consiglio nella presente decisione non costituiscono un precedente per altri atti giuridici che il Consiglio potrà adottare in altri settori;

considerando che è necessario definire la natura e le fonti dei dati da usare nonché il metodo di calcolo dello schema;

considerando che la direttiva 89/130/CEE, Euratom del Consiglio, del 13 febbraio 1989, relativa all'armonizzazione della fissazione del prodotto nazionale lordo ai prezzi di mercato, istituisce una procedura di elaborazione dei dati relativi al prodotto interno lordo ai prezzi di mercato da parte degli Stati membri; che gli Stati membri devono adottare tutte le disposizioni necessarie affinché tali dati siano trasmessi alla Commissione,

DECIDE:

*Articolo 1*

I dati statistici da usare per determinare lo schema di ripartizione dei contributi delle banche centrali nazionali alle risorse finanziarie dell'IME sono forniti dalla Commissione conformemente alle norme specificate negli articoli seguenti.

*Articolo 2*

La popolazione e il prodotto interno lordo ai prezzi di mercato, in appresso denominato "PIL pm", sono definiti conformemente al Sistema europeo dei conti economici integrati (SEC) in vigore. Il PIL pm è quello definito all'articolo 2 della direttiva 89/130/CEE, Euratom.

*Articolo 3*

I dati relativi alla popolazione si riferiscono al 1992. Conformemente alla raccomandazione contenuta nel SEC, viene utilizzata la media della popolazione totale nell'arco dell'anno.

*Articolo 4*

I dati relativi al PIL pm si riferiscono a ciascun anno dal 1987 al 1991 e sono espressi per ciascuno Stato membro nella moneta nazionale ai prezzi correnti.

*Articolo 5*

I dati relativi alla popolazione sono raccolti dalla Commissione (Eurostat) presso gli Stati membri.

*Articolo 6*

I dati relativi al PIL pm per gli anni dal 1988 al 1991 risultano dall'applicazione della direttiva 89/130/CEE, Euratom. I dati dell'anno 1987 sono raccolti dalla Commissione (Eurostat) presso gli Stati membri che li hanno resi coerenti con i dati relativi al PIL pm per gli anni dal 1988 al 1991.

*Articolo 7*

1. La quota di uno Stato membro nella popolazione della Comunità corrisponde alla sua quota nella somma delle popolazioni degli Stati membri espressa in percentuale.

2. I dati relativi al PIL pm annuale per ogni Stato membro espressi nelle monete nazionali sono convertiti in dati espressi in ecu. Il tasso di cambio utilizzato a tal fine corrisponde alla media dei tassi di

cambio di tutti i giorni lavorativi dell'intero anno. Il tasso di cambio giornaliero è il tasso calcolato dalla Commissione e pubblicato nella serie "C" della Gazzetta ufficiale delle Comunità europee.

La quota di uno Stato membro rispetto al PIL pm della Comunità corrisponde alla sua quota nella somma del PIL pm degli Stati membri per un periodo di cinque anni, espressa in percentuale.

*Articolo 8*

La ponderazione di una banca centrale nazionale nello schema di ripartizione è pari alla media aritmetica delle quote dello Stato membro considerato rispetto alla popolazione e al PIL pm della Comunità.

*Articolo 9*

Nelle varie fasi del calcolo è utilizzato un numero di cifre sufficiente a garantirne la precisione. La ponderazione delle banche centrali nazionali nello schema di ripartizione è espressa con un numero con quattro decimali.

*Articolo 10*

I dati di cui alla presente decisione sono comunicati dalla Commissione al Comitato dei governatori delle banche centrali degli Stati membri prima del 1° gennaio 1994.

Fatto a Bruxelles, addì 22 novembre 1993,

*Per il Consiglio*

Il Presidente

Ph. MAYSTADT

## DECISIONE DEL CONSIGLIO

del 22 novembre 1993

relativa alla consultazione dell'Istituto monetario europeo da parte delle autorità degli Stati membri sulle proposte di provvedimenti legislativi

(93/717/CE)

IL CONSIGLIO DELL'UNIONE EUROPEA,

vrebbe consentire di tenere conto dell'interesse di ciascuno,

visto il Trattato che istituisce la Comunità europea, in particolare l'articolo 109 F, paragrafo 6, nonché l'articolo 5.3 del protocollo sullo statuto dell'Istituto monetario europeo, allegato al Trattato,

vista la proposta della Commissione,

visto il parere del Parlamento europeo,

visto il parere del Comitato dei governatori,

considerando che l'Istituto monetario europeo (IME) sarà costituito il 1° gennaio 1994;

considerando che il Trattato prevede che l'IME venga consultato dalle autorità degli Stati membri su ogni proposta di provvedimento legislativo che rientri nella sua competenza; che spetta al Consiglio stabilire i limiti e le modalità di tale consultazione;

considerando che l'obbligo di consultazione imposto alle autorità degli Stati membri lascia impregiudicate le responsabilità delle autorità nazionali nelle materie oggetto di tali proposte;

considerando che la presente decisione non si applica alle decisioni prese dalle autorità nazionali nel quadro dell'attuazione della politica monetaria;

considerando che la consultazione dell'IME non deve prolungare indebitamente le procedure di adozione delle proposte dei provvedimenti legislativi negli Stati membri; che i termini entro cui l'IME è tenuto a formulare il suo parere devono tuttavia consentirgli di esaminare con la necessaria cura i testi che gli vengono trasmessi; che in casi di estrema urgenza, debitamente motivati, ad esempio a causa della sensibilità dei mercati, gli Stati membri possono stabilire un termine inferiore ad un mese; che particolarmente in tali casi, un dialogo tra le autorità nazionali e l'IME do-

HA ADOTTATO LA PRESENTE DECISIONE:

### *Articolo 1*

Le autorità degli Stati membri consultano l'IME su ogni proposta di provvedimento legislativo che rientra nella sua competenza ai sensi dell'articolo 109 F del Trattato e segnatamente per quanto concerne:

- la legislazione monetaria, lo stato giuridico dell'ECU e i mezzi di pagamento;
- lo stato giuridico e le competenze delle banche centrali nazionali e gli strumenti della politica monetaria;
- la raccolta, la compilazione e la diffusione delle statistiche monetarie, finanziarie, bancarie e sulla bilancia dei pagamenti;
- i sistemi di compensazione e di pagamento, in particolare per le operazioni transfrontaliere;
- le norme applicabili agli istituti finanziari nella misura in cui esse influenzano la stabilità di tali istituti e i mercati finanziari.

2. L'IME, non appena riceve una proposta di provvedimento legislativo, comunica alle autorità nazionali che lo consultano se, a suo parere, la proposta rientra nella sua competenza.

### *Articolo 2*

1. Per "proposta di provvedimento legislativo" si intende qualsiasi progetto di disciplina di carattere obbligatorio, applicabile in modo generale sul territorio di uno Stato membro, che stabilisca norme per un numero indeterminato di casi e sia rivolta a un numero indeterminato di persone fisiche o giuridiche.

2. Nella definizione di proposta di provvedimento legislativo di cui al paragrafo 1 non rientrano i progetti di disposizioni destinate unicamente a recepire direttive comunitarie nella legislazione degli Stati membri.

### *Articolo 3*

Gli Stati membri adottano le disposizioni necessarie per assicurare l'effettiva applicazione della presente decisione. A tal fine provvedono affinché l'IME sia consultato in tempo utile in modo che l'autorità che predispone la proposta di provvedimento legislativo disponga del parere dell'IME prima di prendere la sua decisione quanto al merito; essi vigilano anche a che il parere ottenuto dall'IME sia portato a conoscenza dell'autorità che deve adottare il provvedimento in questione se questa è diversa da quella che ha predisposto la proposta.

### *Articolo 4*

Le autorità degli Stati membri che predispongono una proposta di provvedimento legislativo possono, qualora lo ritengano necessario, impartire all'IME un termine per la comunicazione del parere; salvi i casi di estrema urgenza, tale termine non può essere inferiore a un mese a decorrere dalla data in cui la richiesta di parere viene notificata al presidente dell'IME. Alla scadenza del termine impartito, si può non tener conto della mancanza del parere. Qualora il parere dell'IME pervenga dopo il termine fissato, gli Stati membri hanno cura nondimeno che esso sia reso noto alle autorità di cui all'articolo 3.

### *Articolo 5*

Gli Stati membri sono destinatari della presente decisione.

Fatto a Bruxelles, addì 22 novembre 1993.

*Per il Consiglio*

Il Presidente

Ph. MAYSTADT

# Interventi

---

## Profili di diversità nel sistema bancario italiano

*Intervento del dr. Tommaso Padoa-Schioppa, Vice Direttore Generale della Banca d'Italia,  
al IV Convegno nazionale su: Banca e informatica - Mercato risorse tecnologie,  
organizzato dalla IBM*

*Bologna, 7 ottobre 1993*

### 1. Introduzione

Sono lieto di partecipare quest'anno al Convegno "Banca e informatica". Esso si è ormai affermato come un prezioso momento di dibattito e di incontro tra coloro che operano nel mondo delle banche.

È tradizione del convegno che i temi trattati nella sessione generale non siano direttamente legati all'informatica. Così sarà anche per il mio intervento, il cui argomento è chiaramente indicato dal titolo.

Espressioni quali "despecializzazione", "parità di condizioni", "banca tuttofare", che oggi ricorrono con frequenza quando si parla del sistema bancario, fanno pensare che esso stia evolvendo nel segno dell'uniformità. Ed è vero che tali espressioni effettivamente colgono il senso di una evoluzione che è in atto sia nell'ordinamento giuridico sia nella realtà operativa: un'evoluzione verso un sistema più concorrenziale e più aperto, che la Banca d'Italia ha contribuito a promuovere. Ma non si deve dimenticare che se l'uniformità può essere il risultato della concorrenza, la diversità ne è il motore. Ricercare ogni possibile spazio di vantaggio, differenziarsi, difendere il proprio spazio e insidiare quello altrui sono i comportamenti dell'impresa in un mondo competitivo. E ciò è tanto più vero quanto più l'uniformità della cornice giuridica stimola il confronto concorrenziale.

Ho perciò scelto di dedicare questo intervento alla diversità tra le nostre banche, esplorandone alcuni profili che non sono generalmente conosciuti e sui quali, anche nella Banca d'Italia, la ricerca è da poco avviata.

La maggior parte delle analisi disaggregate sul sistema italiano fa, come è noto, riferimento alle categorie giuridiche o ai gruppi dimensionali. Il presupposto è che aziende con la stessa forma giuridica o di pari dimensione si assomiglino nelle scelte operative e nelle politiche aziendali. Le informazioni che presenterò mostrano che questo presupposto non è verificato. Non solo; ma la continuità stessa delle classificazioni tradizionali è oggi resa difficile dalle norme, che hanno privato la ripartizione giuridica di gran parte del suo significato, e dalle concentrazioni tra banche, che hanno alterato il senso di quella dimensionale. Diviene ancor più necessario guardare, nel sistema, i singoli istituti piuttosto che i gruppi, e distinguerli secondo criteri legati al loro modo di far banca più che alla forma giuridica o dimensionale.

La convinzione da cui ha preso le mosse questo lavoro è che, nonostante la tendenza all'uniformità che si osserva nell'ordinamento e nelle forme tecniche, vi siano importanti specificità individuali, radicate nelle aziende, destinate a permanere anche nel nuovo regime normativo di completa despecializzazione.

Mostrerò dapprima quanto forte sia stata, negli anni, la convergenza dei diversi gruppi giuridici verso configurazioni di bilancio simili. Porrò poi in luce il fenomeno di erosione delle tradizionali classificazioni, giuridica e per dimensione. Compirò quindi la mia esplorazione, guardando soprattutto all'attività bancaria al dettaglio, e concentrandomi su quattro aspetti fondamentali di essa: l'insediamento nel territorio, le relazioni col pubblico dei risparmiatori, la concessione del credito, l'offerta di servizi di pagamento. In ciascuno di questi campi emergeranno significative differenze nel modo di far banca, non riconducibili alla natura giuridica o alla dimensione dell'azienda.

## 2. La configurazione dei bilanci

Grande e meritato rilievo è stato dato al recente inserimento della banca universale nell'ordinamento italiano. Il campo aperto agli enti creditizi si è allargato verso le attività considerate dalla seconda direttiva comunitaria.

Già la legislazione del 1936 aveva rappresentato un importante passo verso un ordinamento unitario del credito. Essa fu alla base della specializzazione degli intermediari secondo la durata della loro raccolta, ma sancì che l'attività creditizia poteva essere svolta da enti di natura giuridica diversa, spesso fino ad allora regolati da legislazioni di categoria: banche private con scopo di lucro o scopo mutualistico, banche pubbliche originariamente costituite per finalità di interesse generale. Consentì così il graduale convergere delle categorie di istituti verso regolamentazioni e strutture di bilancio comuni o simili.

La composizione per forme tecniche delle operazioni d'impiego e di provvista è divenuta via via più omogenea tra le categorie di aziende bancarie. Poiché le modifiche più evidenti sono avvenute nei conti delle casse di risparmio, su queste mi soffermerò in particolare; ma simili mutamenti di composizione sono avvenuti anche nei bilanci delle banche popolari e, in generale, delle aziende medio-piccole.

Per le casse, l'incidenza degli impieghi sui depositi è fortemente aumentata, pur restando inferiore di quasi dieci punti a quella delle altre aziende (tav. 1a).

Tav. 1a

La configurazione dei bilanci: composizione percentuale per categorie giuridiche e dimensionali (1)

QUOZIENTI DI BILANCIO IN RAPPORTO AI DEPOSITI	Istituti di credito di diritto pubblico		Banche di interesse nazionale		Banche di credito ordinario		Banche popolari		Totale banche				Casse di risparmio			
	1975	1992	1975	1992	1975	1992	1975	1992	1975	1992	di cui: maggiori e grandi		1975	1992	di cui: maggiori, grandi e medie	
											1975	1992			1975	1992
Riserva obbligatoria ..	17,0	17,5	21,6	18,2	16,8	18,3	15,3	18,3	17,6	17,7	19,0	17,7	1,3	16,6	1,1	16,0
Impieghi in lire .....	61,0	67,4	64,5	82,2	61,9	73,4	53,8	66,5	61,3	71,6	62,5	72,0	45,0	62,8	43,2	64,0
Titoli .....	40,6	26,0	39,5	19,8	29,5	27,8	28,4	24,4	34,6	25,1	37,7	23,5	47,0	28,9	49,8	27,8
Saldo interbancario ..	-3,2	-1,9	-6,2	-3,7	2,3	-0,5	13,2	1,0	0,8	-1,0	-2,4	-1,8	14,9	1,2	13,3	1,6
Impieghi in valuta ....	2,1	17,3	3,1	21,1	2,1	13,1	0,9	10,9	2,1	15,0	2,4	17,4	0,3	8,1	0,4	8,3
Impieghi in lire a m/ termine .....	3,9	8,8	2,7	13,7	4,1	12,2	4,5	13,2	3,8	11,8	3,2	10,2	16,2	13,2	14,4	11,4
Depositi in c/c .....	56,6	60,1	66,8	62,8	50,5	54,8	41,2	48,0	54,1	55,9	60,3	61,3	42,8	53,8	46,1	60,3
Depositi vincolati ....	17,1	22,9	7,5	25,0	21,1	29,9	29,1	32,2	18,4	27,8	13,7	23,9	30,7	27,8	29,2	26,1
di cui: <i>certificati di deposito</i> ..	-	21,0	-	24,6	-	28,1	-	28,5	-	26,3	-	23,8	-	23,9	-	20,9
Passività sull'estero ..	14,8	14,8	28,9	59,3	7,9	36,2	1,6	16,2	11,4	34,4	17,5	47,5	0,3	13,3	0,6	18,1

(1) Dati medi annuali.

I finanziamenti in valuta, praticamente inesistenti alla metà degli anni settanta, sono aumentati fino a superare l'8 per cento in rapporto ai depositi nel 1992, rispetto al 15 per cento delle altre aziende. Il saldo della posizione sul mercato interbancario è precipitato a una trascurabile proporzione dei depositi (1,2 per cento). La quota di bilancio rappresentata dalla riserva obbligatoria si è allineata a quella del resto del sistema bancario.

Nella raccolta la componente in conto corrente ha raggiunto un'incidenza del 54 per cento, inferiore di soli due punti a quella delle altre aziende di credito, mentre tale quota era del 43 per cento alla metà degli anni settanta e del 25 dieci anni prima.

La convergenza dei bilanci verso configurazioni omogenee si osserva anche per le altre categorie. Così, con l'emissione dei certificati di deposito, la raccolta vincolata ha raggiunto valori cospicui per le aziende di credito tradizionalmente specializzate nel conto corrente. L'erogazione di finanziamenti a medio termine, ridottasi presso le casse di risparmio in parziale conseguenza della normativa emanata nel 1987, è aumentata presso le altre banche, anche per il concorso del credito al consumo. E mentre le aziende di credito allargavano la loro operatività oltre il breve termine, gli istituti di credito speciale reducevano la durata media, contrattuale o finanziaria, delle operazioni di provvista e d'impiego.

Le determinanti della convergenza sono state molteplici. Conviene qui richiamarle brevemente solo per sottolineare quanto l'evoluzione strutturale del sistema bancario sia legata a quella dell'economia, della tecnologia, della politica monetaria e di vigilanza.

L'elevata natalità e la crescita delle piccole imprese nonché l'emergere di aree di sviluppo diverse da quelle di più antica industrializzazione hanno progressivamente uniformato la domanda di servizi bancari e promosso la forte crescita dell'attività delle banche locali. Nella finanza d'impresa si è allentata la tradizionale corrispondenza tra durata dei finanziamenti e destinazione dei fondi: il credito a breve termine, acceso sia presso le banche ordinarie sia presso gli istituti speciali, finanzia una parte non trascurabile degli investimenti delle imprese industriali. Le misu-

re di politica monetaria, introdotte dagli anni settanta con modalità identiche per tutte le categorie di aziende, hanno reso più uniformi i bilanci bancari. E analogo impulso ha esercitato la concorrenza del Tesoro nel mercato del risparmio, avvertita in maniera simile da tutte le banche. Infine la stessa legislazione e la regolamentazione: l'affermazione della natura di impresa di tutte le banche; l'ampliamento dei limiti all'attività oltre il breve termine; la rimozione delle paratie territoriali; le stesse disposizioni contenute nella legge sulla trasformazione in società per azioni delle banche pubbliche e la possibilità, per quelle dotate di sezioni speciali, di operare sull'intera gamma delle specializzazioni settoriali.

Tav. 1b

**Quote di mercato per settori di attività economica**  
(dati al 31.12.92)

SETTORI DI ATTIVITÀ	ICDP	BIN	Banche di credito ordinario	Banche popolari	Casse di risparmio
<i>Depositi</i>					
Amministrazioni pubbliche .....	48,2	17,7	6,0	7,8	20,3
Imprese di assicurazione .....	25,8	23,6	32,3	8,6	9,7
Istituzioni di credito	24,1	18,1	27,2	8,1	22,5
Imprese non finanziarie .....	23,5	20,9	22,5	15,1	18,0
Famiglie e unità non classificabili	17,9	13,7	20,8	19,4	28,2
<b>Totale ...</b>	<b>19,4</b>	<b>14,6</b>	<b>20,7</b>	<b>18,4</b>	<b>26,9</b>
<i>Impieghi</i>					
Amministrazioni pubbliche .....	20,0	13,8	8,5	10,0	47,7
Imprese di assicurazione .....	64,1	24,0	6,2	3,8	1,9
Istituzioni di credito	23,5	21,5	25,5	12,5	17,0
Imprese non finanziarie .....	20,0	18,7	23,0	17,2	21,1
Famiglie e unità non classificabili	16,0	15,1	21,4	20,4	27,1
consumatrici ...	14,1	21,6	21,9	19,4	23,0
produttrici .....	17,4	10,0	21,0	21,2	30,4
<b>Totale ...</b>	<b>19,4</b>	<b>17,9</b>	<b>22,4</b>	<b>17,1</b>	<b>23,2</b>

Certo, il diffondersi di tecniche finanziarie comuni e il progressivo arricchimento del ventaglio delle operazioni e dei rapporti di clientela non impediscono agli enti creditizi di mantenere ancora oggi caratteristiche che sono il frutto della loro tradizione in fatto di insediamento sul territorio, composizione della clientela, principi ispiratori della gestione. Le casse di risparmio e gli istituti di diritto pubblico restano così i principali interlocutori degli enti pubblici; le casse, le banche popolari e in genere le banche medio-piccole, nonostante le accresciute relazioni di fido con i grandi prenditori, sono ancora i principali finanziatori delle piccole imprese e delle famiglie produttrici; le BIN e le altre banche principali si confermano punto di riferimento per le società finanziarie, tra cui quelle di partecipazione, e per le imprese manifatturiere (tav. 1b).

### 3. L'erosione delle classificazioni tradizionali

Tradizionalmente l'analisi disaggregata del sistema bancario ha guardato alla forma giuridica e alle dimensioni, ricavandone due modi di classificazione per i quali la Banca d'Italia pubblica statistiche rispettivamente dal 1946 e dal 1968.

È facile essere indotti ad associare a ogni gruppo strutture di bilancio, composizioni della clientela, articolazioni territoriali e politiche aziendali omogenee, come se ogni gruppo fosse rappresentabile con un unico ente-tipo. Eppure nell'esperienza dei ricercatori è consueto rilevare un'elevata dispersione di valori all'interno delle classi, siano esse giuridiche o dimensionali; i singoli istituti si differenziano o si assomigliano sotto profili che poco hanno a che fare con la forma giuridica o con le dimensioni. E oggi il mantenimento stesso di quelle classificazioni è reso difficile dai mutamenti normativi e di mercato in atto.

Per i gruppi giuridici, basti pensare che la trasformazione in società per azioni è stata effettuata da 132 dei 142 enti creditizi pubblici potenzialmente interessati; che nessuna impresa bancaria è più esercitata nella forma della cassa di risparmio; che resta un solo istituto di credito di diritto pubblico; che, per effetto delle incorporazioni nelle aziende bancarie, il numero degli istituti di credito speciale si è ridotto da 92 a

49. E anche la distinzione tra aziende di credito e istituti di credito speciale è ormai venuta meno: è stato reso uniforme il regime della provvista ed è stata aperta a tutti gli enti creditizi la possibilità di erogare i finanziamenti prima regolati da leggi speciali, compreso il credito agevolato.

Difficoltà non minori incontra la classificazione secondo la dimensione. Le 80 operazioni di concentrazione aziendale che nel triennio 1990-92, beneficiando dei vantaggi fiscali della legge, hanno portato 96 istituti (circa il 10 per cento del sistema) entro strutture più ampie e articolate, hanno sconvolto il significato e l'utilità delle tradizionali ripartizioni dimensionali: per mantenere la continuità delle serie storiche sono necessarie complicate riaggregazioni di dati passati; le caratteristiche operative dei singoli gruppi dimensionali tendono a confondersi a mano a mano che le banche incorporano aziende con peculiarità diverse; e la ricostruzione all'indietro della situazione attuale può distorcere l'interpretazione dei dati.

Anche l'erosione delle tradizionali classificazioni induce dunque a ricercare affinità e differenze tra banche in fattori che riguardano la sostanza del loro modo di far banca più che la forma giuridica o la dimensione. I quattro fattori scelti per questa relazione – l'insediamento nel territorio, l'amministrazione del risparmio, la concessione del credito e i servizi di pagamento – attoniscono soprattutto alle relazioni con la clientela; essi consentono di delineare ripartizioni degli istituti diverse da quelle tradizionali.

Le diversità tra istituti verranno rilevate guardando soprattutto alla distribuzione delle aziende a una data recente; solo in qualche caso si darà profondità temporale all'analisi, per valutare quanto vari la rilevanza dei fenomeni osservati e per riscontrare eventuali cambiamenti nella distribuzione dei valori tra le banche.

Anche in una esplorazione fondata sul *modus operandi*, l'elemento "dimensione aziendale" merita di essere tenuto presente. Verrà perciò osservato, oltre all'universo, un sottoinsieme di 14 istituti (le banche e (ex) casse di risparmio "maggiori" e "grandi" della tradizionale ripartizione) che rappresentano circa la metà dell'intermediazione bancaria totale (il 46 per cento dei depositi e il 49 per cento degli impieghi bancari). La verifica della posizione e dell'articolazione

interna di questo gruppo (che sarà nel seguito chiamata dei “principali istituti”) sarà un utile metro per valutare sia il significato delle differenziazioni qui osservate sia la validità della classificazione dimensionale.

Va valutato di volta in volta se e come le differenze rilevate si correlino all’andamento aziendale: là dove le analisi finora compiute lo consentono, riporterò primi indicatori sulla *performance* aziendale, ma questo, ancor più degli altri, è un campo in cui indagini più sistematiche e approfondite sono necessarie.

#### 4. Dimensioni, mercato, territorio

Il volume “assoluto” dei fondi intermediati condiziona senz’altro l’operatività, le tecnologie adottate, il livello dei costi unitari, il ventaglio dei prodotti offerti, la stessa capacità di produrre reddito della banca. Ma ciò non significa che vi sia un nesso meccanico tra dimensione della banca e posizione sul mercato. Nel rapporto col territorio e col mercato il fattore dimensionale perde ogni carattere di assolutezza; risulta più opportuno parlare di “dimensione rispetto al mercato di riferimento”. A questo concetto di dimensione “relativa” è strettamente legata l’intensità del potere di mercato di cui la banca dispone in virtù della capillare articolazione dei suoi sportelli.

Emerge allora chiaramente come due paesi con un analogo grado di concentrazione bancaria a livello nazionale possano presentare gradi di concentrazione molto diversi nei mercati subnazionali; o come due aziende bancarie di uguali dimensioni possano avere, in ragione della loro articolazione territoriale, forza di mercato completamente diversa.

Poiché, nonostante le innovazioni normative e tecnologiche, la localizzazione delle unità produttive resta il fattore chiave per l’attività al dettaglio, un’analisi della concentrazione riferita non all’intero paese ma ai suoi mercati locali può meglio illustrare le relazioni tra la banca e il suo pubblico e dare preziosi elementi informativi circa i comportamenti aziendali.

Occorre dunque osservare nel territorio i mercati locali e distinguere le banche secondo la posizione che vi occupano. Qui si è considerato il territorio delle

95 province giacché per esse è disponibile una messe di altre informazioni su variabili quali i tassi di interesse, la produzione, l’occupazione, e via dicendo; e l’esame dei dati è stato limitato all’attività di raccolta, immediato e naturale misuratore della presenza bancaria. Da questa prospettiva possono essere osservati rispettivamente i sottomercati e le banche; emerge una realtà inconsueta, profondamente diversa da quella che presenta il territorio nazionale “indiviso”.

Nel semplice presupposto che in ogni provincia la forza di mercato di ciascuna azienda sia misurata dalla quota dei depositi complessivi della provincia che essa gestisce, appare l’immagine di una forte segmentazione in sottomercati provinciali, per lo più caratterizzati dalla presenza di poche aziende di credito. In 58 delle 95 province sono sufficienti due aziende a concentrare presso di sé la metà dei depositi bancari; in 27 ne bastano tre; nelle rimanenti 10 province il numero delle banche cresce fino a raggiungere un massimo di sette unità nella provincia di Milano.

Una più elaborata metodologia statistica (1) permette di descrivere meglio il profilo dei mercati locali e di temperare i colori forti di questa prima immagine. Tracciata la graduatoria delle aziende di credito in ciascuna provincia, viene rilevata la eventuale esistenza di una significativa discontinuità nella graduatoria. L’insieme delle banche presenti in quel mercato viene così ripartito tra quelle con forte presenza operativa, cioè quelle che compongono il “gruppo di testa”, e le banche con una presenza modesta o marginale. Su questa base possono essere ordinate sia le province, in base al numero di banche che compongono il gruppo di testa, sia le banche in base a quanta parte della loro raccolta viene effettuata in posizione di *leader*.

Dal primo quadro, per province, risulta che esistono 11 aree provinciali con forte dispersione di banche (tav. 2a). All’interno delle rimanenti 84 province il gruppo di testa è costituito in 28 aree da due aziende, in 36 da tre-quattro aziende e nei 20 rimanenti casi da un numero di aziende pari o superiore a cinque. Rispetto a cinque anni fa vi sono stati mutamenti rilevanti nel numero delle aziende mediamente presenti in ogni provincia, salito da 17 a 22. Il numero delle province con dispersione forte non è aumentato, ma ne è cambiata nettamente la composizione a favore di quelle in cui sono collocati i grandi centri urbani. Nel-

le aree con maggiore dispersione di banche si concentra oggi il 14 per cento dei depositi bancari a fronte del 12 per cento nel 1987.

Tav. 2a

**Dimensioni, mercato, territorio:  
classificazione delle province**

NUMERO DI BANCHE NEL GRUPPO DI TESTA	Numero province		Quota sui depositi	
	1987	1992	1987	1992
Nessuna .....	12	11	12,4	14,4
5 o più .....	21	20	18,2	20,3
3 - 4 .....	35	36	36,6	37,2
Fino a 2 .....	27	28	32,8	28,1
<b>Totale ...</b>	<b>95</b>	<b>95</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Nel secondo quadro, per banche, costruito secondo la quota di depositi che ciascuna banca gestisce in condizioni di *leadership*, si vede la distribuzione delle aziende concentrarsi in due estremi opposti. Alla fine del 1992 erano 90 (sulle 320 considerate) le banche che ottenevano più di tre quarti della loro raccolta in mercati nei quali si configuravano come parte del gruppo di testa; i loro depositi erano pari quasi al 30 per cento circa del totale del sistema. All'estremo opposto 188 aziende, amministratrici di un terzo della raccolta complessiva del sistema, raccoglievano meno del 25 per cento dei loro depositi da una posizione di forza (tav. 2b).

La classe delle aziende più spiccatamente *leader* è costituita nella stragrande maggioranza dei casi da aziende di dimensioni contenute, per lo più (ex) casse di risparmio o banche popolari, la cui quota individuale sul mercato nazionale si aggira in media sullo 0,3 per cento. A livello locale però esse si configurano come "piccoli giganti". Sono aziende per le quali si osservano costi della provvista generalmente inferiori alla media e *spread* tra tassi attivi e passivi relativamente elevati.

L'assenza di un nesso diretto tra posizione sul mercato di insediamento e dimensioni aziendali si deduce anche dal fatto che il gruppo degli istituti principali non si presenta come un tutto omogeneo: solamente 5 delle 14 banche raccolgono almeno il 50 per cento della loro raccolta quali membri dei gruppi di

testa dei vari mercati provinciali in cui sono insediate; i restanti due terzi sono concentrati nelle fasce più basse, sicché la loro effettiva forza di mercato appare largamente inferiore a quanto la loro dimensione assoluta suggerirebbe. Rispetto al 1987, inoltre, la possibilità per i principali istituti di agire da una posizione di forza sembra essere diminuita, in conseguenza dell'accrescersi della concorrenza nelle grandi piazze urbane.

Non sono pochi, né di poco conto, i possibili affini di una raffigurazione del tipo di quella qui presentata. Si dovrebbe innanzitutto compiere un analogo calcolo per il credito. Si dovrebbe tener conto delle caratteristiche operative delle banche che non sono in posizione di forza: l'ampiezza del loro vantaggio di prodotti e le condizioni di efficienza e redditività ne differenziano le potenzialità concorrenziali. Né si può ormai trascurare il venir meno delle barriere amministrative all'apertura degli sportelli, che contribuisce a generare comportamenti concorrenziali degli intermediari anche solo per la minaccia di ingresso sul mercato da parte di altre banche. Nel quadro potrebbe essere infine inserita la presenza, quali competitori, di operatori non bancari.

Tav. 2b

**Dimensioni, mercato, territorio:  
classificazione delle banche**

(dicembre 1992)

QUOTA PERCENTUALE DI DEPOSITI RACCOLTI COME COMPONENTE DEL GRUPPO DI TESTA	Totale		Istituti principali	
	Numero di banche	Quota sulla raccolta del sistema	Numero di banche	Quota sulla raccolta del sistema
Oltre 75 .....	90	29,5	5	13,4
50 - 75 .....	33	24,1		
25 - 50 .....	9	13,0	3	9,1
Meno di 25 .....	188	33,4	6	22,3
<b>Totale ...</b>	<b>320</b>	<b>100,0</b>	<b>14</b>	<b>44,8</b>

La struttura di mercati locali concentrati e di una popolazione bancaria di "piccoli giganti" è un portato della storia di un paese "dalle cento città", forte nei suoi localismi, in cui meno che in altri stati europei è avvenuto il secolare drenaggio dei talenti, delle risorse e delle iniziative verso la capitale o verso pochissimi

mi grandi centri. A questa struttura non è estraneo il continuo fiorire di piccole e medie imprese che costituisce punto di forza dell'economia italiana. Ma è anche una struttura che può ostacolare l'impiego efficiente e il progresso delle tecniche produttive e rallentare l'offerta di prodotti innovativi. Il benessere della clientela può venire limitato; si possono inasprire le condizioni praticate, data la correlazione tra il grado di concentrazione dei mercati e i tassi bancari rilevata in analisi empiriche anche recenti.

## 5. L'amministrazione del risparmio

L'amministrazione del risparmio è il campo in cui nell'ultimo quindicennio le banche italiane hanno compiuto i mutamenti più rilevanti. Determinante fattore di cambiamento è stata la concorrenza del Tesoro: alla diffusione dei titoli di Stato presso il pubblico ha fatto riscontro la flessione dal 67 al 35 per cento della quota dei depositi bancari nelle attività finanziarie sull'interno (al netto delle azioni).

Eppure il sistema bancario ha saputo mantenersi interlocutore pressoché esclusivo dei risparmiatori, arricchendo la tipologia delle "passività proprie" e sviluppando il servizio di collocamento e amministrazione di passività altrui, in primo luogo del Tesoro. La quota della ricchezza finanziaria privata che si può, in senso lato, dire amministrata dalle banche è rimasta così sostanzialmente stabile, al di sopra del 90 per cento.

L'amministrazione del risparmio è un campo in cui i comportamenti bancari sono molto differenziati, perché il ventaglio dei servizi offerti risponde a un insieme variamente composito di fattori quali l'articolazione della domanda, le pressioni concorrenziali, l'intensità dei collegamenti con altri intermediari, l'attenzione agli aspetti innovativi dell'attività bancaria. Questa varietà non costituisce certo una peculiarità italiana: la coesistenza tra "supermercati" finanziari e intermediari "di nicchia" è anzi un tratto comune di quasi tutti i principali paesi. Ma la rapida ricomposizione della ricchezza finanziaria suggerisce che in Italia la flessibilità dell'offerta può avere rappresentato un rilevante fattore di successo per le banche.

Per esplorare la diversità dei comportamenti nel campo dell'amministrazione del risparmio sono stati considerati dieci prodotti: i conti correnti; i certificati di deposito; l'attività di incasso e pagamento per conto della clientela; i terminali ATM; la custodia e la negoziazione di titoli; le operazioni in titoli pronti contro termine; la gestione dei patrimoni, esercitata in via fiduciaria o per il tramite dei fondi comuni; i servizi di *home banking*. Si tratta di prodotti la cui offerta può avvenire congiuntamente. Gli indicatori statistici segnalano un collegamento molto stretto dei depositi in conto corrente con i servizi di pagamento e con i certificati di deposito (tav. 3a); inferiore, ma comunque elevata, è la correlazione con i servizi di vera e propria amministrazione del risparmio, quali le gestioni fiduciarie o i fondi comuni.

Non tutti i prodotti sono già divenuti parte dell'attività bancaria tipica: quanto ciascuno di essi sia maturo può desumersi dal diverso numero di banche che lo hanno inserito nel loro "listino", dal grado di concentrazione dei relativi mercati, dall'intensità della crescita dei volumi trattati. I servizi di incasso e pagamento nonché quelli di custodia e amministrazione dei titoli in lire già nel 1987 vedevano impegnata la quasi totalità degli istituti (tav. 3a). Altri prodotti hanno raggiunto nel quinquennio l'elevata maturazione che ormai li contraddistingue: i collocamenti di certificati di deposito sono aumentati ad esempio a un tasso medio annuo del 44 per cento, mentre la quota di mercato delle cinque banche maggiori offerenti è diminuita dal 31 al 22 per cento. Vi sono poi prodotti, come le operazioni pronti contro termine, che stanno conoscendo ora la fase di sviluppo più accelerato e, infine, altri che appaiono ancora in uno stato iniziale di diffusione, come suggerirebbe l'elevata concentrazione del mercato che si riscontra per la negoziazione di titoli in valuta e per i servizi di *home banking*.

I servizi innovativi di amministrazione del risparmio tendono dunque a diffondersi per l'impulso di un numero ristretto di banche. Le altre, inizialmente restie a entrare in mercati di cui sono ancora incerte le prospettive, finiscono per modificare la loro politica d'offerta solo successivamente. Si può allora cercare di distinguere, tra le banche, quelle più propense ad allargare la gamma dei servizi guardando alternativamente a due diversi criteri: la mera presenza sul mercato dei diversi prodotti o, invece, la presenza "signifi-

ficativa". La presenza di una banca in un comparto viene qui definita "significativa" allorché la sua quota di mercato è almeno pari a quella che essa detiene per i conti correnti. Nell'elaborazione dei dati si è visto che i risultati, pur sensibili a modifiche della nozione di significatività, non cambiano in misura sostanziale; ma va notato che la definizione scelta fa riferimento non alla struttura dei mercati, bensì alla politica di offerta delle banche, giacché può essere "significativa" una presenza anche modesta in termini assoluti se risulta non inferiore a quella che la banca ha sulla raccolta.

Tav. 3a

**L'amministrazione del risparmio: correlazione tra la presenza su un mercato e quella sui c/c**

SERVIZI	Indice di cograduazione con i depositi in c/c	
	1987	1992
Certificati di deposito .....	0,65	0,87
PCT di raccolta .....	0,21	0,75
Incassi e pagamenti .....	0,87	0,83
ATM .....	—	0,78
Home banking .....	—	0,58
Custodia titoli in lire .....	0,83	0,84
Custodia titoli in valuta .....	0,49	0,61
Gestioni patrimoniali (1) .....	0,64	0,60
Fondi comuni (1) .....	0,51	0,60

(1) Dati riferiti al dic. 1988 e al dic. 1991.

**L'amministrazione del risparmio: grado di concentrazione dei mercati**

SERVIZI	1987		1992	
	Numero di banche	Quota % delle prime 5 banche	Numero di banche	Quota % delle prime 5 banche
Conti correnti .....	319	26,77	266	29,58
Certificati di deposito .	173	31,27	222	22,21
PCT di raccolta .....	24	80,87	110	35,06
Incassi e pagamenti .	192	25,00	201	32,15
ATM .....	—	—	195	25,67
Home banking .....	—	—	77	59,11
Custodia titoli in lire ..	305	30,33	253	30,20
Custodia titoli in valuta	92	68,91	167	42,78
Gestioni patrimoniali (1)	148	35,87	136	30,62
Fondi comuni (1) .....	170	42,24	169	48,74

(1) Dati riferiti al dic. 1988 e al dic. 1991; l'indicatore di concentrazione è riferito al solo patrimonio gestito dalle banche.

Guardando alla mera presenza, si osserva che nel 1992 la maggior parte delle banche era ormai presente in un ampio numero di mercati: 157 delle 266 aziende esaminate offrivano almeno sette servizi e la loro quota di mercato in termini di conti correnti superava il 94 per cento in termini di conti correnti (tav. 3b).

Guardando alla presenza "significativa", però, il quadro mostra una ben più forte specializzazione. Risalta infatti che un ampio numero di istituti non hanno sviluppato l'attività di amministrazione del risparmio in misura paragonabile a quella dei conti correnti. Sono 75, e rappresentano il 36 per cento del sistema, le banche con presenza "significativa" al massimo in un servizio (tav. 3b); vi si aggiungono 103 aziende, un ulteriore 24 per cento del sistema, significativamente attive al massimo su tre mercati. Poiché si riscontrano profili operativi diversi anche per banche insediate nelle stesse aree geografiche, è ragionevole pensare che le differenziazioni siano da attribuire più a indirizzi gestionali che a scelte della clientela. Che il sistema bancario stia comunque dirigendosi, seppur lentamente, verso una maggiore diffusione dei servizi è confermato dalla quota decrescente, rispetto al 1987, delle aziende che si collocano negli scaglioni di minore diversificazione.

L'osservazione del gruppo dei 14 istituti principali mostra che 10 di essi offrono l'intera gamma dei prodotti (tav. 3b). Questi indubbiamente emergono come la componente del sistema bancario maggiormente orientata a offrire un listino di prodotti diversificato: si addensano infatti nelle posizioni di vertice della graduatoria, mentre in quelle di coda si annoverano solo aziende di dimensioni molto contenute. Ma quando si passa a esaminare la classificazione basata sulla presenza "significativa", i principali istituti cessano di configurare un gruppo omogeneo e si ripartiscono in due tronconi. Il gruppo più ampio, formato da 10 istituti, è quello delle aziende poco diversificate, che non sono "significativamente" presenti in più di tre mercati. Nel complesso i grandi istituti non sembrano utilizzare appieno le opportunità di lavoro consentite dall'ampiezza dei loro rapporti con la clientela.

L'analisi finora compiuta non ha approfondito le eventuali correlazioni tra diversificazione dei servizi e *performances* aziendali. Prime osservazioni indica-

Tav. 3b

## L'amministrazione del risparmio: classificazione delle banche per servizi offerti (1)

## Totale sistema

NUMERO DEI SERVIZI	Numero delle banche presenti		Quota delle banche presenti sui depositi del sistema		Numero delle banche presenti significativamente		Quota delle banche presenti significativamente sui depositi del sistema	
	1987	1992	1987	1992	1987	1992	1987	1992
10 servizi .....	—	32	—	48,76	—	—	—	—
9 » .....	—	50	—	35,52	—	—	—	—
8 » .....	9	40	13,01	5,76	—	3	—	1,72
7 » .....	34	35	51,37	4,31	—	11	—	10,88
6 » .....	57	30	21,33	2,96	2	17	7,41	12,91
5 » .....	57	24	6,44	1,17	5	23	5,49	6,54
4 » .....	60	24	4,79	0,72	23	37	16,90	7,43
3 » .....	51	12	2,16	0,27	37	61	7,26	10,52
2 » .....	40	10	0,86	0,28	74	42	23,95	13,77
1 » .....	13	9	0,05	0,25	98	47	22,90	25,31
Nessuno .....	—	—	—	—	82	28	16,08	10,92

(1) L'offerta di un servizio è definita significativa se la quota di mercato è, per la banca, superiore a quella dei c/c.

## L'amministrazione del risparmio: classificazione delle banche per servizi offerti (1)

## Principali istituti - 1992

NUMERO DEI SERVIZI	Numero delle banche presenti	Quota delle banche presenti sui depositi del sistema	Numero delle banche presenti significativamente	Quota delle banche presenti significativamente sui depositi del sistema
10 servizi .....	10	36,41	—	—
6 - 9 » .....	4	11,18	4	15,81
4 - 5 » .....	—	—	—	—
2 - 3 » .....	—	—	4	11,50
0 - 1 » .....	—	—	6	20,28

(1) L'offerta di un servizio è definita significativa se la quota di mercato è, per la banca, superiore a quella dei c/c.

no che tra le aziende presenti in maniera “significativa” nel mercato di un numero elevato di servizi di amministrazione del risparmio si concentrano quelle che nell'ultimo quinquennio hanno guadagnato quote di mercato nella raccolta complessiva. All'ampiezza della gamma si accompagnano anche positivi aspetti reddituali: negli ultimi anni le banche maggiormente diversificate hanno registrato un'evoluzione del margine d'intermediazione migliore della media del sistema.

## 6. La concessione del credito

Un terzo aspetto per il quale si possono individuare profili di diversità tra le banche è la concessione del credito. E in questo campo, più ancora che in altri, l'osservazione può essere compiuta da diverse angolazioni.

Una di esse è, a somiglianza di quanto si è appena visto per l'amministrazione del risparmio, la gamma

dei prodotti e delle forme tecniche. Ancor oggi questa appare nel complesso poco diversificata: la quota più ampia dei finanziamenti, il 56 per cento di quelli in lire nel 1992, viene erogata nella forma delle linee aperte in conto corrente. È limitato, invece, lo sviluppo dei servizi diretti a favorire il ricorso delle imprese al mercato dei capitali; nel 1992 gli enti creditizi hanno curato il collocamento di valori mobiliari, esclusi i titoli di Stato, per circa 4.000 miliardi, a fronte di una crescita degli impieghi dell'ordine di 75.000 miliardi.

Un altro possibile angolo di osservazione è la composizione della clientela secondo il settore istituzionale di appartenenza (famiglie, imprese, enti pubblici, estero) o secondo la dimensione aziendale. Il modo di valutare l'opportunità del fido e di seguire l'evoluzione del debitore non è uniforme per tutte le categorie di prenditori: basti confrontare le procedure standardizzate del credito al consumo con le analisi necessarie per l'affidamento di grandi imprese impegnate in progetti di espansione o di riallocazione proprietaria.

Non meno illuminante sarebbe una differenziazione in base alle procedure interne per la valutazione e il monitoraggio degli affidati: acquisterebbero rilievo aspetti quali l'analisi congiunturale dei settori produttivi, l'utilizzo di strumenti automatici di valutazione del rischio creditizio, la completezza delle informazioni utilizzate per i fidi ai grandi gruppi industriali, la distribuzione delle responsabilità relative alle diverse fasi del rapporto di credito, il coordinamento tra la strategia del credito e la politica commerciale della banca.

Qui si è scelto di guardare a come le banche si differenziano rispetto al fenomeno, tipico del nostro sistema e reso attuale anche da casi recenti, dei fidi multipli. Il fenomeno verrà osservato guardando prima ai fidi stessi, poi alle politiche delle singole banche.

La frammentazione dell'indebitamento complessivo delle singole imprese tra più banche può essere documentata, sulla base della Centrale dei rischi, considerando innanzitutto il numero medio di banche presso cui ciascun cliente risulta affidato. Come è noto, i dati, basati su segnalazioni relative alla posizione individuale delle imprese, non possono tener conto dei legami proprietari tra le imprese stesse e rappresentare la posizione globale dei gruppi industriali.

Il fenomeno dei fidi multipli è chiaramente documentabile. Per l'universo dei clienti censiti appartenenti al settore delle imprese produttive il numero medio delle banche concedenti è di 2,6 (tav. 4a). Esso cresce all'aumentare delle dimensioni dell'impresa debitrice, come emerge chiaramente considerando fasce di clientela ordinate in base al volume complessivo dei finanziamenti ricevuti dal sistema bancario. Al finanziamento delle imprese con prestiti non superiori a un miliardo concorrono in media meno di due aziende di credito; all'estremo opposto i prenditori con fidi di 500 miliardi e oltre, che pesano per il 9 per cento sugli impieghi complessivi, mediamente intrattengono rapporti di credito con 33 istituti.

Tav. 4a

## Numero medio di banche per affidato (1)

CLASSI DI GRANDEZZA DEI FIDI ACCORDATI (in miliardi)	Numero degli affidati	Numero medio di banche per:		Totale
		Primo 50% dei fidi	Secondo 50% dei fidi	
Fino a 1 . . . . .	188.853	1,1	0,5	1,6
Da 1 a 4 . . . . .	53.508	1,7	2,2	3,9
Da 4 a 10 . . . . .	13.271	2,3	4,0	6,3
Da 10 a 30 . . . . .	5.596	2,9	6,1	9,0
Da 30 a 50 . . . . .	1.059	3,7	8,6	12,3
Da 50 a 100 . . . . .	664	3,8	9,8	13,6
Da 100 a 200 . . . . .	272	4,3	12,9	17,2
Da 200 a 500 . . . . .	104	5,0	16,2	21,2
500 mld e oltre . . . . .	49	5,5	27,7	33,2
<b>Totale . . . . .</b>	<b>263.376</b>	<b>1,4</b>	<b>1,2</b>	<b>2,6</b>

(1) I dati si riferiscono ai crediti accordati dalle aziende di credito alle società e quasi società non finanziarie.

La mancanza, nella prassi italiana, della figura della *Hausbank* e il ricorso ai fidi multipli non implicano che il credito accordato all'impresa provenga da una galassia indistinta di banche, ciascuna apportatrice di una quota trascurabile, né escludono differenze di comportamento nella concessione del credito da parte delle banche stesse. Il numero medio di banche presso le quali si concentra la prima metà del credito accordato è diverso, nelle varie classi di grandezza dell'affidamento, da quello relativo alle banche che coprono la seconda metà (tav. 4a). Ad esempio, nella classe delle imprese affidate per 500 miliardi e oltre,

per coprire la prima metà del credito accordato occorrono in media 5,5 banche; ma per fornire il complemento a cento ne occorrono quasi 28. Questa asimmetria è presente in tutte le classi di grandezza e cresce al crescere dell'affidamento (tav. 4b); solo nella categoria degli affidamenti di importo inferiore al miliardo il fenomeno del frazionamento è trascurabile. L'incidenza sul totale del credito accordato dalla prima banca – la banca capofila – varia dall'83 per cento, nella classe dei fidi minori di un miliardo, al 20 per cento nella classe da 500 miliardi e oltre. L'incidenza delle prime tre banche va dal 99 al 40 per cento per le medesime classi. È plausibile che con simili percentuali, tenuto conto dell'ordine di grandezza degli affidamenti, gli istituti appartenenti al gruppo delle banche capofila abbiano con l'impresa affidata un rapporto che, per qualità e intensità, si avvicina a quello di una *Hausbank*.

Tav. 4b

## Quote percentuali sui fidi accordati complessivi (1)

CLASSI DI GRANDEZZA DEI FIDI ACCORDATI (in miliardi)	Numero degli affidati	Prima banca	Prime 3 banche	Prime 5 banche	Prime 10 banche
Fino a 1 . . . . .	188.853	82,5	98,8	99,8	99,9
da 1 a 4 . . . . .	53.508	53,9	86,6	96,5	99,9
da 4 a 10 . . . . .	13.271	43,3	73,6	87,5	98,7
da 10 a 30 . . . . .	5.596	36,7	64,3	78,9	95,2
da 30 a 50 . . . . .	1.059	29,8	55,3	70,3	90,2
da 50 a 100 . . . . .	664	31,3	55,9	69,9	88,5
da 100 a 200 . . . . .	272	28,6	50,7	63,9	83,8
da 200 a 500 . . . . .	104	21,0	44,2	59,1	80,4
500 mld e oltre . . . . .	49	19,8	39,5	53,3	74,5
<b>Totale . . . . .</b>	<b>263.376</b>	<b>73,3</b>	<b>93,9</b>	<b>97,8</b>	<b>99,6</b>

(1) I dati si riferiscono ai crediti accordati dalle aziende di credito alle società e quasi società non finanziarie.

Vediamo ora il fenomeno del frazionamento dal punto di vista delle singole banche: l'atteggiamento rispetto allo stesso cliente può infatti variare fortemente, tra una posizione di preminenza acquisita concentrando su di sé larga parte dell'indebitamento dell'impresa e una posizione più defilata, in cui la banca si limita a partecipare al finanziamento per quote modeste. La situazione effettiva riflette scelte

gestionali dell'azienda di credito, la sua *expertise* finanziaria, ma anche fattori quali le dimensioni relative dell'impresa e della banca, che in caso di squilibrio possono determinare una eccessiva concentrazione dei crediti della banca stessa.

Il carattere di "preminenza", nel senso ora illustrato, che le banche imprimono alle relazioni con la clientela costituisce allora il parametro di una possibile classificazione delle aziende in funzione della loro maggiore o minor vocazione a operare come capofila nella valutazione dell'impresa e a esercitare un maggiore o minore potere di condizionarne la gestione.

Per rilevare questa diversità di politiche è stata considerata capofila la banca che vanta la maggiore esposizione nei confronti del singolo cliente; per ogni banca è stata poi calcolata la quota dei prestiti concessi in posizione di capofila, rispetto all'insieme dei finanziamenti concessi. Il calcolo è stato fatto escludendo gli affidamenti inferiori a un miliardo, concessi generalmente da una sola azienda. La distribuzione dei valori assunti dall'indicatore così costruito consente di individuare, nella parte alta, le banche che appaiono esprimere una vocazione ad assumere una posizione di capofila verso le imprese affidate e, nella parte bassa, quelle che sembrano rifuggire sistematicamente da una tale funzione.

Ebbene, tra le 134 banche che costituiscono il campione considerato, solo 20, alle quali fa capo meno del 12 per cento del credito accordato alle imprese non finanziarie, concedono più del 50 per cento del credito in veste di capofila. Vi sono poi altre 34 banche, rappresentative del 21 per cento dell'accordato totale, per le quali l'indicatore è compreso tra il 40 e il 50 per cento (tav. 4c).

Dopo aver individuato nelle aziende di dimensioni contenute, popolari e (ex) casse di risparmio, quelle più spiccatamente *leader* nei mercati provinciali, non sorprende trovare la stessa tipologia di istituti nelle due classi in cui l'indicatore di preminenza presenta valori elevati. Quello che qui si va facendo non è infatti che approfondire, dal lato del credito, il rapporto tra la banca e il suo mercato. Un solo istituto principale si colloca nello scaglione di valori superiori al 50 per cento e un altro in quello adiacente. Per gli altri dodici il credito accordato in posizione di preminenza non supera il 40 per cento.

Tav. 4c

**Classificazione delle banche secondo la quota dei fidi accordati in posizione di capofila (1)**

QUOTE PERCENTUALI DEI FIDI ACCORDATI COME CAPOFILA	Numero di banche		Accordato medio (mld)	Quota percentuale sull'accordato totale	Rapporto percentuale sofferenze/impieghi
		di cui: istituti principali			
50 e oltre . . .	20	1	2.675,4 (7.570,8)	11,9	5,6 (3,0)
50 - 40 . . . .	34	1	2.791,8 (5.193,2)	21,0	4,0 (2,6)
40 - 30 . . . .	36	6	5.238,2 (8.459,1)	41,8	4,6 (3,3)
30 - 20 . . . .	30	5	3.377,6 (4.475,2)	22,4	5,0 (4,5)
Meno di 20	14	1	947,4 (1.336,0)	2,9	5,8 (3,1)
<b>Totale . . .</b>	<b>134</b>	<b>14</b>		<b>100</b>	

(1) I dati si riferiscono agli affidamenti concessi dalle aziende di credito operanti in almeno tre province; i crediti sono quelli accordati alle società e quasi società non finanziarie con esclusione degli affidamenti inferiori a un miliardo. In parentesi sono riportati i valori della deviazione standard.

Sono 14, prevalentemente di piccole dimensioni (ma vi è anche uno dei principali istituti), le banche che si collocano invece nella coda della distribuzione, per le quali cioè la concessione di credito in posizione di capofila assume carattere sporadico. Tra queste aziende, che sembrano esprimere una vocazione "gregaria", si collocano un istituto principale e banche di dimensioni molto contenute. A una prima osservazione, né l'uno né l'altro sottogruppo mostrano regolarità o uniformità particolare sotto altri profili, quali l'incidenza delle sofferenze sugli impieghi al settore delle imprese non finanziarie ovvero il livello di patrimonializzazione.

## 7. I servizi di pagamento

Il quarto campo di questa esplorazione è rappresentato dai servizi di pagamento, la cui importanza, accanto alla amministrazione del risparmio e alla concessione del credito, è divenuta via via più chiara proprio negli ultimi anni. È anzi, questa, una delle aree di attività nelle quali maggiormente si sono modifica-

ti il modo di operare e l'atteggiamento culturale delle nostre banche.

Il sistema bancario ha mantenuto e va rafforzando la centralità del suo ruolo nell'"industria dei pagamenti": esso effettua il 70 per cento delle operazioni, a cui corrisponde oltre il 90 per cento del valore dei pagamenti effettuati. Vi è stata anche una crescente diversificazione dei servizi in cui le aziende di credito si sono inserite con successo: nel campo dei bonifici, ad esempio, la quota delle operazioni gestite dalle banche è aumentata di dieci punti rispetto al 1987 e ha raggiunto il 35 per cento; nel settore delle carte di credito, dove nel 1987 gli operatori non bancari pesavano per oltre il 60 per cento, le banche svolgono ora il 70 per cento dell'attività; nello stesso arco di tempo è raddoppiata, raggiungendo il 60 per cento, la quota del contante prelevato presso i terminali ATM.

Sono noti i principali fattori che hanno promosso la trasformazione dei servizi di pagamento: nuove applicazioni della tecnologia, accresciute forme di cooperazione interbancaria, riforma del circuito per lo scambio e il regolamento dei pagamenti interbancari. La tecnologia ha permesso di innovare le modalità di erogazione dei servizi tradizionali, come nel caso dei bonifici multipli disposti mediante supporti magnetici, di impiantare apparecchiature del tipo ATM e POS, di sviluppare i servizi telematici. La cooperazione interbancaria si è sostanziata nella fissazione di standard comuni e nell'avvio di iniziative consortili, che hanno consentito di accrescere l'utilità dei servizi per il pubblico e di conseguire più elevate economie di scala. La riforma del circuito interbancario ha portato alla definizione di procedure vincolanti per lo scambio dei pagamenti, all'utilizzo della rete telematica interbancaria, al regolamento in base monetaria per la generalità dei pagamenti.

Interessa qui osservare come – pur trattandosi di tre fattori comuni all'intero mondo bancario e pur essendo il servizio dei pagamenti per eccellenza un servizio "di sistema", "di rete", molto più dei due finora esaminati – non si è avuto un appiattimento dei comportamenti delle diverse banche; i nuovi sviluppi hanno al contrario allargato il ventaglio delle possibili strategie di mercato e dischiuso nuovi ambiti di confronto competitivo.

La diversità tra le banche nei servizi di pagamento è stata rilevata guardando due dei molti aspetti di questo vasto campo: lo sviluppo della rete di sportelli automatici (ATM e POS) e l'uso delle procedure automatizzate. Altri aspetti quali i tempi di esecuzione dei pagamenti o i flussi informativi alla clientela potrebbero integrare l'indagine, unitamente a indicatori di efficienza nei regolamenti interbancari e nella gestione della liquidità. Per evidenziare i profili operativi delle banche, si farà riferimento al numero delle transazioni (pagamenti) anziché agli importi pagati. L'analisi è stata condotta sul campione delle 63 aziende di credito partecipanti all'indagine annuale sui servizi di pagamento che la Banca d'Italia effettua dal 1987: vi sono rappresentate tutte le aziende maggiori e grandi, nonché una quota significativa delle banche medie e piccole.

Tav. 5a

**Servizi di pagamento:  
sviluppo dei terminali ATM e POS  
e dei servizi automatizzati (1) (2)**

SERVIZI	Campione		Istituti principali	
	1987	1992	1987	1992
N. ATM/ N. sportelli tradizionali . . . .	0,39	0,90	0,34	0,88
N. POS/ N. sportelli tradizionali . . . .	0,07	4,50	—	4,69
Servizi automatizzati/Totale servizi (3) . . . . .	0,13	0,29	0,13	0,29

(1) Dati relativi a un campione di 63 banche che raccolgono circa il 75 per cento dei depositi in c/c. — (2) Medie aritmetiche semplici dei dati per banca. — (3) Tra gli strumenti automatizzati sono compresi: prelievi da ATM, pagamenti con carte di debito su POS, bonifici e disposizioni di incasso (Ri.ba., RID, altre) presentate con modalità automatizzate, addebiti preautorizzati.

Per le apparecchiature automatiche è utile premettere che il loro grado di diffusione nel nostro paese è rapidamente cresciuto: con riferimento al campione considerato, per ogni 100 sportelli tradizionali sono oggi installati 90 ATM e 450 POS (rispettivamente 39 e 7 nel 1987; tav. 5a). Il campione rivela comportamenti aziendali alquanto diversificati. Per 38 banche, rappresentative del 61 per cento dei pagamenti, il rapporto tra il numero dei loro ATM e quello degli spor-

telli tradizionali si attesta su valori prossimi a uno (tav. 5b); quelle che si collocano nella fascia alta di diffusione degli ATM, con valori superiori a 1,2, sono 12 e svolgono il 24 per cento dei pagamenti. Tra queste ultime figurano le poche che, impiantando ATM anche lontano dagli sportelli tradizionali, hanno seguito un approccio ispirato, oltre che all'alleggerimento delle incombenze delle filiali, all'ampliamento dei punti di contatto con la clientela. Nel settore dei POS si va da aziende prive di terminali ad altre per le quali si osservano fino a 25 apparecchiature per ogni sportello tradizionale. L'elevata dispersione riflette il minor grado di maturità del mercato e la peculiarità di un servizio che si collega prevalentemente alla grande distribuzione commerciale; può però derivare anche dalla difficoltà di inserire il servizio nelle strategie di ampliamento dei volumi di attività delle banche.

Ancora una volta i 14 istituti principali non costituiscono un gruppo omogeneo, separato dagli altri. Per quanto riguarda gli ATM, la loro presenza si snoda lungo tutti i tratti della distribuzione: 8 su 14, circa la metà in termini sia di servizi di pagamento sia di depositi della clientela, hanno un rapporto tra ATM e sportelli inferiore a quello medio dell'intero campione. D'altro canto, tra gli istituti per i quali si registrano quote elevate di ATM vi sono diverse aziende piccole e minori, per lo più casse di risparmio. Per quanto attiene ai POS, oltre la metà delle banche più grandi si colloca tra quelle poco presenti nel settore (tav. 5b); un numero elevato di apparecchiature, in rapporto alle dipendenze tradizionali, è invece riscontrabile per aziende medio-piccole, tra cui figurano nuovamente le casse di risparmio.

Il secondo aspetto considerato è l'uso delle procedure automatizzate. Anche qui si vedono emergere notevoli differenze. Per più della metà delle banche, con un volume di pagamenti superiore al 70 per cento del totale, la quota dei servizi automatizzati si colloca su valori prossimi o superiori alla media (tav. 5b). L'ampiezza del campo di variazione, compreso tra l'8 e il 50 per cento, indica che anche per i servizi ormai consolidati, quali i prelievi da ATM, la R.I.B.A., i bonifici automatizzati, non si ha una diffusione omogenea nel sistema. Le differenze più accentuate riguardano i servizi alle imprese.



Tav. 5c

## Servizi di pagamento: classificazione delle banche del campione (1)

GRUPPI DI BANCHE	Numero banche	Quota numero pagamenti (2)	Quota servizi automatizzati (3)	Rapporto ATM/Sportelli (3)	Rapporto POS/Sportelli (3)	Quota mercato raccolta (4)	
						1987	1992
Banche orientate ai servizi di pagamento (5) .....	32	0,63	0,33	1,05	6,19	0,39	0,40
di cui: <i>istituti principali</i> .....	7	0,37	0,31	1,01	4,73	0,24	0,23
Banche non orientate ai servizi di pagamento (5) .....	31	0,37	0,26	0,74	2,76	0,36	0,36
di cui: <i>istituti principali</i> .....	7	0,23	0,27	0,75	4,65	0,24	0,23
<b>Totale . . .</b>	<b>63</b>	<b>1,00</b>	<b>0,29</b>	<b>0,90</b>	<b>4,50</b>	<b>0,75</b>	<b>0,76</b>

(1) Dati relativi a un campione di 63 banche che raccolgono circa il 75 per cento dei depositi in c/c. - (2) Sul totale campione. - (3) Medie aritmetiche semplici dei dati per banca. - (4) Sul sistema. - (5) Si considerano "orientate ai servizi di pagamento" le banche che detengono quote di mercato sul numero totale dei pagamenti di clientela superiori a quelle detenute sul mercato della raccolta.

Le aziende così individuate sono, per numero, circa la metà del campione e gestiscono il 63 per cento dei pagamenti (tav. 5c), pur rappresentando solo il 50 per cento dei depositi. I profili operativi di queste banche si distaccano nettamente da quelli delle altre: reti più capillari di sportelli automatici e POS, una quota di servizi automatizzati maggiore, una adesione più ampia alle procedure interbancarie. Osservando la loro partecipazione ad altri aspetti del sistema dei pagamenti che qui non sono stati analizzati in dettaglio, si vede che queste banche detengono quote relativamente più elevate dei flussi in compensazione e utilizzano più intensamente la possibilità di mobilitare la riserva obbligatoria.

Gli istituti principali non si presentano neanche in questo caso come un gruppo omogeneo; sono anzi equamente distribuiti nei due scaglioni. A fronte di quote analoghe sul mercato della raccolta, quelli di essi che appaiono specificamente orientati alla gestione dei pagamenti effettuano il 37 per cento del numero di transazioni rispetto al 23 per cento degli altri. Le distanze tra le due componenti del gruppo dei principali istituti sono però più contenute di quelle che si osservano per l'intero campione in fatto di servizi automatizzati e di terminali telematici e tendono ad annullarsi per quelle variabili, come il ricorso alla movi-

mentazione della riserva obbligatoria, che risentono anche dell'attività su altri comparti operativi.

Lo stato attuale dell'analisi non consente di valutare con accuratezza i riflessi dell'attività nei pagamenti sulla *performance* aziendale. Le prime verifiche indicano però che le banche specializzate nell'offerta di servizi di pagamento innovativi hanno, in una certa misura, migliorato la loro posizione: la loro quota nel mercato dei pagamenti è salita di 3 punti percentuali dal 1987 al 1992 ed è leggermente aumentata, dal 39 al 40 per cento, anche la presenza sul mercato dei depositi della clientela.

## 8. Conclusioni

Le osservazioni della realtà bancaria italiana di cui ho riferito in questo intervento possono essere riassunte nei seguenti punti:

- negli ultimi vent'anni gli istituti di credito delle diverse categorie giuridiche hanno assunto configurazioni di bilancio fortemente convergenti, pur mantenendo ciascuna categoria il proprio tradizionale orientamento verso certi segmenti di clientela;
- il significato originario delle classificazioni giuridica e dimensionale è stato eroso dalla trasforma-

zione delle banche pubbliche in società per azioni, dall'abbandono della legislazione di specializzazione compiuto attraverso gli anni e ora completatosi, dai fenomeni di concentrazione aziendale intensificatisi nel recente passato;

- tuttavia, vi sono profonde diversità tra le banche; diversità che riguardano aspetti fondamentali delle relazioni con la clientela: la posizione di mercato nelle aree provinciali, l'amministrazione del risparmio, la concessione del credito, i servizi di pagamento. Sono diversità che solo un'analisi condotta istituto per istituto, anziché per gruppi, consente di cogliere.

Dalle prime indagini compiute nei quattro campi di osservazione prescelti emergono indicazioni che, pur suscettibili di approfondimenti, possono essere offerte già ora all'attenzione degli studiosi e degli operatori bancari:

- per quanto riguarda l'insediamento nel territorio, o la forza di mercato, una larga parte del sistema bancario italiano è costituita da istituti (per lo più ex casse di risparmio o banche popolari) la cui dimensione appare irrilevante rispetto al mercato nazionale ma è molto grande rispetto ai mercati locali di insediamento. Ad esempio: novanta istituti ottengono oltre i tre quarti della loro raccolta in province nelle quali fanno parte del ristretto "gruppo di testa"; di converso, in oltre due terzi delle province italiane le banche che formano il "gruppo di testa" sono meno di cinque;
- nell'amministrazione del risparmio la larga maggioranza delle banche opera di fatto con un listino di prodotti ancora poco diversificato; sono poche le banche che hanno una presenza significativa in più di tre dei dieci principali servizi di amministrazione del risparmio;
- nella concessione del credito il frazionamento dei fidi è fenomeno diffuso tra tutte le banche e per tutti i clienti, seppur crescente al crescere degli affidamenti. Il fenomeno della *Hausbank*, intesa come banca con vocazione a operare quale capofila nei confronti del cliente, è poco diffuso. In un campione di 134 banche, solo 20 concedono più del cinquanta per cento del loro credito in veste di capofila;

- nei servizi di pagamento appare molto differenziata tra le aziende la diffusione delle apparecchiature automatiche, come pure varia notevolmente da banca a banca lo sviluppo di servizi automatizzati. Circa la metà dei 63 istituti considerati può dirsi orientata a fornire servizi di pagamento in misura significativa; sei di questi si collocano in posizione di vertice sotto tutti i profili operativi esaminati nel campo dei pagamenti.

Dunque:

- un sistema fortemente segmentato in mercati locali nei quali operano banche piccole ma dotate di notevole forza di mercato; il fenomeno che ho chiamato dei "piccoli giganti";
- forti diversità di comportamento tra le banche nei tre campi classici dell'amministrazione del risparmio, della concessione del credito e dei servizi di pagamento.

In ciascuno di questi campi si individua un novero ristretto di istituti di "avanguardia": nell'offrire varietà di prodotti al risparmiatore, nell'operare come banca capofila, nel puntare sull'offerta di servizi di pagamento. E dalle prime indagini compiute sembra che la *performance* di questi istituti tragga beneficio dal loro modo di far banca, in termini di crescita delle quote di mercato e di risultato d'esercizio. Importa rilevare che in nessuno di questi campi la dimensione assoluta della banca, cioè il volume complessivo delle sue operazioni nell'intero mercato nazionale, risulta determinante.

Sono risultati che necessitano del vaglio di studi più approfonditi, sufficienti però a suggerire tre riflessioni che pongo a conclusione di questo intervento.

In primo luogo, il panorama del sistema bancario italiano appare del tutto coerente con quello di un tessuto industriale e imprenditoriale largamente fondato sull'impresa medio-piccola locale; l'Italia delle cento città esiste anche per le banche.

In secondo luogo, non sono necessariamente grandi le banche che hanno maggior forza di mercato; né lo sono, per lo più, quelle che compongono i gruppi di "avanguardia". Come è noto, le banche che appaiono grandi nella graduatoria italiana tali non sono in un confronto internazionale. Sembra anche, da questa

esplorazione, che solo in poche di esse si concentrino i connotati di una interpretazione innovativa dei tre campi più tradizionali di attività.

In terzo luogo, l'entrata in vigore ormai prossima di un ordinamento giuridico e regolamentare uniforme per tutto il sistema, che affida alla singola impresa bancaria le scelte di specializzazione che un tempo erano compiute dal legislatore o dall'autorità di vigilanza, apre ai nostri dirigenti bancari un campo vastis-

simo di possibilità e di autonoma ricerca del miglior modo di far banca. L'interazione tra evoluzione del sistema bancario ed evoluzione del sistema economico non potrà che esserne arricchita.

---

(1) Si tratta di: R. Linda, *Il sistema degli indici di Linda*, in G. Querini (a cura di), *La concentrazione industriale*, Franco Angeli, 1979.

## Valutazione e gestione del rischio

*Considerazioni del dr. Lamberto Dini, Direttore Generale della Banca d'Italia,  
alla Conferenza sui mercati globali e la finanza d'impresa  
organizzata dalla J. P. Morgan*

*Venezia, 28 ottobre 1993*

Sono molto grato di questo invito a Venezia. Questa città unica per arte e storia è il luogo adatto per ricordare quell'appassionato collezionista di dipinti e antichità che fu Pierpont Morgan, e la sua generosità verso l'Italia. Molti, naturalmente, sanno che Pierpont Morgan mise insieme la più grande raccolta privata di opere d'arte dei suoi tempi; è probabilmente meno noto che nel 1904 il Re d'Italia gli conferì l'onorificenza di Cugino di Sua Maestà, in segno di riconoscenza per la generosa donazione all'Italia di uno dei capolavori della sua collezione.

Stasera vorrei sottoporre alla vostra attenzione alcune riflessioni sull'argomento del convegno: il rischio e la sua gestione.

1. La prima riflessione, molto generale, è che il rischio è profondamente connaturato all'attività economica e influenza il benessere di tutti gli operatori: famiglie, imprese e governi. Il Premio Nobel Kenneth Arrow ha vividamente illustrato l'universalità del rischio:

«I macchinari di tanto in tanto si guastano; il coordinamento di processi produttivi complessi non è mai perfetto;... il successo di nuove iniziative e gli andamenti dei mercati azionari sono imprevedibili; e, soprattutto, il progresso tecnologico e lo sviluppo di nuove conoscenze sono, per loro stessa natura, salti nel buio» (K. Arrow, *Insurance, Risk and Resource Allocation*, 1963).

Così, l'esistenza del rischio e la necessità di difendersene sono aspetti essenziali di qualsiasi attività economica.

2. La seconda riflessione è che il rischio può essere ridotto o trasferito tra i singoli operatori, ma non può essere eliminato interamente dal sistema. L'ingegnosità dei soggetti economici si è adoperata quindi per ricercare soluzioni che aiutino i singoli a fronteggiare il rischio. I contratti finanziari a tutti noti, quali le polizze assicurative, il *leasing*, le obbligazioni e i derivati, costituiscono in sostanza strumenti per riallocare il rischio e suddividerlo nel modo più efficace tra gli operatori.

3. La terza considerazione è che valutare e gestire il rischio e l'incertezza costituisce l'essenza stessa dell'attività imprenditoriale. Come disse Schumpeter:

«Agire con sicurezza oltre i punti di riferimento conosciuti... richiede un talento che è presente solo in una modesta percentuale della popolazione e che caratterizza l'imprenditore così come la funzione imprenditoriale» (J.A. Schumpeter, *Capitalism, Socialism and Democracy*, 1942).

4. La mia quarta considerazione è che l'incertezza inerente all'attività economica si appalesa nel settore reale o finanziario a seconda delle politiche economiche impiegate.

Se, ad esempio, i principali paesi industriali tentassero di tornare a un sistema con tassi di cambio fissi tipo Bretton Woods, il rischio sul mercato dei cambi verrebbe sì ridotto, ma sarebbero più elevate le ripercussioni sull'attività economica e sull'occupazione prodotte da *shocks* inattesi. Allo stesso modo, il tentativo di fissare i tassi di interesse, obiettivo abbandona-

to nei primi anni ottanta seguendo l'esempio di Paul Volcker, ridurrebbe la volatilità del mercato monetario e finanziario, ma limiterebbe anche i margini di manovra per perseguire la stabilizzazione dell'economia su un sentiero di crescita sostenibile e non inflazionistica.

5. Quinto punto: i mercati finanziari e valutari sono in grado di fronteggiare gli *shocks* esogeni meglio dei mercati delle merci e del lavoro.

Il rischio può essere ridotto con facilità mediante la diversificazione del portafoglio finanziario. Al contrario, è molto difficile che un singolo individuo possa dotarsi di professionalità diverse in maniera tale da mettersi al riparo dal rischio di restare senza lavoro. Per un'azienda, è più semplice operare con strumenti finanziari per diversificare il rischio piuttosto che detenere attività reali o operare in una vasta gamma di settori produttivi. A livello macroeconomico, per contrastare gli *shocks* reali, le variazioni dei cambi sono meno costose della modifica dei salari nominali, processo, questo, che tipicamente comporta perdite, almeno temporanee, di produzione e di posti di lavoro, o costringe il lavoratore a emigrare. Con questo non voglio dire che i movimenti nei prezzi delle attività finanziarie siano sempre appropriati. In realtà, si sono talvolta verificati andamenti dei prezzi incoerenti con qualsiasi plausibile valutazione dei fondamentali, che hanno accresciuto – invece di ridurre – i rischi presenti nel sistema economico. Ad esempio, le “bolle” speculative manifestatesi alla fine degli anni ottanta nel mercato immobiliare e in quello azionario giustificano l'intervento delle autorità per stabilizzare il mercato.

6. Ciononostante – passo ora al sesto punto – per una serie di motivi il rischio sui mercati finanziari e valutari è destinato a perdurare. In primo luogo, è improbabile che l'incertezza politica ed economica generale diminuisca; potrebbe anzi crescere. I cambiamenti storici che hanno investito le economie pianificate, così come il processo di rapido sviluppo avviato in molti PVS – compresi paesi di grandi dimensioni quali la Cina e l'India – sono destinati a causare marcate riallocazioni della produzione tra paesi e continenti. L'integrazione dei PVS con i paesi

industriali in un sistema più aperto di relazioni commerciali costituisce un obiettivo auspicabile da perseguire attivamente, soprattutto tramite una soddisfacente conclusione delle trattative GATT. Progressi in questo senso aiuteranno a migliorare le aspettative e a stimolare gli investimenti e la crescita nei paesi industriali; allo stesso tempo costituiranno una sfida al tradizionale modo di operare, in termini sia di tecniche di produzione, sia di geografia economica. Questa sfida deve essere affrontata, anche se ciò accrescerà l'incertezza nel settore reale e sui mercati finanziari. Inoltre, è anche facile prevedere che il processo politico messo in moto dalla caduta del comunismo continuerà in maniera tutt'altro che lineare e potrebbe originare tensioni o crisi, anche in alcuni paesi industriali. L'Italia, ad esempio, attraversa oggi una fase di profonda evoluzione istituzionale e politica, generata dal collasso del sistema affermatosi durante gli anni della guerra fredda.

In secondo luogo, è probabile che le autorità dei principali paesi industriali continuino a privilegiare gli obiettivi finali della politica economica – crescita, occupazione e stabilità dei prezzi – piuttosto che cercare di stabilizzare i tassi di interesse o di cambio. In definitiva, un contesto macroeconomico più stabile dovrebbe di per sé ridurre la volatilità sui mercati finanziari, anche se questo risultato non è affatto scontato.

In terzo luogo, è improbabile che il coordinamento delle politiche economiche tra i principali paesi dia molto peso alla stabilizzazione dei tassi di cambio. Dopo il 1985 in alcuni momenti, in particolare dopo gli incontri del Plaza e del Louvre, le autorità monetarie hanno agito congiuntamente per evitare oscillazioni eccessive del dollaro. In certa misura questi interventi sono stati efficaci, ma l'obiettivo più ambizioso fissato al Louvre di stabilizzare il dollaro entro margini di fluttuazione relativamente ristretti non è sopravvissuto al crollo del mercato azionario nell'ottobre 1987 ed è stato quindi gradualmente abbandonato. All'inizio di questo decennio poi, con la priorità assegnata negli Stati Uniti all'obiettivo della ripresa, con l'economia giapponese in crescita e con la Germania che doveva affrontare gli effetti dell'unificazione sul deficit di bilancio e sull'inflazione, è divenuto evidente che l'obiettivo di stabilizzare il dollaro avrebbe posto vincoli eccessivi alle politiche

interne. Un analogo conflitto tra obiettivi interni ed esterni è emerso in Europa negli anni 1992 e 1993 e ha portato all'ampliamento dei margini di oscillazione nello SME nell'agosto di quest'anno. Tutti i paesi europei avevano, e hanno ancora, necessità di ridurre i tassi di interesse; tuttavia, le riduzioni non sono state uniformi e probabilmente continueranno in maniera differenziata tra paese e paese.

7. La mia settima riflessione sul rischio è che le tendenze fondamentali che hanno caratterizzato negli anni recenti i mercati finanziari internazionali probabilmente continueranno in futuro, accrescendo l'integrazione tra le diverse aree geografiche e i singoli segmenti di mercato. Si stima che le attività sull'estero detenute sotto forma di titoli negoziabili dai residenti negli Stati Uniti, in Europa e in Giappone hanno raggiunto i 2.500 miliardi di dollari nel 1991. Nel decennio scorso gli scambi internazionali di titoli azionari sono cresciuti in media di circa il 15 per cento l'anno e la quota del debito pubblico posseduto da stranieri è aumentato sostanzialmente, in alcuni casi drasticamente. Principalmente a causa di queste tendenze e di una più attiva gestione dei portafogli da parte degli investitori istituzionali, si stima che il volume mondiale delle transazioni valutarie si sia più che triplicato negli ultimi sei anni, raggiungendo circa 900 miliardi di dollari al giorno.

I principali fattori che hanno contribuito alla globalizzazione degli investimenti di portafoglio sono stati la liberalizzazione e la modernizzazione dei mercati dei capitali in molti paesi europei e in Giappone, unitamente ai progressi tecnologici e al ruolo crescente degli investitori istituzionali nella gestione dei risparmi. È probabile che tutti questi fattori continueranno a operare con forza in futuro. Molti paesi di recente industrializzazione in Asia e America Latina, infatti, liberalizzeranno e modernizzeranno i loro mercati, avranno accesso a tecnologie avanzate e probabilmente seguiranno il modello dei paesi industriali nell'istituzionalizzare il risparmio e nel diversificare sull'estero le attività finanziarie.

Ne consegue che l'accresciuta ampiezza e la globalizzazione dei mercati è una realtà con cui convivere, volenti o nolenti. L'introduzione di controlli

sui movimenti dei capitali non appare praticabile, per lo meno nei paesi industriali, e le autorità stesse di questi paesi la considerano un'alternativa controproducente.

8. La mobilità dei capitali migliora l'allocazione mondiale delle risorse; essa pone tuttavia nuove sfide alle autorità e agli operatori. In sintesi – e questa è la mia ottava riflessione – desta preoccupazione il fatto che le tensioni che si manifestano in un mercato si trasmettono oggi a altri segmenti o piazze finanziarie molto più rapidamente che in passato, il che richiede interventi più tempestivi da parte delle autorità e un maggiore coordinamento. Il fatto che i mercati siano globali mentre le autorità sono nazionali può creare dei problemi. Come ha notato Alan Greenspan recentemente “non è affatto chiaro” se le recenti innovazioni finanziarie “hanno accresciuto o diminuito l'instabilità inerente al sistema finanziario”.

Le autorità possono agire in molti modi per limitare il potenziale di crisi. Innanzitutto, il contributo maggiore che esse possono dare è di mantenere condizioni macroeconomiche stabili in cui le imprese finanziarie e non finanziarie possano prosperare e crescere. In secondo luogo, esse devono adoperarsi per rimuovere le discrepanze di ordine fiscale e normativo che falsano l'andamento dei prezzi e riducono l'efficienza e la trasparenza dei mercati, ove possibile armonizzando le funzioni di vigilanza tra i paesi e le diverse categorie di intermediari. In terzo luogo, esse devono evitare azioni che diano origine a problemi di *moral hazard* tra gli operatori. Infine, esse dovranno talvolta fornire prontamente liquidità per evitare che problemi di natura locale si trasformino in crisi di carattere sistemico.

In passato, in diverse occasioni le autorità hanno fronteggiato con successo gravi situazioni di crisi. Dopo l'insorgere del problema del debito messicano nel 1982, i creditori ufficiali hanno fornito considerevole supporto finanziario – soprattutto tramite le istituzioni multilaterali – ai paesi debitori che stavano attuando programmi di stabilizzazione. L'obiettivo era di dare loro il tempo di concordare con i creditori accordi per evitare costose insolvenze e salvaguardare l'integrità del sistema finanziario internazionale. Di nuovo, dopo il crollo borsistico del 1987, le banche

centrali hanno fornito ampia liquidità per evitare l'interruzione delle transazioni sui mercati organizzati.

Analogamente, le autorità intervengono talvolta sui mercati valutari al fine di evitare oscillazioni dei cambi che possano tradursi in perdite eccessive per gli operatori; gli interventi ufficiali in Europa negli ultimi 13 mesi possono in parte essere serviti a questo scopo. Nel complesso, tuttavia, ritengo che il Sistema monetario europeo sia stato gestito inadeguatamente, sia per quanto riguarda le scelte fondamentali, come i tempi e l'ampiezza dei riallineamenti, sia per quanto riguarda il coordinamento delle politiche dei tassi di interesse.

9. La mia nona riflessione sul rischio è che gli operatori possono contribuire notevolmente a migliorare la capacità complessiva del sistema di fronteggiare rischi. Gli operatori possono rafforzare il sistema migliorando le procedure per gestire e controllare le transazioni finanziarie, oggi sempre più complesse, e per controllare la loro esposizione. Essi devono operare consapevoli del rischio globale derivante dalle loro attività reali e finanziarie. Le loro decisioni devono basarsi sull'analisi rigorosa dei fondamentali; l'esperienza mostra che le quotazioni di mercato non si discostano sistematicamente dai fondamentali e nel lungo periodo questi sono destinati a prevalere nella determinazione dei prezzi delle attività. La cosiddetta analisi tecnica e i modelli ad essa collegati dovrebbero essere utilizzati per integrare, e non per sostituire, il giudizio e la discrezione del manager. A tale riguardo, vorrei ricordare la distinzione tra rischio e incertezza avanzata nel 1921 da Frank H. Knight: il rischio è misurabile, nel senso che metodi statistici consentono di associare una probabilità a certi eventi; l'incertezza, invece, per sua stessa natura non è misurabile. Molti eventi che influenzano l'andamento delle nostre economie di mercato rientrano nella sfera dell'incertezza. I modelli probabilistici possono quindi essere molto utili, ma non sono certo sufficienti; in fin dei conti essi devono essere integrati dal buon senso e dalla prudenza.

10. Sulla base di tali considerazioni, vorrei concludere con alcune osservazioni sullo stato e sulle prospettive dell'integrazione monetaria europea, ar-

gomento che sicuramente interessa tutti voi anche dal punto di vista della gestione del rischio.

Tradizionalmente, l'Europa ha mostrato di preferire un regime di tassi di cambio amministrati o fissi. Dopo il crollo del sistema di Bretton Woods, numerosi paesi europei hanno tentato strade alternative per stabilizzare le proprie monete, dapprima con il cosiddetto "serpente" e poi, con molto più successo fino alla metà del 1992, con lo SME. Questa tradizione, che contrasta con la preferenza per un regime di cambi fluttuanti prevalente dall'altra parte dell'Atlantico e in Giappone, può essere compresa alla luce di alcune specifiche caratteristiche politiche ed economiche del continente europeo. In primo luogo, dalla fine della seconda guerra mondiale in poi la maggior parte dei paesi europei ha aspirato all'unificazione del continente: tale obiettivo è naturalmente molto più ambizioso della costituzione di un'area di libero scambio, e va ben oltre la sfera delle relazioni economiche. Il coordinamento delle politiche economiche e il mantenimento di un elevato grado di stabilità dei cambi sono sempre stati visti come obiettivi necessari, se non addirittura minimali, per il raggiungimento dei più ambiziosi traguardi indicati nel Trattato di Roma nel 1957.

In secondo luogo, in questi ultimi anni la Comunità europea ha compiuto importanti progressi verso l'integrazione, con la creazione del Mercato unico. È noto che il libero scambio è compatibile con tassi di cambio fluttuanti, come dimostra l'elevata integrazione commerciale tra il Canada e gli USA. Non è evidente invece se una costruzione più ambiziosa come il Mercato unico possa essere attuata senza un considerevole livello di stabilità dei cambi; come minimo, è essenziale che sia escluso il ricorso a svalutazioni competitive tra i paesi dell'area.

In terzo luogo, la geografia politica del continente europeo è molto più complessa di quella, ad esempio, del continente nordamericano. È più difficile coordinare dodici o più paesi invece che due o tre. Altro fattore importante è la dimensione relativa dei paesi interessati. In termini economici, il Canada è piccolo rispetto agli Stati Uniti e le sue politiche hanno ripercussioni minori sugli Stati Uniti di quanto ad esempio non abbiano quelle della Francia sulla Germania. Un disaccordo tra Canada e Stati Uniti può essere risolto

bilateralmente più facilmente di quanto non possa avvenire in caso di conflitti tra paesi delle stesse dimensioni, considerando anche il fatto che i paesi minori spesso svolgono un ruolo fondamentale nello spostare l'ago della bilancia. In Europa, quindi, maggiore è il bisogno di dotarsi di una struttura per il coordinamento delle politiche economiche, o per lo meno di un insieme di principi guida volti a evitare comportamenti divergenti tra i paesi membri.

Lo SME ha costituito una risposta a questi problemi, e per un certo periodo esso ha funzionato in maniera soddisfacente. Ha evitato le svalutazioni competitive e ha contribuito alla disinflazione in molti paesi, soprattutto dopo il secondo *shock* petrolifero. Esso tuttavia ha fallito su due fronti: si è rivelato insufficiente a disciplinare i bilanci pubblici nella maggior parte dei paesi; non ha saputo far fronte alla rapida crescita nei mercati finanziari e valutari, seguita all'abolizione dei controlli sui movimenti di capitale in tutti i principali paesi europei.

11. Le autorità europee devono ora fare tesoro dell'esperienza recente. Un ritorno alla banda di fluttuazione ristretta non è attuabile nell'immediato futuro, né sembra appropriato fissare una data per questa decisione. Occorre invece modificare l'approccio e perseguire, in ambito nazionale, gli obiettivi fondamentali della politica economica. Ciascun paese deve attuare politiche volte a ristabilire la fiducia, ridurre i disavanzi pubblici, stimolare la crescita non inflazionistica, senza perdere di vista le conseguenze delle proprie azioni per gli altri paesi. Ne conseguirà una maggiore convergenza degli andamenti economici, prerequisito per mantenere una elevata stabilità dei rapporti di cambio.

Rassicura il fatto che finora nessun paese europeo abbia utilizzato la politica monetaria per conseguire svalutazioni competitive. Sebbene alcune valute, specialmente la lira italiana, abbiano subito un forte deprezzamento, invero eccessivo, esso non è in alcun modo il risultato di politiche deliberatamente accomodanti. Al contrario, le autorità monetarie di tutti i paesi europei hanno continuato a mantenere un atteggiamento cauto, cercando di riconciliare l'esigenza di

sostenere l'attività produttiva con l'obiettivo di evitare una ripresa dell'inflazione.

A livello comunitario si stanno realizzando importanti progressi che contribuiranno a migliorare la convergenza e ad accrescere la fiducia. Il completamento della ratifica del Trattato sull'Unione europea rafforza l'impegno di tutti i membri della Comunità a perseguire politiche di stabilizzazione. La seconda fase dell'UEM avrà inizio come previsto con la creazione dell'Istituto monetario europeo e con l'entrata in vigore di importanti norme legislative che vietano il finanziamento monetario dei disavanzi pubblici e rafforzano la sorveglianza comunitaria sulle politiche di bilancio nazionali.

La convergenza e la fiducia potrebbero essere inoltre enormemente rafforzate nel medio termine dai progressi conseguiti in importanti aree strutturali: ampliando il Mercato unico; rimuovendo le rigidità che ostacolano il funzionamento del mercato del lavoro; concludendo in maniera soddisfacente i negoziati dell'Uruguay Round, in cui la Comunità ha un ruolo importante.

12. L'Italia, impegnata nel progetto di integrazione europea, può contribuire nel modo più efficace al conseguimento di questo obiettivo proseguendo nel suo programma di risanamento fiscale a medio termine. In questo contesto, è importante ricordare che l'uscita della lira dagli Accordi europei di cambio nel settembre 1992 non ha attenuato lo sforzo di risanamento. Al contrario, sono stati attuati provvedimenti correttivi, pari a oltre il 5 per cento del PIL, che dovrebbero ridurre considerevolmente il disavanzo pubblico nel 1993; l'Italia sarà uno dei pochi paesi ad ottenere quest'anno una riduzione del deficit, nonostante la recessione. Risultati positivi sono stati conseguiti anche in altri campi: nell'ambito della politica dei redditi, le parti sociali hanno limitato la crescita dei salari nominali; l'inflazione è diminuita avvicinandosi al 4 per cento, nonostante la svalutazione della lira; il saldo di parte corrente della bilancia dei pagamenti tende quest'anno all'equilibrio, a fronte di un disavanzo nel 1992 superiore al 2 per cento del PIL. La crescita della domanda estera contribuisce a rendere la recessione in Italia meno grave che nella maggior parte degli altri paesi europei.

In questo contesto, la politica monetaria ha utilizzato con prudenza lo spazio di manovra disponibile, riducendo gradualmente i tassi di interesse dai livelli straordinariamente elevati raggiunti nell'autunno del 1992. Le prospettive per ulteriori riduzioni dipendono in modo cruciale dai progressi nel riequilibrio del disavanzo pubblico, il fattore principale che incide sulla fiducia che i mercati finanziari ripongono nell'Italia, così come dall'andamento dei tassi di interesse in altri paesi europei.

13. Per concludere, dato che siamo a Venezia e, nell'accezione più nobile del termine, siamo tutti

“mercanti”, permettetemi di richiamare il “Mercante di Venezia” di Shakespeare:

If to do were as easy as to know  
what were good to do,  
chapels had been churches,  
and poor men's cottages princes' places.

Certamente, il fare è più difficile del sapere o del parlare; questa è la mia ultima riflessione sul rischio, che mi porta a elogiare l'iniziativa della JP Morgan e ad augurare che la conferenza risulti utile e proficua per quello che ognuno di voi deve “fare” nella propria attività professionale.

## Il nuovo regime di vigilanza per le banche estere in Italia

*Intervento del dr. Lamberto Dini, Direttore Generale della Banca d'Italia  
Associazione italiana banche estere  
III Meeting della Comunità finanziaria internazionale*

*Milano, 9 novembre 1993*

### 1. Premessa

Desidero innanzitutto ringraziare il Presidente dell'AIBE per l'invito a partecipare al III Meeting della Comunità finanziaria internazionale. Il mercato unico europeo per i servizi finanziari ha preso l'avvio ed è ora possibile effettuare una prima valutazione degli effetti dell'integrazione europea sui rapporti tra le autorità di vigilanza dei paesi membri, sulla supervisione delle filiali estere, comunitarie e non, sull'evoluzione della loro presenza in Italia.

Dal 1° gennaio 1993 è entrato in vigore il principio dell'autorizzazione unica, in base al quale le banche autorizzate in uno Stato membro possono insediarsi e prestare servizi senza bisogno di ulteriori licenze in altro paese della Comunità; a partire dalla stessa data la vigilanza viene esercitata dall'autorità del paese d'origine (*home country control*). Sono state così poste le condizioni per un mercato unico basato sulla libera concorrenza in una cornice di norme prudenziali minime armonizzate.

Questa unificazione del mercato bancario europeo può avere positive implicazioni non solo per le istituzioni europee, ma anche per gli intermediari finanziari extra-comunitari e, in genere, per l'intero sistema finanziario mondiale.

Nel mio intervento mi soffermerò prima sulla vigilanza delle banche comunitarie e sui loro comportamenti nel contesto del mercato unico, e poi sulle implicazioni del mercato unico per le istituzioni bancarie extra-comunitarie.

### PARTE I BANCHE COMUNITARIE

#### 2. Rapporti con le autorità di vigilanza degli altri Stati membri

Il nuovo sistema di regolamentazione del mercato bancario europeo, più omogeneo e in alcuni casi meno stringente rispetto al passato, dà alle banche maggior autonomia e aumenta il livello di concorrenza; esso non implica però una diminuzione dell'attenzione degli organi di controllo, che sono impegnati a evitare vuoti nell'azione di vigilanza.

Il passaggio dal vecchio regime di supervisione – in cui era prevalente il ruolo del paese ospitante – al nuovo sistema presuppone la soluzione di problemi pratici di cooperazione tra le autorità. Con il venir meno della coincidenza tra le aree di competenza degli organi di vigilanza e l'ambito territoriale della giurisdizione nazionale, il rafforzamento di tale cooperazione diventa uno strumento indispensabile per il buon funzionamento del mercato bancario.

A partire dallo scorso anno si sono intensificati i rapporti fra autorità di vigilanza ed è stato possibile concludere accordi bilaterali, che stabiliscono le modalità di collaborazione tra paese ospitante e paese di origine della banca. L'obiettivo è quello di garantire una efficace supervisione delle filiali estere nel quadro della seconda direttiva di coordinamento bancario della Comunità.

I punti qualificanti degli accordi bilaterali conclusi dalla Banca d'Italia con le altre autorità di vigilanza europee possono così sintetizzarsi:

- definizione delle procedure da seguire per le notifiche di costituzione di succursali e di prestazione di servizi;
- precisazione dei contenuti delle comunicazioni dell'autorità ospitante riguardanti le norme di interesse generale a cui l'ente creditizio comunitario è tenuto a conformarsi;
- reciproco e continuativo scambio di informazioni tra le due autorità;
- definizione delle aree di controllo da attribuire alla responsabilità del paese di origine. In questo campo l'aspetto più delicato riguarda i controlli in materia di liquidità. Occorre infatti distinguere tra le competenze connesse con il controllo di stabilità delle banche e quelle relative al corretto funzionamento del sistema dei pagamenti e, in generale, alle esigenze di politica monetaria. Nel primo caso sono state stabilite forme di collaborazione che permettono di valutare la situazione di liquidità della banca nel suo complesso ed estendono nella sostanza l'*home country control* a tale aspetto. Nel secondo è stata ribadita la competenza del paese ospitante anche in relazione all'accesso al credito di ultima istanza;
- definizione delle forme di collaborazione in materia di controllo dei rischi di mercato derivanti da negoziazioni in cambi, valori mobiliari e prodotti derivati;
- procedure di collaborazione tra le autorità di vigilanza con particolare enfasi sugli accertamenti ispettivi.

La conclusione degli accordi, anche se non risolve i problemi derivanti dal passaggio al nuovo regime di vigilanza, rappresenta il punto di partenza di un processo che deve continuare e consolidarsi nel tempo: la collaborazione tra autorità dovrà rientrare da ora in avanti nell'ordinaria prassi operativa della vigilanza sulle banche a dimensione internazionale.

### 3. Regime di supervisione delle filiali in Italia di banche comunitarie

Contestualmente allo sviluppo dei rapporti con le altre autorità, la Banca d'Italia ha rivisto la normativa sul controllo delle filiali estere in Italia, onde adattare

gli strumenti e l'azione di vigilanza al nuovo regime di supervisione. Alla fine dello scorso anno sono state emanate infatti le nuove istruzioni di vigilanza applicabili alle filiali di banche comunitarie in Italia.

In tale ambito si è precisato che queste filiali non sono più sottoposte alla normativa di vigilanza a tutela della stabilità dell'intermediario, mentre continuano ad applicarsi loro le istruzioni su materie per le quali la direttiva conferma la competenza del paese ospitante e le disposizioni riguardanti aspetti di interesse generale.

Le principali disposizioni concernono:

- l'attuazione della politica monetaria, basata in primo luogo sulla riserva obbligatoria;
- la trasparenza delle operazioni bancarie e finanziarie e il credito al consumo;
- la prevenzione dei fenomeni di riciclaggio;
- la tutela della concorrenza e del mercato;
- in generale, la tutela degli interessi della clientela e del funzionamento del sistema dei pagamenti, ivi comprese le disposizioni riguardanti la tipizzazione delle forme di provvista e dei mezzi di pagamento (asegni bancari, circolari, certificati di deposito).

Inoltre, in relazione alla diversa articolazione delle responsabilità di vigilanza e analogamente a quanto fatto da altre autorità, si è operato uno snellimento degli obblighi di informazione statistica.

Anche per le attività di intermediazione in valori mobiliari le disposizioni, in corso di emanazione d'intesa con la Consob, tengono conto delle finalità perseguite dalla normativa europea. I profili di stabilità degli intermediari competono infatti all'autorità d'origine, mentre per il paese ospitante sono rilevanti le norme che tutelano l'interesse generale degli investitori in materia di prevenzione dei conflitti di interesse tra gli intermediari stessi e la clientela, ovvero tra clienti diversi dello stesso intermediario.

Per le attività non ammesse al mutuo riconoscimento, e che pertanto non beneficiano del "passaporto europeo", è stata prevista una procedura autorizzativa, che consente il loro esercizio in Italia a condizione che esse siano effettivamente esercitate nel paese di origine e che l'autorità competente di tale

paese sia stata informata della volontà di esercitarle in Italia.

#### 4. Evoluzione della presenza in Italia

Nel nuovo mercato unico bancario, le banche estere hanno confermato il loro interesse per le opportunità offerte dal mercato italiano: dal 1° gennaio al 31 ottobre 1993 la Banca d'Italia ha ricevuto, da parte delle autorità di vigilanza comunitarie, n. 4 notifiche per l'apertura di complessivi 17 nuovi sportelli di banche europee e n. 26 notifiche dell'intenzione di iniziare l'attività di libera prestazione di servizi. Per la prestazione di servizi, l'onere della notifica riguarda solo le banche che intendono esercitare per la prima volta l'attività in Italia, mentre ne sono esentate le banche che già operavano in regime di libera prestazione di servizi prima del 1993. In questo settore, si registra la prevalenza delle attività di intermediazione mobiliare e di partecipazione ai sindacati di collocamento rispetto alle attività bancarie tradizionali.

È ancora presto per compiere una valutazione definitiva, anche sulla base di un confronto con le esperienze degli altri paesi comunitari. Sembra consolidarsi la tendenza delle banche più grandi a operare in base a una strategia globale che indirizza risorse e investimenti nelle aree potenzialmente più redditizie, in un quadro di maggiore diversificazione geografica e di prodotti. Viene altresì confermata la tipologia di operatività delle banche estere in Italia, che è maggiormente indirizzata all'innovazione finanziaria e all'offerta di servizi; in alcuni casi si è in presenza di un coinvolgimento anche nei settori del *retail banking*, in particolare credito ipotecario e al consumo.

### PARTE II BANCHE EXTRA-COMUNITARIE

#### 5. Nuove opportunità

Gli operatori finanziari extra-comunitari hanno di fronte un mercato europeo in parte meno regolamentato e sicuramente meno segmentato e più omogeneo. Le decisioni di investimento sono rese più facili: sem-

pre meno occorrerà effettuare arbitraggi dovuti a differenze istituzionali e normative tra paesi e sempre più sarà decisiva la convenienza economica dell'operazione. A questo proposito, progressi devono ancora essere compiuti a livello comunitario nel campo del trattamento fiscale delle transazioni finanziarie: la scarsa attenzione che è stata riservata a tale aspetto ha riflessi negativi sulla competitività dei diversi mercati.

L'Europa non si richiude in se stessa, non diventa una "fortezza" ostile agli operatori esteri; i principi di apertura e concorrenza che ispirano il Mercato unico si applicano anche alle istituzioni finanziarie esterne alla Comunità.

Le banche extra-comunitarie, una volta insediate con una filiazione in un paese della Comunità, beneficiano di tutti i vantaggi del Mercato unico offerti dalla seconda direttiva bancaria. La filiazione è una vera e propria banca europea e può aprire filiali in ogni Stato membro, godendo del trattamento e delle opportunità riconosciute alle banche europee. Gli stessi principi si applicheranno a breve anche alle compagnie di assicurazione e alle società di intermediazione mobiliare, una volta entrate in vigore le direttive comunitarie che regolano i rispettivi comparti.

Le direttive bancarie non regolano invece l'inseadimento di banche extra-comunitarie attuato direttamente tramite l'apertura di filiali. Ciascun paese comunitario disciplina tale materia secondo la propria normativa nazionale; ne può conseguire una diversità di trattamento nell'ambito di uno stesso paese tra filiali di banche comunitarie ed extra-comunitarie.

#### 6. Regime di vigilanza

La Banca d'Italia è, in linea di principio, favorevole a rendere più omogeneo il regime di vigilanza delle filiali di banche estere, appartengano o meno alla Comunità. Tale equiparazione, che comporta il tendenziale riconoscimento dell'equivalenza prudenziale delle normative in vigore nei diversi paesi, sarà resa più facile dagli impegni derivanti dalla comune appartenenza a organismi internazionali di vigilanza. È evidente, in ogni caso, che la diversità del contesto istituzionale tra Comunità europea e resto del mondo

rende al momento un obiettivo non completamente raggiungibile il mutuo riconoscimento, completo e ufficiale, delle rispettive normative prudenziali e il venir meno della responsabilità dell'autorità del paese ospitante sulla solvibilità delle filiali.

Il *level playing field*, la possibilità cioè che tutti gli intermediari presenti sullo stesso mercato abbiano le medesime opportunità concorrenziali, è da tempo al centro dell'azione della Banca d'Italia, sia nell'esercizio della vigilanza sia nell'attività di proposta nei confronti delle autorità legislative. A ciò si aggiunga la consapevolezza dell'inefficacia e dell'inutilità – nell'ambito di un regime di libera circolazione di capitali – di regole e discipline nazionali che costringono entro limiti ristretti l'esercizio delle attività finanziarie.

Già negli anni ottanta, in relazione alle considerazioni sopra esposte e alle modalità operative delle filiali estere, sono state emanate regole specifiche più permissive rispetto a quelle fissate per le banche italiane.

In materia di adeguatezza patrimoniale, il capitale minimo richiesto è stato successivamente ridotto alla metà tenuto anche conto del regime di vigilanza presente nel paese d'origine; è stata inoltre riservata alla Banca d'Italia la facoltà di non assoggettare al *risk-assets ratio* le filiali la cui attività risulti già sottoposta a un coefficiente analogo nel paese d'origine. Anche la nuova normativa sulla concentrazione dei fidi, appena emanata dalla Banca d'Italia, prevede che le filiali di banche extra-comunitarie possano essere esonerate dalla relativa disciplina purché nel paese d'origine sussistano condizioni di reciprocità e un adeguato sistema di vigilanza. Alle filiali non esonerate si applica unicamente un limite individuale, pari al patrimonio di vigilanza, in luogo dell'ordinario limite del 25 per cento di tale aggregato.

Le altre regole sulla stessa materia riguardano il fondo di dotazione minimo richiesto, il coefficiente patrimoniale riferito alle dimensioni operative (*gearing ratio*) e il limite pari a 10 volte il patrimonio per le operazioni fuori bilancio, limite peraltro usualmente superato tramite autorizzazioni rilasciate caso per caso.

La presenza di un fondo patrimoniale risulta giustificata dal permanere della responsabilità delle autorità italiane sulla stabilità degli intermediari extra-comunitari. È da tener presente che altri paesi europei mantengono lo stesso requisito prudenziale e che anche la normativa statunitense prevede il rispetto di un *capital equivalency requirement* da parte delle filiali estere.

Le norme relative al *gearing ratio* e al limite per le operazioni fuori bilancio sono attualmente all'esame della Banca d'Italia nel contesto di una complessiva valutazione della materia a seguito dell'introduzione di nuove regole per il controllo dei rischi di mercato.

Le regole relative all'operatività oltre il breve termine verranno sostituite da nuove norme di prossima emanazione sulla trasformazione delle scadenze, applicabili sia agli operatori italiani sia agli operatori esteri.

## 7. Prospettive di sviluppo

Ulteriori progressi verso una più completa equiparazione di trattamento dovranno, a mio avviso, tener conto dei seguenti fattori: gli orientamenti che si vanno delineando in sede comunitaria, gli standard di vigilanza del paese di origine, le condizioni di reciprocità e di accesso al mercato.

Sul primo punto, ritengo opportuno che venga raggiunta una posizione unitaria all'interno della Comunità. Atteggiamenti diversi sulle medesime problematiche da parte delle autorità nazionali possono condurre a situazioni di svantaggi competitivi incompatibili con l'efficace funzionamento di un mercato bancario unificato. Il problema del trattamento delle filiali extra-comunitarie è, su specifica richiesta della Banca d'Italia, all'esame del Gruppo di contatto tra le autorità di vigilanza bancarie europee; la Commissione della Comunità ha in corso di redazione un rapporto "sul trattamento e la situazione delle succursali di enti creditizi di paesi terzi nella Comunità tenuto conto della legislazione comunitaria", che verrà presentato al Comitato consultivo bancario all'inizio del prossimo anno. Le materie approfondite in tali sedi riguardano principalmente le condizioni di accesso

all'attività bancaria, le regole prudenziali sull'operatività, i provvedimenti in caso di crisi. Una volta predisposto il rapporto, sarà possibile valutare l'opportunità di una iniziativa legislativa comunitaria volta ad assicurare una disciplina armonizzata delle filiali di banche extra-comunitarie.

Il secondo punto riguarda l'adeguatezza della vigilanza nel paese d'origine. All'interno del Mercato unico europeo la libertà di stabilimento è anche il risultato dello sforzo di armonizzazione legislativa che ha condotto ad adeguati livelli di vigilanza nella Comunità. Se le banche extra-comunitarie vogliono beneficiare delle stesse opportunità delle banche europee è necessario che l'autorità del paese d'origine garantisca adeguati standard di vigilanza. Ciò che rileva non è solo l'esistenza di adeguati poteri giuridicamente riconosciuti, ma anche l'effettiva capacità di porre in essere i necessari controlli.

Tale esigenza è richiamata nel documento, elaborato dal Comitato di Basilea e approvato dal Comitato dei Governatori del G-10, sui requisiti minimi per la vigilanza sui gruppi bancari internazionali e sui loro insediamenti esteri. Il documento riveste grande rilevanza, in quanto rafforza i contenuti del Concordato di Basilea del 1983 e riformula alcuni dei principi in esso affermati in forma di requisiti minimi, che le autorità di vigilanza dei paesi del G-10 si impegnano a osservare per l'esercizio del controllo sui gruppi internazionali. Il documento è indirizzato alle autorità dei paesi del G-10, ma l'auspicio è che anche le autorità degli altri paesi condividano e attuino quei principi.

In relazione all'impegno assunto in sede internazionale, le autorità italiane hanno fissato la scorsa estate i criteri generali per la valutazione delle domande di apertura di succursali in Italia da parte di enti creditizi extra-comunitari. I criteri richiedono l'esistenza nel paese d'origine di una normativa adeguata sotto il profilo dei controlli di vigilanza anche su base

consolidata, l'esistenza di accordi per lo scambio di informazioni o la mancanza di ostacoli allo scambio stesso, il consenso preventivo dell'autorità del paese d'origine, l'attestazione da parte della stessa autorità della solidità patrimoniale e dell'adeguatezza organizzativa della casa madre.

Il terzo aspetto riguarda il rispetto delle condizioni di reciprocità, principio richiamato dalla stessa seconda direttiva: solo se sussiste un trattamento equivalente per le filiali di banche comunitarie presenti in paesi extra-comunitari potrà essere avviato il processo di equiparazione delle regole prudenziali. Occorre pertanto valutare le norme prudenziali applicate e il regime di vigilanza al quale le autorità dei paesi extra-comunitari sottopongono le filiali di banche europee; dovrà altresì accertarsi se il paese terzo conceda a tali filiali un accesso al mercato paragonabile a quello concesso nella Comunità alle banche di tale paese.

La Banca d'Italia ha in corso contatti con le principali autorità di vigilanza del G-10 e ha avviato un'indagine tra le banche italiane presenti negli Stati Uniti e in Giappone in merito al trattamento cui sono sottoposte nell'esercizio della loro attività.

La valutazione del regime di vigilanza è solo un aspetto del problema. Anche in assenza di norme discriminatorie, le strutture economico-finanziarie del paese di origine possono creare condizioni scarsamente concorrenziali, che potrebbero, da una parte, impedire lo sviluppo e la penetrazione degli intermediari esteri nei mercati locali, dall'altra, creare i presupposti perché gli operatori nazionali, tutelati dalla relativa assenza di stimoli concorrenziali nel paese d'origine, operino con maggiore aggressività sui mercati esteri. Tali situazioni contrasterebbero con i principi di apertura e concorrenzialità adottati all'interno della Comunità e, in particolare, in Italia: principi che sono ormai divenuti la base dei comportamenti degli operatori e delle autorità.

## Le regole per il mercato creditizio e finanziario

*Intervento del dr. Vincenzo Desario, Vice Direttore Generale della Banca d'Italia,  
al Convegno: Il buon mercato: regole, regolatori, attori,  
organizzato dall'Associazione industriale lombarda*

*Milano, 29 novembre 1993*

Desidero esprimere un particolare ringraziamento agli organizzatori del convegno per l'invito rivoltomi. Una riflessione sul "buon mercato" giunge opportuna nella attuale fase di sistemazione delle regole per l'attività creditizia e finanziaria, di cui è elemento centrale proprio il consolidamento dei valori dell'impresa e della concorrenza affermatasi anche nel mondo degli intermediari.

Il momento che l'economia nazionale sta attraversando rende particolarmente utile intensificare il confronto tra accademia, istituzioni e operatori al fine di individuare il contributo che ciascuno può dare a una migliore interazione tra regole e comportamenti imprenditoriali.

### 1. Regole e mercato: alcune riflessioni introduttive

Il dibattito su regole e mercato è stato a lungo inquinato dal permanere nel senso comune di una concezione ottocentesca che identificava l'interazione di individui liberi da ogni condizionamento sul mercato come lo stato di natura, una situazione ottimale a cui si contrapponevano le distorsioni indotte dall'intervento dello Stato. Il mercato, portatore di un equilibrio "naturale", finisce così per confondersi con l'assenza di regole, con una situazione di *laissez-faire*.

Questa concezione, oltre a non fare giustizia della ricchezza di pensiero degli economisti classici, è ancor più superata dai recenti sviluppi della teoria economica. Questi precisano quali, e quanto stringenti,

debbano essere le condizioni perché un'economia senza costrizioni esterne sia in grado di raggiungere configurazioni di equilibrio socialmente desiderabili; individuano altresì le situazioni che più di frequente danno luogo ai "fallimenti del mercato", aprendo così la strada alla ricerca dei meccanismi istituzionali che meglio suppliscono alle sue inefficienze.

In campo finanziario hanno trovato fruttuosa applicazione due filoni di studio che individuano nei costi di transazione e nei problemi informativi i principali motivi dell'opportunità di *public regulations*.

L'esistenza di regole e l'affermarsi di particolari soluzioni organizzative vengono interpretati non solo come modi per conseguire economie nello svolgimento di una transazione, ma sono inseriti in una riflessione più generale secondo la quale i costi connessi con gli scambi potrebbero ostacolare – e, in casi particolari, impedire del tutto – la formazione dei mercati.

L'ipotesi che l'informazione sia la variabile chiave per analizzare le caratteristiche di efficienza di particolari mercati acquista una rilevanza centrale per il mercato finanziario. Viene posto in evidenza come situazioni di incompletezza o di distribuzione asimmetrica delle informazioni possano pregiudicare l'efficienza, se non proprio l'esistenza stessa, del mercato. L'asimmetria informativa che connota la relazione tra risparmiatore e prenditore di fondi è il punto di partenza di molte analisi sul ruolo svolto dagli intermediari e sulle funzioni assolute dalla regolamentazione creditizia e finanziaria.

Queste linee di pensiero riflettono, con riferimento alla finanza, le intuizioni di Keynes sul ruolo che le istituzioni sono chiamate a svolgere al fine di consentire la formazione delle convenzioni necessarie, in un contesto di incertezza, per garantire l'efficiente finanziamento dell'economia. Solo quando le modalità di comportamento che si determinano sul mercato finanziario si combinano virtuosamente con le regole e le azioni dell'operatore pubblico, il mercato stesso può adempiere con successo alle sue funzioni. Se le convenzioni vengono meno, se la fiducia si incrina, se le regole confliggono con i mercati, è l'intera economia a subirne le conseguenze. Il riferimento a Keynes consente anche di recuperare la dimensione "generale" del buon funzionamento dei mercati finanziari: della loro capacità di stimolare la fiducia del pubblico, di attenuare l'incertezza, di incentivare una corretta allocazione delle risorse beneficia ogni altro settore dell'economia.

La disciplina che presiede al funzionamento del mercato non è un dato esogeno, l'espressione di una volontà del "principe" che esercita "per editto" una influenza sul mercato dall'esterno, ma origina da esigenze profonde dello stesso mercato. L'attenzione di chi governa deve perciò soffermarsi sui modi di produzione delle regole, sulla loro rispondenza alle condizioni dei mercati.

Non esiste un *set* di regole "ottimale", definibile in astratto; la valutazione dell'efficacia della regolamentazione deve essere effettuata tempo per tempo con riferimento al livello di completezza dei mercati, al grado di incertezza che li caratterizza, alle esigenze dell'economia reale.

La legge bancaria del 1936, spesso citata come esempio di "neutralità", fu ispirata alla cura preminente della stabilità, a causa degli eventi che ne avevano preceduto l'emanazione, ma ha consentito anche il perseguimento, crescente nel tempo, di altre finalità. Può essere utile ripercorrere i passi fondamentali dell'evoluzione dell'ordinamento bancario e finanziario nel nostro paese, mettendo in evidenza gli aspetti che hanno reso necessaria la revisione della regolamentazione imperniata sulla legge bancaria del 1936, per esaminare le implicazioni della nuova cornice normativa sul rapporto tra finanza e produzione.

## 2. L'evoluzione dell'ordinamento della finanza: il contributo dei regolatori al migliore funzionamento dei mercati

Il giudizio storico sull'architettura dell'ordinamento della finanza disegnata tra il 1936 e il 1947 non può non partire dalla constatazione che essa ha consentito per un lungo periodo di tempo, almeno fino agli anni settanta, di finanziare lo sviluppo anche impetuoso del Paese in condizioni di sostanziale stabilità. La struttura finanziaria orientata agli intermediari creditizi; la proprietà pubblica; la puntuale delimitazione degli ambiti operativi delle banche; la frammentazione dei passaggi tramite i quali il risparmio fluiva all'investimento hanno corroborato la fiducia del pubblico, alimentando elevati tassi di risparmio e un soddisfacente ritmo di accumulazione del capitale.

Negli anni settanta, le tensioni sui mercati delle materie prime, del lavoro e dei cambi, in un contesto di crescente integrazione internazionale dell'economia italiana, hanno introdotto elementi di frizione tra le regole della finanza e le esigenze dell'economia reale. Le necessità di ristrutturazione del sistema produttivo rendevano indifferibile un'ampia riallocazione delle risorse, richiedevano un nuovo contributo al sistema finanziario: questo doveva tener conto delle nuove scarsità segnalate dalla mutata struttura dei prezzi relativi e acquisire un'attitudine maggiormente selettiva che favorisse incrementi della produttività del sistema e una graduale rimozione delle inefficienze presenti in molti settori produttivi.

Il legislatore e le autorità creditizie hanno ritenuto che il perseguimento di questo obiettivo richiedesse un riorientamento del sistema delle regole verso una maggiore concorrenza. L'evoluzione della normativa in materia creditizia e finanziaria dalla fine degli anni settanta a oggi può essere letta in questa chiave, come un'azione di stimolo della competitività tra i diversi punti di offerta di servizi finanziari: tra banche che insistevano su un medesimo ambito operativo; tra banche in origine destinate a segmenti di mercato differenti; tra banche e intermediari non bancari; tra intermediari e finanziamenti diretti sul mercato; tra soggetti nazionali ed esteri. Nel contempo si ponevano nuovi presidi alla saldezza della struttura finanziaria.

Ma, come ho accennato in precedenza, questa scelta non era unicamente attribuibile alla lungimiranza riformatrice di regolatori: traeva alimento dalle domande provenienti dal mercato, che si manifestavano in un processo di innovazione finanziaria il quale, seppure meno intenso di quello registratosi in altri paesi industrializzati, sollecitava comunque il pronto adeguamento delle regole sulla finanza, esigeva un maggior grado di apertura del mercato finanziario nazionale, in conseguenza anche della spinta indotta dal processo di integrazione europea e, più in generale, dall'internazionalizzazione della finanza.

In una prima fase gli stessi strumenti di vigilanza strutturale sono stati utilizzati per favorire un più intenso gioco competitivo sui mercati del credito. Attraverso le riforme statutarie sono state fortemente ridotte le segmentazioni di tipo istituzionale e operativo, introducendo schemi "societari" per le banche pubbliche e ridefinendo l'oggetto dell'attività in modo da rendere possibile l'adeguamento dell'operatività all'evoluzione del mercato. Anche i cosiddetti "piani sportelli", nati per evitare l'insorgere di fenomeni di instabilità connessi con un'eccessiva espansione della rete territoriale, si sono via via spostati verso considerazioni di concorrenza/efficienza, fino alla sostanziale liberalizzazione del 1989. La progressiva riduzione dei vincoli all'espansione territoriale è stata accompagnata dalla graduale eliminazione delle norme sulla competenza territoriale.

La rimozione delle barriere all'accesso è stata completata con la riapertura delle costituzioni di nuove banche, attuata a seguito del recepimento della prima direttiva CEE di coordinamento bancario, e con l'adesione al mercato unico dei servizi bancari, in concreto realizzata con il recepimento della seconda direttiva. Anche i vincoli amministrativi che tenevano distinti i diversi comparti operativi si sono attenuati fino a scomparire: le peculiarità di bilancio delle diverse categorie di intermediari sono andate sempre più sfumando. La crescente articolazione dell'attività creditizia in strutture di gruppo ha assecondato l'espansione degli ambiti operativi degli intermediari creditizi.

Tuttavia una compiuta riorganizzazione della regolamentazione finanziaria richiedeva che fosse per-

seguita la neutralità dell'azione di controllo sul piano competitivo, fondata su un complesso di norme idoneo ad assicurare condizioni di sostanziale parità di trattamento in ogni parte del territorio nazionale ed europeo.

Il rispetto della parità competitiva degli operatori imponeva innanzitutto che venissero sottoposti a vigilanza tutti i soggetti attivi sugli stessi mercati. L'estensione dei controlli è così proseguita negli anni ottanta, dapprima nei confronti degli istituti di credito speciale, quindi con la disciplina degli intermediari finanziari non bancari. Il punto centrale della regolamentazione si è spostato dai soggetti alle attività: un corretto funzionamento dei meccanismi concorrenziali esige che soggetti diversi siano chiamati a rispettare le medesime regole quando offrono gli stessi prodotti.

Il nuovo ordinamento finanziario si è così allontanato dalla disciplina degli ambiti operativi degli intermediari e dal controllo sui loro atti di gestione, per definire un nuovo quadro normativo basato su requisiti prudenziali. L'enfasi posta sulle dotazioni patrimoniali degli intermediari, come parametro cui ancorare la capacità di assumere rischi, da un lato si è configurata come stimolo alla ricerca di profitto, e dunque all'efficienza operativa dei soggetti vigilati, dall'altro ha consentito alle autorità di controllo una distinzione più nitida tra le scelte organizzative e gestionali, rimesse alla libera determinazione dell'imprenditore bancario, e l'azione di supervisione.

Il riconoscimento della natura d'impresa dell'attività bancaria, come ho avuto modo di osservare anche nell'audizione presso la Commissione finanze della Camera sulla vicenda Ferruzzi, comporta una chiara distinzione di responsabilità tra il management delle imprese controllate e l'autorità di vigilanza. A quest'ultima è rimesso il controllo sul complessivo grado di equilibrio della gestione, con un sistema che integra ma non sostituisce il mercato, che ne corregge le imperfezioni ma ne rispetta i meccanismi.

La maggiore coerenza tra regolamentazione e disciplina del mercato può essere colta anche in un altro importante tassello dell'azione di riforma del sistema finanziario: l'azione del legislatore e delle autorità di settore è volta a rendere più equilibrata la struttura finanziaria complessiva, con la sollecitazione di disci-

pline sugli intermediari mobiliari e sulla stessa organizzazione dei relativi mercati.

Lo sviluppo di altri punti di offerta dei servizi finanziari, con un'attenuazione della centralità dell'intermediazione bancaria, ha importanti conseguenze sul tono concorrenziale del mercato finanziario nel suo complesso. Al momento, solo gli effetti della concorrenza dello Stato sui depositi bancari si sono già compiutamente dispiegati. Le opportunità che le normative emanate offrono al ricorso diretto al mercato da parte delle imprese, in sostituzione dell'indebitamento bancario, non sono state ancora pienamente colte. Come avrò modo di dire più oltre, le discipline attuative del Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia forniscono ulteriori incentivi per una maggiore diffusione di questi canali di finanziamento, chiedendo alle stesse banche un sostanziale contributo allo sviluppo del mercato mobiliare.

La scelta comunitaria e il conseguente processo di armonizzazione normativa con gli altri paesi della Comunità, hanno avuto un ruolo determinante nell'indirizzare l'azione di riforma, per via dell'intenso confronto con sistemi di regole vigenti in altri ordinamenti. Tuttavia, il processo che ho sinteticamente descritto ha tratto innanzitutto vigore da esigenze profonde del sistema finanziario nazionale. La piena comprensione dell'evoluzione normativa deve partire dall'analisi dei moventi interni.

Da più parti sembra affermarsi una ricostruzione del percorso verso nuovi assetti regolamentari sulla finanza come mero adeguamento a un vincolo esterno, costituito dalle direttive comunitarie. In tale prospettiva, il sistema italiano, sovraregolamentato e con eccessive connotazioni pubbliche, sarebbe stato interessato da un processo di "deregolamentazione", con l'abbattimento di vincoli all'operatività e l'attenuazione dei controlli sugli intermediari. Se questo fosse vero, l'esperienza di altri paesi e il dibattito teorico internazionale dovrebbero destare qualche preoccupazione. È infatti noto come i processi di *deregulation* avviati in altre realtà si sono in alcuni casi tradotti in maggiore "fragilità" finanziaria, in fenomeni di crisi che hanno poi condotto a rapidi passi verso la cosiddetta *re-regulation* del sistema finanziario.

Ma ciò che è avvenuto in Italia non è inquadrabile all'interno di queste categorie interpretative. Innanzi-

tutto, l'armonizzazione comunitaria ha costituito, più che un vincolo, un'opportunità per le autorità nazionali. Non è difficile dimostrare che numerose e importanti scelte interne non erano richieste dalle direttive comunitarie, e che alcune – non ultima, la stessa introduzione dei coefficienti patrimoniali – le hanno anticipate. Ma la questione essenziale è un'altra, e rimanda alle considerazioni fatte in premessa sulla relazione tra regole e mercato. L'idea che porre l'accento sulla concorrenza significhi avviare un processo di deregolamentazione trae infatti origine dalla confusione tra concorrenza e *laissez-faire*, tra centralità del mercato e assenza di regole.

In realtà, la cornice di norme sulla finanza non si è mossa verso un sistema con meno regole, bensì verso un loro differente *modus operandi*. Lo sviluppo dei mercati finanziari e il crescente grado di apertura degli stessi rendevano obsoleto e inefficiente un sistema di controlli basato su rigide segmentazioni dell'operatività: nuovi profili di rischio emergevano, la complessità delle operazioni aumentava. La vigilanza doveva regredire dal controllo effettuato all'interno dei mercati, dove la corrispondenza tra tipologia e scadenza delle forme di raccolta e di impiego era ottenuta limitando l'accesso ai mercati di prodotto, per concentrare la propria azione all'interno dei bilanci, imponendo relazioni tra poste dell'attivo e del passivo atte a limitare l'esposizione alle varie manifestazioni del rischio, senza distinzioni istituzionali. Una conseguenza non trascurabile del nuovo orientamento è che le norme sono tendenzialmente coincidenti con gli strumenti che gli stessi intermediari utilizzano per controllare la propria rischiosità, interagiscono positivamente con l'azione del management anche sotto il profilo informativo aziendale, "sono più condivise" dagli stessi soggetti vigilati. Il sistema di controlli prudenziali potrebbe essere rappresentato come imposizione di regole tecniche – relazioni di bilancio e requisiti organizzativi – che gli intermediari dovrebbero "naturalmente" osservare nella logica della loro attività tipica.

Questo modo di configurare i controlli può, ma non necessariamente, dar luogo a una vigilanza con meno regole; per certo non determina una struttura finanziaria più fragile. Estendendo l'area dei controlli a tutte le attività finanziarie, evita quella interazione perversa tra aree di mercato strettamente vigilate e zo-

ne "franche", che caratterizza molti dei fenomeni di instabilità che l'esperienza storica sottopone alla nostra attenzione. Sono convinto che in questo modo si è riusciti a definire un sistema normativo maggiormente orientato alla concorrenza, mentre allo stesso tempo la struttura finanziaria del Paese si faceva più salda.

Dal momento che la concorrenza non è la regola di comportamento effettivamente dominante in assenza di interventi da parte dell'operatore pubblico, affinché la revisione delle regole produca i risultati attesi in termini di efficienza, e di ciò si giovi l'economia nel suo complesso, è necessario predisporre forme di tutela del mercato, che sorvegliano il formarsi di posizioni di dominio sia nelle relazioni tra intermediari che nei rapporti tra banca e cliente.

La legge 287/90 sulla disciplina a tutela della concorrenza e del mercato, che ha esteso esplicitamente agli operatori del credito la regolamentazione applicabile a tutte le imprese, finanziarie e non, sui comportamenti lesivi della concorrenza (intese e abuso di posizione dominante) e sulle concentrazioni, costituisce uno dei punti di arrivo del processo evolutivo descritto. La Banca d'Italia è infatti munita di strumenti per garantire la pluralità delle fonti di offerta di risorse finanziarie e per disciplinare l'acquisizione di posizioni di dominio nell'erogazione del credito. Se già i poteri di vigilanza consentivano interventi sulla struttura finanziaria atti a incentivare la diffusione della concorrenza, con la legge 287/90 si è reso possibile anche l'intervento sui comportamenti imprenditoriali, rendendo più cogente la disciplina indotta dal mercato.

Anche la regolamentazione del credito al consumo e della trasparenza delle condizioni contrattuali, contenuta nelle leggi 142 e 154 del 1992 e completata nel titolo VI del Testo unico, fornisce un importante contributo al buon funzionamento del mercato, tutelando la correttezza delle relazioni tra intermediari e clientela.

La ricostruzione dell'evoluzione della normativa in materia creditizia e finanziaria conduce a soffermarsi sui provvedimenti più recenti, che hanno concluso questo processo introducendo ulteriori aspetti innovativi e riconducendo a unità il quadro legislativo.

### **3. Il recepimento della seconda direttiva di coordinamento bancario e il Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia**

La nuova legge bancaria, definita con il recepimento della seconda direttiva di coordinamento bancario e con la riorganizzazione delle leggi di settore nel Testo unico, rende compiuta la costruzione del quadro normativo, e lo fa affermando "la concorrenza come uno dei criteri guida della stessa azione di vigilanza". L'art. 5 del Testo unico esplicita infatti le finalità dei controlli, e al comma 1 recita:

"Le autorità creditizie esercitano i poteri di vigilanza a esse attribuiti dal presente decreto legislativo, avendo riguardo alla sana e prudente gestione dei soggetti vigilati, alla stabilità complessiva, all'efficienza e alla competitività del sistema finanziario nonché all'osservanza delle disposizioni in materia creditizia."

La concorrenza nella prima fase della riforma si è configurata come un obiettivo intermedio dell'azione di vigilanza, un modo per perseguire la maggiore efficienza degli intermediari e la loro capacità di stare sul mercato; con la legge 287/90 essa ha assunto valenza autonoma, connotandosi come obiettivo a sé, a fianco delle tradizionali finalità di stabilità ed efficienza; ora la competizione tra soggetti sul mercato viene a permeare l'azione di vigilanza, costituisce uno dei principali parametri ai quali riferire l'esercizio dei poteri da parte delle autorità creditizie.

In coerenza con la centralità della concorrenza gli ultimi provvedimenti possono essere interpretati alla luce di un principio cardine, che definisce il passo forse più delicato, sicuramente più dibattuto, della riforma: la despecializzazione.

Despecializzazione istituzionale innanzitutto: sono state rimosse le peculiarità connesse con la forma giuridica dei soggetti, portando alle estreme conseguenze quella preferenza per la forma societaria che il legislatore già aveva manifestato con il recepimento della prima direttiva di coordinamento, e affermato con maggiore forza nella legge 218/90 sulla ristrutturazione della banca pubblica e nei relativi decreti di attuazione. In particolare, l'art. 14, comma 1, lettera a), del Testo unico prevede come condizione necessaria per l'esercizio dell'attività bancaria che "sia adot-

tata la forma di società per azioni o di società cooperativa per azioni a responsabilità limitata”.

Il definitivo abbandono dei moduli pubblicistici per l'esercizio dell'attività bancaria, con la generalizzazione del modello societario, elimina qualsiasi confusione tra finalità pubbliche e assetti proprietari degli intermediari. Ciò ha posto le basi per una diffusione della concorrenza anche dal lato della proprietà delle banche: il vaglio del mercato sull'operato del management potrà così esercitarsi anche sul capitale di rischio della banca, consentendo ai soggetti più competitivi di raccogliere mezzi patrimoniali senza pesare sul bilancio pubblico e favorendo trasparenti processi di riallocazione della proprietà.

Con il recepimento della seconda direttiva si è introdotto uno strumento per favorire i processi di privatizzazione, attribuendo al Ministro del tesoro poteri di direttiva, anche di carattere generale, nei confronti degli enti conferenti ex legge Amato per l'alienazione dei pacchetti di controllo nelle società bancarie. Il decreto legge 389/1993 ha impresso un'ulteriore accelerazione al processo di privatizzazione delle società per azioni in mano pubblica; le banche non solo sono incluse nell'ambito di applicazione del decreto, ma nei loro confronti non è neppure prevista la possibilità per il Governo di ricorrere a clausole di gradimento per l'assunzione di partecipazioni rilevanti, esplicitata per i settori delle *public utilities* e dei trasporti.

L'apertura alle privatizzazioni, oltre che per gli effetti sul mercato delle concrete iniziative in via di realizzazione, assume una valenza più ampia; comporta una definitiva separazione tra gli obiettivi che la politica economica può porsi sotto il profilo dell'allocazione delle risorse e la presenza di capitale pubblico nel sistema creditizio. La funzione allocativa demandata agli intermediari è più propriamente ricondotta all'interno di un modello “privatistico”: la possibilità di alienazione del controllo da parte del proprietario pubblico già di per sé rende la presenza pubblica nel settore creditizio meno rilevante, e soprattutto evita che alla proprietà pubblica siano associati privilegi e protezioni incompatibili con il pieno dispiegarsi della concorrenza sul mercato finanziario.

Ma l'aspetto innovativo più specifico per l'articolazione della struttura finanziaria sta nella piena at-

tuazione del principio della despecializzazione “operativa e temporale”, con l'apertura al modello della banca a carattere universale.

Sul tema occorre evitare alcune confusioni, che derivano essenzialmente da quel fraintendimento del rapporto tra regole e mercato cui ho fatto cenno in precedenza. La nuova legge bancaria “non afferma” un nuovo modello di banca: l'operatore universale presente su tutte le linee di prodotti finanziari; la regolamentazione non definisce il modo di operare cui le imprese bancarie devono adeguarsi, non impone comportamenti. La facoltà concessa a tutte le banche di svolgere le attività “finanziarie” contenute nella lista allegata alla seconda direttiva CEE, il credito a breve e a medio-lungo termine, si sostanzia nella semplice rimozione di un obbligo legislativo che imponeva l'esclusività di alcune tipologie di operazioni, consentendole solo a soggetti a ciò designati dall'ordinamento. Una strategia di ampliamento indistinto dell'operatività per tutti i soggetti sarebbe tuttavia irrazionale. Molti di essi, per le esperienze acquisite, per i rapporti instaurati con la clientela servita, per le dimensioni aziendali, potranno opportunamente trovare le proprie convenienze economiche a “specializzarsi” in determinate categorie di servizi finanziari. Non poche banche, nel decidere l'ingresso in nuovi mercati di prodotto, preferiranno con ogni probabilità far confluire all'interno di strutture di gruppo organismi che già dispongano di competenze specifiche e di consolidate relazioni di clientela.

Allo stesso modo, la disciplina dei gruppi polifunzionali non affermava un nuovo modello di operatore della finanza, ma riconosceva e regolamentava, anche alla luce degli specifici problemi di stabilità che si ponevano, uno schema organizzativo che nel tempo era andato imponendosi sul mercato.

L'ampliamento dell'operatività delle banche si è sviluppato nel corso di tutti gli anni ottanta con una progressiva attenuazione delle peculiarità di bilancio. Il sistema è venuto assumendo una configurazione che non può definirsi “specializzata”, nell'accezione che il termine assume nella letteratura economica, soprattutto anglosassone. Molti intermediari già operavano, con diversa intensità, sull'intera gamma delle scadenze, così come intensa era l'attività sul mercato dei titoli.

Questo processo è stato assecondato, ove non incentivato, dalle autorità creditizie, consentendo di sviluppare forme di integrazione sempre più strette tra attività diverse, sia pure con la gradualità necessaria in un sistema con capacità concorrenziali molto diversificate al suo interno.

L'organizzazione in gruppo, come l'esperienza storica dimostra anche nei paesi tradizionalmente indicati come patria della banca universale, è l'articolazione tipica dell'attività creditizia per organismi che operano su mercati complessi e con strumenti sofisticati. Il gruppo e la banca a carattere universale non si pongono in antitesi, sono due schemi complementari che convivono sul mercato. Accanto al processo di despecializzazione si è registrato il mantenimento di riserve di legge per alcune attività di intermediazione mobiliare e per l'attività assicurativa: un'operatività a tutto campo nel mercato finanziario richiede in ogni caso l'adozione di una organizzazione in gruppo di imprese.

L'innovazione si può quindi apprezzare come l'introduzione di un ulteriore grado di libertà nella scelta organizzativa disponibile per la banca.

Il completo abbattimento delle barriere regolamentari nel mercato del credito si sta accompagnando all'introduzione di nuove regole a presidio della stabilità degli intermediari. Le disposizioni, già emanate o in via di emanazione, sulle partecipazioni, sulla concentrazione del rischio, sulla trasformazione delle scadenze, sull'esposizione ai rischi di mercato e di cambio, sulla provvista, mantengono tutte, e anzi rafforzano, quell'attitudine rispettosa dell'autonomia imprenditoriale delle banche affermatasi durante gli anni ottanta.

Il contenuto tecnico delle regole non è enunciato direttamente nella nuova legge bancaria, che assegna al CICR e alla Banca d'Italia la definizione puntuale degli strumenti. In tal modo si è preservata la flessibilità che caratterizzava la legge del 1936.

Il perno è la solidità patrimoniale dei soggetti vigilati e la facoltà di assumere rischi viene ampliata al crescere dei mezzi propri. In armonia con il dettato comunitario si richiedono strutture organizzative idonee a garantire la sana e prudente gestione dell'ente,

senza prediligere a priori alcun assetto d'impresa; si consente una consistente intensificazione dell'attività di trasformazione delle scadenze, senza eliminare tuttavia ogni correlazione tra i profili temporali dell'attivo e del passivo.

Un approccio più restrittivo viene invece confermato nella disciplina dei rapporti tra banca e imprese non finanziarie. Sono stati confermati i limiti di separazione dal lato della proprietà delle banche. Anche con la recente disciplina sulle partecipazioni, accanto a requisiti patrimoniali che per la maggior parte delle banche risulteranno più stringenti di quelli massimi stabiliti dalla seconda direttiva, sono stati fissati rigidi confini volti a prevenire rischi di commistione tra banca e industria. L'esperienza storica nazionale, le relazioni che tradizionalmente si sono instaurate tra banca e industria rendono questi limiti necessari per la salvaguardia della stessa autonomia della banca: evitare confusione di ruoli tra soggetti deputati all'erogazione delle risorse finanziarie e operatori chiamati a dare loro un impiego produttivo è cruciale per precludere distorsioni della concorrenza che il mercato può riuscire a correggere solo tardivamente e con costi non trascurabili. E tuttavia si tratta di aperture di grande momento, che consentono un impegno significativo del sistema bancario nel capitale di rischio dell'industria. Le regole introdotte non sacrificano l'autonomia degli intermediari, ma si pongono come condizioni perché questa autonomia possa in concreto esercitarsi.

Un sistema di regole rispettoso dell'autonomia dei soggetti vigilati richiede un rapporto nuovo, più trasparente, tra autorità e imprese controllate. La discrezionalità di cui l'Organo di vigilanza deve potersi avvalere nel dettare le regole tecniche agli operatori, nel modificarle all'occorrenza, nell'esplicare i suoi interventi prudenziali, può essere esercitata una volta soddisfatta la condizione, espressamente stabilita dal legislatore, che l'autorità determini e renda pubblici previamente i principi e i criteri della propria azione. L'esplicito riferimento ai principi della legge 241/90 sulla trasparenza del procedimento amministrativo, contenuta nell'art. 4 del Testo unico, segnala in modo netto la volontà di sollecitare un rapporto più aperto, coerente con il nuovo sistema di regole, tra autorità e mercato.

#### 4. Le nuove regole e il rapporto tra banca e industria

L'enfasi posta sul "processo di produzione" delle regole non può far dimenticare l'aspetto della domanda, le esigenze a cui il processo di revisione dell'ordinamento della finanza risponde. Come ho detto, la necessità di mettere a punto un sistema di regole maggiormente orientato alla concorrenza discendeva principalmente dai cambiamenti che l'economia reale richiedeva al mercato finanziario.

È ora possibile interrogarsi sulla aderenza dell'offerta di regole alle esigenze dell'economia, aprendo il capitolo delle relazioni tra banca e industria. Il tema è tra i più rilevanti, particolarmente in un periodo come l'attuale nel quale la recessione fa emergere gli elementi di debolezza finanziaria del sistema industriale italiano. Al riguardo mi limiterei a tratteggiare tre profili delle recenti innovazioni regolamentari che possono contribuire all'instaurarsi di relazioni più efficienti tra banca e impresa.

##### 4.1 *La diversificazione delle forme tecniche del finanziamento e l'attenuazione della pratica del pluriaffidamento*

Sulla prima di queste innovazioni, la despecializzazione delle banche, mi sono già soffermato. Essa può però essere riguardata anche dal punto di vista dei fruitori di servizi finanziari, per analizzare quali effetti ne possono derivare sulla composizione del passivo delle imprese e sull'onerosità dell'indebitamento.

Per certo, è possibile osservare come l'eliminazione delle barriere regolamentari abbia l'effetto di accrescere la concorrenza, potenziale se non effettiva, nell'erogazione del credito. Si intensifica così il ruolo disciplinante del mercato nel precludere lo sfruttamento di posizioni di forza su particolari segmenti, territoriali o di prodotto, del mercato del credito. Anche la generalizzazione della possibilità di accedere alle agevolazioni pubbliche, in precedenza connesse con alcune operazioni di "credito speciale", riduce la possibilità che i prezzi praticati al prenditore finale remunerino inefficienze produttive celate dal precedente meccanismo agevolativo.

Il possibile intensificarsi dell'attività di trasformazione delle scadenze, in presenza di una struttura dei rendimenti con un'inclinazione fisiologica e di un buon funzionamento dei meccanismi concorrenziali, potrebbe comportare una pressione al ribasso sul costo del finanziamento degli investimenti. La semplificazione della struttura creditizia conseguita con l'adozione di configurazioni di gruppo a forte accentrato strategico ha già ridotto l'onerosità dell'intermediazione. Ma se si pensa alla caratteristica struttura "a cerchi concentrici" del sistema creditizio alla fine degli anni settanta, quando il risparmio fluiva agli investimenti con una pluralità di passaggi, si può più compiutamente apprezzare il valore delle modifiche apportate all'ordinamento e la loro funzionalità rispetto alle esigenze dell'accumulazione del capitale.

Le nuove possibilità concesse dalla regolamentazione creditizia permettono alle banche di effettuare una scelta più oculata delle forme tecniche di finanziamento. Un'indagine condotta sui dati di Centrale dei Bilanci mostra come il credito ordinario contribuisca a finanziare una parte non trascurabile degli investimenti delle imprese. Se si considerano anche le operazioni effettuate per il tramite delle società di *leasing*, l'ammontare dei debiti a breve termine che finanziano attività immobilizzate delle imprese non finanziarie risulta ancora più considerevole, segnalando una delle principali caratteristiche della debolezza finanziaria del sistema industriale nazionale.

La prevalenza dell'indebitamento a breve, o addirittura a vista, delle imprese industriali, rende meno stabile e più soggetto alle oscillazioni congiunturali l'approvvigionamento di fondi; attenua la capacità delle banche di effettuare quel vaglio del merito di credito che costituisce il valore aggiunto dell'attività di intermediazione. Poiché le banche già oggi finanziano una parte non secondaria dell'attività di investimento delle imprese, la possibilità di adottare forme tecniche più rispondenti alla natura e alla funzione del finanziamento stesso può consentire un migliore svolgimento dell'attività creditizia e fornire un contributo sostanziale al riequilibrio del passivo delle imprese.

La banca potrà meglio seguire l'affidato su più linee di prodotto, diversificare le forme dell'assistenza finanziaria alle imprese, conseguire una maggiore co-

noscenza delle condizioni in cui versa la clientela, effettuare una più adeguata ed efficiente valutazione del merito creditizio. La pratica dei fidi multipli, il frazionamento talora esasperato dei prestiti alle imprese riducono notevolmente le possibilità di verifica puntuale degli intermediari sull'andamento delle imprese affidate; ne comprimono la capacità di reagire prontamente al manifestarsi dei primi sintomi di crisi e di sollecitare dalle stesse imprese adeguate e tempestive azioni correttive. La despecializzazione è il primo contributo che il nuovo quadro di regole dà al determinarsi di una relazione più lucida, più orientata ai risultati di medio periodo, tra banca e impresa.

#### 4.2 *La sollecitazione del ricorso diretto al mercato da parte delle imprese*

Il riequilibrio delle fonti di finanziamento delle imprese richiede anche un contenimento del complessivo indebitamento bancario a favore del ricorso diretto al mercato.

Ho già avuto modo di richiamare la tenace azione del legislatore e delle autorità di settore per incentivare lo sviluppo del mercato mobiliare e favorire l'affermarsi di una struttura finanziaria in cui la centralità dell'intermediazione creditizia risulti attenuata. È opportuno ricordare le normative sui fondi comuni, aperti e chiusi, sulle SICAV, sulle società di intermediazione mobiliare, sui fondi pensione, sull'OPA e sull'*insider trading*, nonché i molteplici provvedimenti che hanno reso più trasparente la formazione dei prezzi e più spedita l'esecuzione dei contratti, fissando l'obbligo di una informativa minima per accedere al pubblico risparmio e semplificando le procedure per la compensazione e la liquidazione.

Il recepimento della seconda direttiva di coordinamento bancario ha costituito l'occasione per ampliare le possibilità di raccolta diretta sul mercato per le imprese. Nell'esplicitare le riserve di raccolta in favore delle banche l'art. 11 del Testo unico ha attribuito al CICR la facoltà di definire, su proposta della Banca d'Italia e sentita la Consob, le caratteristiche di nuove tipologie di titoli di debito cui le imprese po-

tranno ricorrere per sopperire alle proprie esigenze di finanziamento in aggiunta alla tipica emissione di obbligazioni.

Al fine di garantire quella tutela dell'investitore che la stessa direttiva richiede, viene consentito alle imprese con titoli quotati su mercati regolamentati di accedere direttamente al mercato; per le altre imprese l'accesso al risparmio del pubblico è possibile per il tramite di un intermediario sottoposto a vigilanza prudenziale. La sola raccolta a vista o connessa con l'emissione e la gestione di mezzi di pagamento è preclusa ai soggetti non bancari. Il CICR è chiamato a definire le regole attuative di questa disposizione che, aprendo un ulteriore spazio per la diversificazione dei canali di finanziamento delle imprese industriali, sollecita l'espansione del mercato dei valori mobiliari privati e una più intensa concorrenza tra banche e mercato nella prospettiva di accrescerne le sinergie funzionali.

Ma dalla lettura delle nuove norme emerge la consapevolezza che l'obiettivo di sviluppare un più ampio ricorso al mercato da parte delle imprese, con riferimento sia al capitale di rischio sia al capitale di debito, sarà difficilmente conseguito senza un sostanziale contributo da parte del mondo bancario.

Alle banche fa capo una quota consistente dei soggetti attivi nel mercato dell'intermediazione mobiliare; l'impulso della capogruppo bancaria può essere determinante per promuovere un'intensificazione di certe attività ovvero per introdurne di nuove. L'offerta su scala più ampia dei servizi di *merchant banking*, soprattutto con riferimento alle imprese di dimensioni medio-piccole, può tradursi in una opportuna selezione delle imprese con buone prospettive, da assistere sul piano tecnico e da sostenere sul piano finanziario per l'accesso al mercato mobiliare.

Di più: le banche potrebbero stimolare la crescita del mercato dei capitali prestando maggiore attenzione alla struttura del passivo delle imprese nell'effettuare la valutazione del merito di credito; un maggiore rilievo al capitale di rischio, come parametro al quale correlare le decisioni di finanziamento, può costituire un efficace incentivo al ricorso al mercato azionario da parte delle imprese.

#### 4.3 *L'intervento delle banche nel capitale di rischio delle imprese non finanziarie*

Anche la disciplina delle partecipazioni delle banche, di recente emanata, si colloca nella prospettiva di avvicinare la banca alle esigenze delle imprese, di consentire un'assistenza finanziaria alla clientela più completa e diversificata, di allungare la prospettiva temporale in cui l'intermediario colloca il supporto finanziario all'impresa.

L'acquisizione di partecipazioni industriali concorre a spostare l'attenzione della banca dall'apprezzamento della capacità del cliente di restituire capitale e interessi a scadenze ravvicinate nel tempo, verso una più completa valutazione delle prospettive di lungo periodo dell'impresa, con un più efficiente utilizzo delle informazioni di cui la banca viene a disporre nel corso di una relazione duratura nel tempo.

La sorveglianza che la banca esercita sul soggetto affidato dovrebbe superare il limite secondo cui, in caso di crisi, essa procede alla mera constatazione dello stato di insolvenza e all'avvio delle procedure concorsuali. Se la banca estende l'attenzione all'efficienza delle imprese nel lungo termine, può trovarsi nella condizione di anticipare i momenti di crisi; di evitare che crisi di carattere temporaneo degenerino in stati di insolvenza; di agevolare il risanamento finanziario offrendo anche servizi di consulenza; di favorire ove necessario il ricambio degli assetti proprietari. L'acquisizione di quote di partecipazione di dimensioni contenute nell'industria può risultare funzionale, a questi obiettivi, configurando un altro importante contributo che le banche possono fornire all'efficienza, oltre che allo spessore, del mercato mobiliare.

Lo sviluppo dell'attività di consulenza finanziaria, il crescente coinvolgimento in attività di collocamento e garanzia di emissioni azionarie, la capacità di guidare, anche attraverso l'attività di altre componenti del gruppo, il risparmiatore verso l'investimento in azioni, possono costituire, più che la stessa acquisizione in proprio di partecipazioni, il maggior contributo delle banche ai processi di privatizzazione.

È evidente come la maggiore "vicinanza" della banca all'impresa comporti anche nuove forme di ri-

schio, alle quali l'Organo di vigilanza non è indifferente. Quello principale è che il coinvolgimento della banca nelle sorti dell'impresa cliente diventi eccessivo, finisca per legare indissolubilmente le vicende dei due protagonisti del rapporto, facilitando indebite propagazioni dei fattori di crisi e inefficienze connesse con l'inquinamento della valutazione del merito di credito.

I limiti quantitativi, commisurati al patrimonio della banca e al capitale dell'impresa partecipata, definiti nella nuova disciplina sono differenziati per classi di intermediari e discriminano tra azioni quotate (o quotande) e non, al fine di selezionare gli intermediari che già dispongono di sufficiente esperienza nell'assistenza finanziaria alle imprese e di indirizzare verso la Borsa la maggiore quantità di transazioni. L'atteggiamento di prudente apertura da parte delle autorità diventa ancora più vigile nei casi di temporanea difficoltà dell'impresa, per i quali vengono definite procedure rigorose e articolate. Nelle situazioni di crisi industriale la cui reversibilità non risulti evidente, l'acquisizione di partecipazioni, anche attraverso la trasformazione dei crediti concessi, è preclusa alle banche.

Le recenti disposizioni sulla concentrazione del rischio, che recepiscono i limiti transitori dettati dalla direttiva comunitaria e prevedono il graduale rientro verso i limiti più stringenti operanti a regime, confermano come alle banche non sia richiesto un intervento "quantitativamente" maggiore nel finanziamento delle imprese, ma un coinvolgimento "qualitativamente" innovativo.

\* \* \*

In conclusione, le nuove regole sul mercato finanziario costituiscono un quadro ora completo e organico, all'interno del quale può efficacemente dispiegarsi un nuovo impulso del sistema finanziario alla crescita e all'efficienza dell'economia nazionale.

Le regole peraltro non definiscono *sic et simpliciter* un nuovo rapporto tra banca e industria, tra sistema finanziario ed economia reale. Starà al corretto funzionamento dei meccanismi concorrenziali il compito di fare emergere la convenienza di comportamenti innovativi; si richiederà a tutti gli operatori, intermediari e imprese, la capacità di abbandonare

comportamenti consuetudinari, intensificando la presenza su nuovi mercati, nel più rigoroso rispetto dell'etica negli affari.

Se, come credo, la riforma della regolamentazione della finanza dimostrerà di aver interpretato correttamente le esigenze dell'economia, se gli incentivi a un rapporto tra banca e industria più consono alla realtà di mercato risulteranno efficaci, potrà accelerarsi il superamento dell'attuale fase recessiva.

Gli effetti delle nuove regole del settore creditizio e finanziario potranno utilmente affiancarsi a quelli prodotti dall'azione che ha guidato la discesa della

struttura dei tassi di interesse, in un contesto di sostanziale stabilità dei mercati.

In questa duplice linea di intervento consiste il contributo che la Banca d'Italia intende apportare alla ripresa dell'economia nazionale e, in particolare, alla soluzione del più doloroso "fallimento del mercato": la difficoltà di assicurare la piena occupazione. Un consistente riassorbimento della disoccupazione è un elemento importante per assicurare il "buon mercato", un mercato cioè nel quale il perseguimento dell'efficienza realizzi le condizioni irrinunciabili di equità.

## Celebrazione del Centenario della fondazione della Banca d'Italia

*Intervento del Governatore Antonio Fazio (\*)*

*Roma, 11 dicembre 1993*

L'arte che è alla base di ogni professione, anche di quella che presiede alla condotta della banca centrale, è una combinazione di scienza, esperienza, prudente apprezzamento di ogni decisione.

Quell'arte può e deve avere come guida la comprensione di fatti e fenomeni scientificamente analizzabili. Ma altri eventi rilevanti dipendono da liberi comportamenti, decisioni e fatti difficilmente o niente affatto prevedibili: lo studio della storia fornisce dati e arricchisce l'esperienza.

Ma il motivo per studiare una storia, anche quella del nostro Istituto di emissione, è in primo luogo il piacere di conoscerla.

### 1. L'origine delle banche centrali

Banca centrale è la denominazione attuale, mutuata dall'analisi economica e solo negli ultimi decenni entrata nel linguaggio ufficiale e istituzionale, degli istituti bancari deputati alla emissione di banconote rappresentative della moneta degli Stati.

Il termine banca centrale, con l'attuale significato, si incontra alla fine del secolo scorso negli scritti di Wicksell. Era già contenuto, invero, in rapporti e documenti del XIX secolo, ma in quel contesto è sottintesa l'idea di accentramento delle riserve metalliche poste a garanzia della circolazione.

Non poche banche centrali, già istituti di emissione nei rispettivi paesi, sono di gran lunga più antiche della Banca d'Italia. Nel prossimo anno si compirà il terzo secolo di vita della Banca d'Inghilterra; la Banca di Svezia è di trenta anni più antica. La Banca di Francia fu fondata nel 1800, quella di Olanda nel 1814.

In Italia, l'arte della banca era già sviluppata nel tardo Medioevo. La Casa di San Giorgio di Genova, fondata nel 1408, e il Banco del Giro di Venezia, fondato nel 1619 emettevano titoli negoziabili, chiamati "luoghi", in qualche misura succedanei della moneta.

Vari istituti di emissione nacquero in relazione alla necessità di concedere prestiti al settore pubblico o di garantirne il collocamento. Aveva questo fine la società per azioni costituita da "The Governor and Company of the Bank of England". La Banca d'Inghilterra ampliò e affermò successivamente la sua attività anche nel settore del credito ai privati; col tempo essa divenne prestatore di ultima istanza per altri istituti bancari e banca centrale nel senso di accentratrice delle riserve auree.

Nelle parole di Bagehot: "In molti paesi europei il credito dello Stato era tanto più saldo di qualunque altro credito, che esso era stato adoperato per rafforzare nella sua infanzia l'industria bancaria". L'avallo dei Parlamenti e dei Governi – implicitamente una loro garanzia – diveniva necessario per gli istituti di emissione allorché in particolari circostanze veniva consentito di superare i rapporti prestabiliti con le riserve auree, o anche di sospendere la convertibilità dei biglietti.

Alcuni esperimenti di circolazione cartacea, come quello di John Law in Francia nel primo ventennio del XVIII secolo, avevano avuto un esito disastroso. Fu appresa la lezione della necessità di limiti quantitativi alla circolazione fiduciaria.

---

(\*) Questo testo – insieme con gli interventi di Paul Volcker e di Giovanni Spadolini, oratori ufficiali alla giornata celebrativa del Centenario della Banca – è raccolto in un volume dedicato alla celebrazione del Centenario, di prossima pubblicazione.

La funzione monetaria può essere esplicitata, sotto precise condizioni, in contesti istituzionali e politici ben definiti, da mezzi che hanno un valore intrinseco nullo o limitato. Tale proprietà fu sperimentata, sia pure in misura parziale, fin dall'origine della moneta stessa. La moneta è il primo titolo di credito nella storia che circola incorporando un valore, un diritto; viene emessa dallo Stato che ne fissa il potere d'acquisto e di fatto ne definisce la quantità e ne garantisce l'integrità; viene riaccettata per il pagamento di imposte; la comunità può utilizzarla per gli scambi.

## 2. La Banca d'Italia

Le prime origini della Banca d'Italia risalgono alla Banca di Genova, fondata nel marzo del 1844. Il capitale della Banca fu sottoscritto dalle famiglie più importanti della città; lo scopo sociale era l'esercizio del credito a favore del commercio e della produzione.

Le possibilità della nuova istituzione di operare in tal senso riposavano sull'esigenza, sentita dall'economia, di una circolazione monetaria con caratteristiche di sicurezza e praticità. Lo strumento tecnico della banconota possedeva tali requisiti. Le varie forme di monetazione metallica erano tra di loro spesso eterogenee e con valori di scambio accertabili solo con difficoltà da parte degli utilizzatori.

La Banca di Genova incorporava pochi anni dopo la Banca di Torino e assumeva il nome di Banca Nazionale.

Nel 1850 veniva emanata la prima legge bancaria del Regno di Sardegna. La materia monetaria cessava di far capo al Re e al Governo e diveniva competenza del Parlamento.

All'unificazione politica italiana, nel 1861, seguì immediatamente quella monetaria. La lira diventò la moneta legale del Regno, con il valore fissato in 4,5 gr. di argento e 0,29 di oro. Queste disposizioni nulla innovarono in materia di emissione cartacea. I biglietti erano emessi nel nuovo Regno sia dalla Banca Nazionale, sia dalle banche di emissione degli Stati preunitari.

La Banca d'Italia nasce, con la legge n. 449 del 10 agosto 1893, dalla fusione della Banca Nazionale con le due banche di emissione della Toscana, e assume l'onere della liquidazione della Banca Romana. Rimaneva la facoltà di emettere biglietti al Banco di Napoli e al Banco di Sicilia. Si stabilì che i vertici degli istituti di emissione fossero eletti dai rispettivi organi di amministrazione e che il Governo si limitasse ad approvare le nomine; si sancì l'incompatibilità con i mandati parlamentari.

Al momento della fondazione, il capitale della Banca d'Italia rappresentava il 18 per cento del capitale di tutte le società per azioni, banche, imprese industriali e imprese commerciali esistenti nel Paese.

L'elevato peso relativo spiega sia l'influenza che essa aveva sul sistema economico sia la rilevanza di movimenti anche limitati dei tassi di sconto.

La progressiva acquisizione di importanza da parte di un istituto di emissione, rispetto agli altri, risponde ancora una volta all'esigenza di ordinare, regolare, dare maggiore sicurezza di valore e quindi accettabilità alla circolazione, costituita da monete metalliche di varia origine e denominazione e da banconote emesse da più istituti.

## 3. Il periodo fino al primo dopoguerra

La Banca d'Italia era nata e aveva cominciato ad operare nel mezzo di una crisi economica, finanziaria e politica di grandi proporzioni.

Uno dei compiti degli amministratori nel primo decennio di vita della Banca fu quello di far acquisire al bilancio una struttura adeguata alla funzione di principale istituto di emissione del Paese. Nelle parole di Einaudi: "Fu la grande opera di Stringher ... e di Miraglia ... di essere, attraverso lunghi anni di amministrazione oculata, di realizzazioni avvedute, di economia fino all'osso e di rinuncia ai redditi attuali, riusciti a tappare i buchi del passato".

La lira era divenuta di fatto inconvertibile già dalla fine degli anni ottanta; lo divenne di diritto dal 1894. Gli amministratori si sentirono comunque impegnati a recuperare e poi mantenere, sia pure con margini di flessibilità, l'uguaglianza tra il valore del biglietto e quello di una determinata quantità d'oro.

Il paradigma era rappresentato dalla posizione già espressa da Ricardo nei *Principi di economia politica* all'inizio del secolo: "La circolazione monetaria ha raggiunto il suo massimo stato di perfezione quando è formata esclusivamente di cartamoneta, ma di cartamoneta di valore uguale all'oro che essa dichiara di rappresentare. La cartamoneta invece dell'oro sostituisce il mezzo più a buon mercato al mezzo più costoso e permette al paese, senza perdite per i singoli individui, di scambiare tutto l'oro che prima esso impiegava per questo scopo, con materie grezze, utensili e viveri." Thornton a sua volta aveva sottolineato la capacità della circolazione cartacea di meglio adattarsi rispetto alla moneta metallica alle esigenze dell'economia.

Era necessario, in primo luogo, far fronte alle variazioni stagionali della domanda di moneta e alle variazioni cicliche e di tendenza, sempre nei limiti posti dalla salvaguardia della convertibilità delle banconote e dai vincoli istituzionali.

La fine dell'Ottocento e i primi anni di questo secolo furono caratterizzati invero, in più occasioni – in particolare negli anni 1893 e 1907 – da crisi finanziarie e da cicli molto ampi, soprattutto nell'edilizia. L'instabilità dell'economia si combinava con quella delle banche. Le corse al ritiro dei depositi si traducevano in domande di risconto agli istituti di emissione.

Dopo le discussioni e le delusioni connesse con l'applicazione del *currency principle* e seguendo la tendenza ormai comune all'Europa continentale nella seconda metà dell'Ottocento, alla Banca d'Italia venne concesso di variare più liberamente la propria circolazione, in presenza di crisi finanziarie e per le esigenze del mercato; venne in particolare ridotta la tassa sulla circolazione eccedente i limiti legali.

Era opinione ormai largamente condivisa, seguendo i principi di *Lombard Street*, che il rifinanziamento dovesse essere pressoché senza limiti in caso di pura crisi di liquidità. Come si legge in un appunto interno della Banca del 1907 era "... assolutamente necessario di armare i grandi istituti distributori del credito e moderatori della circolazione di mezzi straordinari atti a fronteggiare prontamente ed efficacemente le straordinarie, urgenti necessità...". Nello stesso tempo occorreva condizionare e delimitare tali

mezzi "... perché della facoltà di intervenire straordinariamente a sostegno del mercato, gli Istituti di emissione non sieno tratti ad abusare, affinché le condizioni della circolazione rimangano quali, per lungo studio e faticose cure sono divenute".

La crisi del 1907 fece emergere nella sua pienezza la funzione di prestatore di ultima istanza della Banca d'Italia. Comincia a delinearsi la sua posizione rispetto alle altre banche; si pone in maniera più esplicita il problema del valore del biglietto, in relazione al volume della circolazione e alla qualità dei crediti rifinanziati in contropartita.

Il sistema finanziario italiano era relativamente poco articolato e dominato dalle banche. In quelle particolari congiunture si ebbero i primi tentativi, non portati a compimento, di legislazione bancaria.

Alla vigilia della prima guerra mondiale risultano acquisite alla Banca d'Italia la funzione di governare la circolazione dei biglietti e quella di gestire le riserve metalliche, al fine di mantenere alla lira, nonostante la mancanza di convertibilità, la parità di valore con l'oro. La Banca non ha però ancora ben definito la sua posizione rispetto ad altri istituti di credito, con i quali ritiene di essere tuttora in concorrenza per il finanziamento dell'economia.

Le disposizioni del 1926 attribuiscono alla Banca d'Italia l'esclusività dell'emissione di banconote e introducono, con relativo anticipo rispetto ad altri paesi, una prima legislazione di vigilanza, con la quale si limita la raccolta di ogni banca rispetto al capitale. Dopo la crisi degli anni trenta, la legge del 1936 amplia i poteri della vigilanza bancaria e definisce la Banca d'Italia istituto di diritto pubblico, sovraordinata alle altre banche, escludendo i finanziamenti diretti all'economia privata.

#### 4. Il ritorno all'oro e la crisi degli anni trenta

L'arco di tempo che va dalla prima guerra mondiale alla conclusione della seconda può riguardarsi come un unico lungo periodo di crisi. La guerra e fattori politici sconvolsero l'economia dei paesi industriali e i rapporti economici internazionali; a loro

volta questi sconvolgimenti prepararono il secondo conflitto mondiale.

I sistemi monetari nazionali e internazionali, fondati sul *gold-standard*, furono scardinati dalle spese belliche e dall'inflazione. Soltanto negli Stati Uniti rimase sempre operante il legame tra oro e biglietti; in Francia, in Germania e nel Regno Unito venne abbandonato durante la guerra. In Italia il legame formale era sospeso da tempo; cessò anche quello di fatto.

Il periodo successivo alla prima guerra mondiale è tormentato da fratture nel sistema dei cambi, moti inflazionistici acuti in alcuni paesi, grave instabilità finanziaria. Negli anni venti la politica economica e quella monetaria in particolare sono dominate dalla convinzione che fosse necessario ritornare al *gold-standard*, sia pure nella forma temperata del *gold-exchange standard* raccomandata dalla conferenza monetaria di Genova del 1922. Si riteneva che esistesse uno stretto nesso causale tra il disordine monetario e i problemi dell'economia e che la normalità potesse essere ricuperata con il ritorno all'oro.

Fu ampio e vivace il dibattito circa il livello al quale fissare le nuove parità. Gli Stati Uniti avevano sempre mantenuto la loro moneta ancorata all'oro. Il Regno Unito e l'Italia si sottoposero a una deflazione: il primo per ripristinare la parità prebellica, la seconda per annullare parte della svalutazione subita dalla lira negli anni precedenti. La Francia scelse di stabilizzare il valore del franco a un cambio leggermente sottovalutato. La Germania nel 1924 aveva rifondato il marco su base aurea; anche il Giappone, sia pure per un breve periodo, ristabilì il legame della moneta con il metallo.

Alla base della caduta di attività economica dell'inizio degli anni trenta si trova un complesso di fattori che affonda le radici negli eventi successivi al primo conflitto mondiale. Il ritorno generalizzato all'oro, in molti casi con cambi irrealistici, è tuttavia la causa di fondo di una deflazione forte su scala mondiale. Il ciclo involutivo si propagò attraverso il commercio internazionale. Su di esso si innestò una catena di crisi bancarie che ampliarono e accentuarono la caduta degli investimenti e della produzione.

Nei paesi dove ci si attenne più rigidamente alle parità auree – Stati Uniti, Francia e Italia – la diminu-

zione del prodotto industriale oscillò tra il 30 e il 45 per cento. Nel Regno Unito, in Giappone e nei Paesi Scandinavi, che negli anni trenta per primi uscirono dal sistema, la caduta dell'attività industriale fu meno grave.

In Italia il ritorno all'oro era stato attuato, alla fine del 1927, fissando il valore della lira a "quota 90", cioè a 90 lire per sterlina, a fronte di 120-130 lire, con punte di oltre 150, toccate nel biennio precedente.

Le voci dei grandi economisti, Fisher, Cassel, Hawtrey, soprattutto quella di Keynes nella *Riforma Monetaria* del 1923, che auspicavano una politica monetaria diversa dal semplice ripristino della convertibilità in oro, erano rimaste inascoltate. Fisher, Cassel e Hawtrey ritenevano che l'oro dovesse mantenere un ruolo importante nel sistema monetario, in modi però che consentissero di stabilizzare il livello generale dei prezzi. Keynes chiedeva esplicitamente l'abbandono del rapporto con l'oro e l'avvento di una moneta regolata dalle banche centrali, da volgere agli obiettivi della stabilizzazione dei prezzi e del prodotto.

Occorreranno le terribili conseguenze della grande crisi per tornare a riflettere su questi concetti.

La stretta interconnessione tra stabilità finanziaria e attività economica era di nuovo apparsa in tutta evidenza e le leggi bancarie degli anni trenta sono soprattutto rivolte all'obiettivo della stabilità del sistema bancario, degli intermediari e dei mercati finanziari.

I depositi bancari sono ora a pieno titolo considerati parte della moneta. La scuola di Chicago, preoccupata per le conseguenze delle variazioni nei depositi connesse con le crisi e al fine di attenuare le oscillazioni della massa monetaria, giunge alla proposta, estrema, di limitare l'attività delle banche commerciali e di imporre una riserva obbligatoria, in moneta della banca centrale, in misura pari al 100 per cento dei depositi.

## 5. Gli sviluppi negli ultimi decenni

Dopo la seconda guerra mondiale e fino all'inizio degli anni settanta il nuovo ordine monetario internazionale trova il suo paradigma nei cambi fissi, e nel

legame indiretto con l'oro sancito negli accordi di Bretton Woods. L'Italia aderì agli accordi all'inizio del 1947. Nello stesso anno si pose fine all'inflazione postbellica e si regolò di nuovo l'accesso del Tesoro al credito della Banca d'Italia, divenuto praticamente illimitato durante il fascismo.

Si afferma in tutti i paesi la funzione della politica di bilancio per la stabilizzazione del ciclo economico. Alla politica monetaria, fondata su una "moneta segno" avulsa concettualmente da qualsiasi riferimento al metallo e formata in gran parte dal passivo delle banche commerciali, viene assegnato un ruolo centrale nella determinazione dei tassi di interesse.

Nel filone di pensiero monetarista, che riprende la tradizione della scuola di Chicago, la politica monetaria ha essenzialmente l'obiettivo di controllare il livello dei prezzi. Si torna a porre l'enfasi sulla quantità di moneta anziché soltanto sui tassi di interesse. Attraverso aspri dibattiti accademici l'approccio quantitativo guadagna adesioni anche tra i responsabili della politica economica, soprattutto dopo le esperienze inflazionistiche degli anni settanta e la svolta di Volcker del 1979.

Negli assetti istituzionali e nelle visioni teoriche, gli istituti di emissione assumono pienamente il ruolo di banche centrali, deputate alla gestione della politica monetaria.

Con l'abolizione della convertibilità del dollaro in oro, nel 1971, si entra in un regime di moneta puramente fiduciaria anche a livello internazionale. I cambi divengono sostanzialmente flessibili; vengono rimossi i controlli sui movimenti di capitali. I sistemi monetari e finanziari, ognuno dei quali forma un tutto unico con la rispettiva banca centrale, si aprono con gradualità a una reciproca integrazione.

È la prima esperienza storica, su scala mondiale, di libera circolazione dei capitali tra sistemi monetari nei quali non esiste più un'ancora quantitativa costituita dal riferimento al metallo; l'offerta di moneta dipende ora completamente dalle politiche delle banche centrali e dal comportamento dei sistemi bancari.

Nell'attuale assetto del sistema monetario internazionale la libera circolazione dei capitali può comportare creazione di liquidità – da parte di un sistema finanziario, in risposta alla domanda proveniente da

un altro sistema economico – parzialmente avulsa dal controllo delle banche centrali. Contribuisce in tal senso lo sviluppo di mercati delle monete al di fuori dei confini del paese di riferimento. L'oscillazione dei cambi, generando incertezza, può limitare la circolazione dei fondi e pertanto questo tipo di creazione monetaria; tuttavia il sistema ha limiti poco cogenti all'espansione di moneta e incorpora una deriva inflazionistica.

## 6. L'attività di vigilanza e il valore della moneta

Nell'ambito di un dato sistema economico e istituzionale, la moneta della banca centrale è sicura, per legge, da rischi di insolvenza. Essa è lo standard di riferimento per i pagamenti all'interno dello Stato, e deve essere accettata come mezzo di estinzione delle obbligazioni. In un contesto internazionale riemerge il problema della sua accettabilità, in funzione delle riserve della banca centrale, della sua credibilità, della forza e della potenzialità economica del paese di cui la moneta è espressione.

Si pone il problema del contenuto di valore della moneta costituita dal passivo del sistema bancario, scambiabile senza limiti e con tasso di cambio unitario, con la moneta emessa dalla banca centrale.

Nei sistemi finanziari del secolo scorso, allorché il peso del bilancio dell'Istituto di emissione era predominante, la conversione dei depositi bancari in biglietti attraverso il sconto poteva avvenire in proporzione anche rilevante. In tale contesto l'Istituto di emissione era portatore di un interesse specifico alla qualità degli attivi delle banche.

Negli odierni sistemi finanziari, per quanto in genere la banca centrale sia la maggiore o una delle più grandi banche, il suo peso relativo è diminuito e si è fortemente ridotta la rilevanza empirica della sostituzione tra depositi e circolante. La validità di un sistema monetario riposa direttamente sulla qualità dell'attivo delle banche.

L'azione di vigilanza è volta a promuovere la solvibilità e la stabilità del sistema bancario, al fine di ridurre la necessità del ricorso alla banca centrale, di garantire la stessa banca centrale in caso di rifinanziamento, di tutelare i portatori della moneta bancaria.

Una visione analoga può in qualche misura estendersi a tutto il sistema finanziario e alle attività diverse dalla moneta e dalle passività del sistema creditizio. Tali attività sono costituite da obbligazioni di varie forme e scadenze e da titoli di credito emessi dallo Stato e dalle imprese. Non spetta alla banca centrale vigilare sui criteri di impiego dei fondi raccolti tramite questi strumenti, ma è indubbio che la validità e la conservazione nel tempo del valore di questi titoli, scambiabili in definitiva contro moneta, dipendono dalle attività economiche e produttive che gli stessi titoli finanziano in contropartita.

## 7. L'indipendenza della politica monetaria

Nel 1776 Adam Smith scriveva nella *Ricchezza delle Nazioni*: «The stability of the bank of England is equal to that of the British Government. ... It acts, not only as an ordinary bank, but as a great engine of state». E più oltre: «The commerce and industry of the country, however, it must be acknowledged, though they may be somewhat augmented, cannot be altogether so secure, when they are thus, as it were, suspended upon the Dædalian wings of paper money, as when they travel about upon the solid ground of gold and silver».

Il passo riflette l'origine degli istituti di emissione e la loro funzione essenziale nella creazione della ricchezza e nella mobilitazione delle risorse, ma solleva qualche dubbio sulla validità di una circolazione fiduciaria. Ricardo e soprattutto Thornton sono più sicuri dell'ottimalità di una tale circolazione. Keynes auspica il distacco dalle regole del sistema metallico e volge lo strumento monetario a obiettivi di stabilità dei prezzi, dell'attività economica e dell'occupazione.

Più di sei secoli or sono, intorno al 1370, Nicola Oresme, Vescovo di Lisieux, già consigliere del Re di Francia, nel suo *Traictie de la première invention des monnoies*, redatto prima in latino, poi da lui stesso tradotto in francese, scrive che la moneta deve essere emessa dal sovrano, o da un gruppo di uomini probi da lui designati, non a vantaggio del sovrano, bensì: *pro bono communitatis*, per il bene comune.

La moneta è un bene pubblico, da regolare in funzione dell'interesse generale. È questo, nella sua forma essenziale, il concetto di indipendenza nel governo della moneta.

Il distacco dall'oro, se da un lato ha sottratto il banchiere centrale a regole meccaniche e deterministiche, dall'altro ha accresciuto il rischio di usi distorti del potere di creare moneta. È opportuno allora affidare la gestione di questo potere a uomini diversi da quelli che presiedono alla spesa pubblica; uomini che abbiano la possibilità di operare in autonomia, in vista di obiettivi di interesse generale.

L'autonomia si può realizzare pienamente solo in un regime democratico. Essa tende a essere interpretata negli odierni sistemi istituzionali in primo luogo come indipendenza giuridica e amministrativa del banchiere centrale rispetto agli altri poteri dello Stato. In Italia la Costituzione repubblicana presuppone l'esistenza di un organismo che tuteli il risparmio. La Banca d'Italia ha di fatto costantemente goduto, anche per la sua origine storica, di autonomia per quanto riguarda le nomine degli organi direttivi.

Nella politica di regolazione della liquidità, attraverso tutte le ordinarie operazioni attive e passive, previste nello Statuto, e per quanto riguarda i tassi di mercato, a partire dagli anni settanta l'autonomia si è progressivamente consolidata; è divenuta completa nella seconda metà degli anni ottanta.

Grazie alla lungimiranza dei Parlamenti e dei Governi, sotto lo stimolo proveniente da esempi di altri paesi e a seguito degli impegni assunti in campo europeo, dal 1992 è stata sancita la piena libertà per la Banca d'Italia anche nella manovra dei tassi ufficiali; fino ad allora questa era decisa dal Ministro del Tesoro. Nello scorso novembre, è stato eliminato qualsiasi obbligo di finanziamento al Tesoro e si è data facoltà alla Banca di determinare aliquote e remunerazione delle riserve obbligatorie.

Autonomia e indipendenza non significano arbitrio; in primo luogo nella fissazione degli obiettivi. Gli obiettivi macroeconomici perseguiti dalla banca centrale si raccordano con quelli stabiliti per la comunità nazionale dal Parlamento e dal Governo, condivisi dai cittadini.

Seguendo una lunga tradizione, basata sull'analisi teorica e sull'esperienza empirica, è profondo con-

vincimento della Banca d'Italia che la difesa del valore della moneta riposa, oltre che sulla corretta gestione monetaria, sul concorso di altre politiche. Questa posizione è stata riaffermata nelle Considerazioni finali del 1982, come auspicio di una "costituzione monetaria".

La stabilità dell'economia è strettamente connessa con quella del sistema finanziario; la vigilanza sul sistema bancario è volta a preservare la qualità degli attivi bancari e il valore di quella moneta.

Alla difesa del metro monetario contribuisce in misura determinante il controllo della spesa e del disavanzo pubblico. Questi non debbono pesare eccessivamente sull'utilizzo delle risorse né distorcerne l'allocazione; debbono contribuire al volume e alla qualità del capitale fisso accumulato nell'economia e quindi alla produttività globale del sistema.

Nelle moderne economie industriali una appropriata politica dei redditi è essenziale per il mantenimento della stabilità dei prezzi, senza eccessivi costi in termini di attività economica. L'efficacia di tale politica è stata sperimentata in Italia nel corso dell'ultimo anno, pur in presenza di una forte perdita di valore esterno della moneta.

Signor Presidente della Repubblica, illustri Ospiti, Signore e Signori,

obiettivo ultimo dell'azione di politica monetaria, al pari di quanto avviene per le altre componenti della politica economica, è il massimo benessere della società, compatibilmente con le risorse di cui l'economia dispone.

La stabilità monetaria è parte costitutiva ed essenziale di tale benessere. L'inflazione altera la distribuzione del reddito, distorce l'impiego delle risorse e abbassa l'efficienza del sistema.

La difesa del potere d'acquisto viene perseguita in primo luogo tramite la politica monetaria.

Politica monetaria, politica fiscale, politica dei redditi possono e debbono ricercare congiuntamente obiettivi di stabilità, crescita dell'economia, piena occupazione delle risorse, in primo luogo del capitale

umano. Tutte queste politiche influiscono direttamente e indirettamente su ognuno degli obiettivi; congiuntamente l'efficacia della loro azione è massima.

L'inflazione strisciante, dalla quale sono afflitte molte delle economie dei paesi più industrializzati, in particolare quella del nostro paese, va affrontata, oltre che attraverso le politiche macroeconomiche, con il miglioramento della qualità della spesa pubblica, con l'equità nella riscossione delle imposte, con una corretta distribuzione del credito, con l'efficienza nella produzione di beni e servizi nel settore privato.

La difesa della moneta richiede competitività nel commercio internazionale, ma altresì prospettive di crescita e stabilità dell'economia nel suo complesso. Il risparmio che affluisce dall'estero, il mantenimento nel sistema del risparmio che si forma all'interno possono trovare la loro remunerazione globale solo in relazione alle prospettive di crescita costante e ordinata dell'economia. La remunerazione del capitale presuppone lo sviluppo.

L'apertura dei sistemi finanziari, l'elevata circolazione, tra sistemi monetari diversi di capitali soprattutto a breve termine, la nascita di mercati delle monete svincolati dai sistemi nazionali pongono problemi nuovi per le banche centrali.

È necessario che le politiche monetarie nazionali siano volte a obiettivi interni di crescita e stabilità coerenti con quelli degli altri paesi. La coerenza va ricercata, in Europa, in obiettivi di sviluppo, senza inflazione, che permettano un parallelo progresso delle diverse economie, nel segno della stabilità.

L'attività nell'ambito dell'Istituto monetario europeo potrà svolgere un ruolo essenziale nel promuovere, all'interno del più vasto sistema dei paesi industriali un'area di stabilità monetaria derivante dall'ordinata evoluzione delle economie di ognuno dei paesi partecipanti e di quella del sistema nel suo complesso.

La Banca d'Italia al compiersi di questo primo secolo di vita ha voluto guardare, con l'occhio critico di autorevoli studiosi, alla sua storia e al suo progressivo

sviluppo fino all'attuale assetto di moderna banca centrale. Lo ha fatto per riflettere sul cammino percorso, sulle correzioni apportate nel tempo al suo operare, sul contributo dato alla crescita della comunità nazionale.

L'attività svolta e i risultati raggiunti sono merito di tutti coloro che hanno operato nell'Istituto; in primo luogo degli uomini che in circostanze diverse e talora difficili della sua storia lo hanno guidato, con au-

torità, con perizia, senza altro obiettivo che non fosse quello dell'interesse generale.

Gli anni a venire saranno non meno impegnativi. La Banca d'Italia, in tutte le sue espressioni operative del centro e delle filiali, con tutto il personale di ogni ordine e grado, nella motivazione dei suoi vertici, a fianco degli organi dello Stato e degli altri centri di decisione della politica economica, rimane impegnata, anche per il futuro, al servizio del progresso economico e civile del nostro paese.

## Il mercato dei titoli di Stato italiani, oggi

*Intervento del dr. Tommaso Padoa-Schioppa, Vice Direttore Generale della Banca d'Italia, alla Tavola rotonda su: Strumenti derivati, il contributo all'efficienza dei mercati, organizzata dal Comitato di gestione del mercato secondario dei titoli di Stato e dalla Cassa di risparmio delle provincie lombarde*

*Milano, 13 gennaio 1994*

### I. Introduzione

1. Nella teoria economica un mercato è detto "completo" quando è possibile scambiare un dato bene in ciascuna delle possibili contingenze future; esso è liquido quando l'insieme dei costi di negoziazione, anche per ammontari rilevanti, è contenuto. Completezza e liquidità rafforzano la funzione allocativa del mercato, favorendo una migliore distribuzione delle risorse. In questo senso fondamentale il Mercato italiano *futures* (MIF) e il Mercato dei titoli di Stato (MTS) costituiscono un solo mercato: perché su entrambi vengono conclusi contratti riferiti ai medesimi valori mobiliari e perché gli strumenti derivati scambiati sul MIF (*futures* e, in tempi ravvicinati, le opzioni) favoriscono la liquidità e il completamento del mercato sottostante.

Vorrei cogliere l'occasione di questa tavola rotonda, che si svolge dopo poco più di un anno dall'avvio delle contrattazioni sui *futures*, per fare il punto sul mercato dei titoli di Stato italiani, non solo a termine, ma anche a pronti.

Alcuni dei problemi che affrontano i due mercati sono comuni e sono evidenziati dalla recente perdita di importanza relativa da essi subita, anche per effetto del crescente interesse degli investitori esteri per i titoli italiani. Altri problemi sono posti in luce dall'esperienza operativa acquisita in cinque anni di funzionamento dell'MTS e in un anno del MIF. Altri ancora attengono al mutare del contesto istituzionale nel quale i due mercati operano, soprattutto nel campo dei rapporti finanziari tra il Tesoro e la Banca d'Italia. In ogni caso occorre assicurare che le strutture del

mercato tengano il passo con le esigenze degli investitori, degli emittenti, della Banca centrale; e ciò deve avvenire nella consapevolezza che la concorrenza dei mercati esteri è ormai un dato di fatto.

### II. Successo e delocalizzazione

2. L'Italia si è avviata a creare un mercato dei prodotti derivati con ritardo rispetto agli altri paesi industriali, un ritardo che riflette il minor grado di sviluppo del nostro sistema finanziario rispetto a quello raggiunto dal settore reale dell'economia. Tra le condizioni economiche per l'avvio di un mercato *futures* che si sono realizzate solo negli anni più recenti possiamo annoverare: lo sviluppo di un mercato a pronti organizzato, ottenuto con la creazione dell'MTS nel 1988 e col suo raggiungimento, tre anni più tardi, di un volume di scambi consistente; l'adozione della tecnica di riapertura delle aste dei titoli pubblici, che ha consentito di diminuire il numero delle emissioni e di aumentare lo spessore del mercato secondario; l'emissione regolare di titoli lunghi a tasso fisso, i BTP decennali, avvenuta a partire dal marzo 1991. Realizzati questi presupposti, il MIF è stato creato in tempi brevi e ha avuto un avvio molto positivo, considerato anche il difficilissimo momento nel quale è avvenuto.

3. Il prossimo passo sarà la quotazione di opzioni sul MIF che metterà il nostro mercato in linea con quelli più evoluti quanto a strumenti disponibili e che consentirà di estendere il disegno avviato nel 1988

con la creazione dell'MTS. Caratteristiche salienti del costituendo mercato delle opzioni sono il mantenimento delle medesime categorie di operatori previste per i *futures*, fatto salvo il principio che, date le diverse professionalità necessarie, gli operatori principali in *futures* non saranno obbligati a fare quotazioni sulle opzioni e viceversa; la scelta del *future* quale attività sottostante; e l'utilizzo di *softwares* che consentiranno il ricalcolo automatico, in base all'andamento del mercato sottostante, del prezzo delle opzioni, che faciliterà l'attività di *market making*. L'avvio del mercato dovrebbe avvenire in tempi brevi ed è stato rimandato di qualche settimana per permettere la messa a punto degli aspetti normativi riguardanti il mercato a pronti e quello a termine.

Un segmento del mercato finanziario italiano che non ha ancora raggiunto un sufficiente grado di sviluppo e sul quale si deve ora concentrare l'attenzione è, infine, quello dei titoli obbligazionari *privati*, per ampliare le fonti di finanziamento delle imprese e per avviare risparmio verso il settore produttivo. Date le analogie esistenti, l'MTS può fornire utili elementi per l'organizzazione di un efficiente mercato dei titoli privati, da realizzare utilizzando le aperture consentite dalla normativa vigente.

4. Il *future* può essere visto come l'invenzione tecnica che ha permesso, in concreto, lo sviluppo del mercato a termine, portando in esso le caratteristiche di sicurezza, liquidità, efficienza, proprie di un mercato a pronti. L'opzione consente di creare un numero potenzialmente infinito di pacchetti di attività dalle diverse caratteristiche finanziarie, fornendo così un contributo importante al completamento dei mercati.

Da un punto di vista operativo, l'MTS e il MIF risultano strettamente legati da operazioni di arbitraggio e la loro complementarità trova riflesso nella possibilità di combinare con grande flessibilità ed economicità BTP, *futures* e opzioni per ottenere i profili di rischio e rendimento desiderati. In particolare, vendendo il *future* si può immunizzare parzialmente o totalmente un portafoglio dagli effetti di variazioni dei tassi di interesse; le opzioni consentono strategie più complesse tra cui quelle che modificano la con-

vessità del portafoglio, data dalla curvatura della relazione tra prezzo e rendimento.

L'unitarietà del mercato a pronti e a termine trova in Italia un supporto normativo nella disciplina di un unico Comitato di gestione responsabile per entrambi; e trova un supporto tecnico nell'utilizzo, per le contrattazioni, di uno stesso circuito telematico, assicurato dalla SIA. Questa unitarietà ci distingue dalle principali realtà estere dove gli scambi a pronti e a termine si svolgono su mercati diversi, e può costituire un punto di forza del nostro mercato.

5. Un bilancio dell'MTS e del MIF deve partire dai dati relativi agli scambi e al numero degli operatori, dai quali emerge un quadro sicuramente positivo. Per l'MTS, l'avvio è stato piuttosto lento. Nel 1988 e nel 1989 gli scambi medi giornalieri ammontavano a solo 300 miliardi di lire; gli stessi hanno cominciato a crescere a partire dal 1990, raggiungendo circa 8.000 miliardi nel 1993. Il MIF ha invece avuto un avvio più brillante (quasi 2.000 miliardi di lire per i decennali nel quarto trimestre del 1992) ma la sua crescita è stata poi meno forte; gli scambi hanno superato i 3.000 miliardi nell'ultimo trimestre 1993. Il *future* sui BTP quinquennali ha avuto un discreto successo, ma i volumi trattati sono rimasti pressoché invariati durante tutto il periodo di quotazione. La partecipazione ai mercati è altresì ampia: gli operatori dell'MTS sono quasi 300 mentre quelli del MIF sono circa la metà.

6. I risultati raggiunti possono dirsi indubbiamente positivi se pensiamo alla situazione degli scambi precedente il 1988. Abbiamo sottolineato altre volte quanto lo sviluppo dell'MTS e del MIF abbia contribuito a migliorare la gestione del debito pubblico e a ridurre il condizionamento che questo esercita sulla politica monetaria. Non mi soffermerò oggi su questi punti.

Vorrei invece osservare che, quando si consideri l'andamento degli scambi al di fuori dei nostri mercati, la soddisfazione si attenua. La forte crescita degli scambi avvenuta lo scorso anno si è in larga misura collocata fuori dell'MTS. Spesso ne sono stati protagonisti operatori esteri, attivi sulla piazza di Londra.

Gli scambi si sono svolti su un circuito telefonico bilaterale, *over the counter*, con l'intervento di *brokers*. Il loro importo medio (normalmente oltre i 20 miliardi) è risultato molto più elevato di quello dell'MTS. Una stima dell'importanza del mercato OTC (*over the counter*) è molto difficile, ma si ritiene che il volume degli scambi svolti su di esso sia diventato circa pari a quello dell'MTS. Per i titoli guida, l'MTS esprime un buon grado di liquidità ma nemmeno per essi consente di realizzare operazioni di importo elevato a condizioni di mercato e con rapidità. Per gli altri titoli, l'MTS – come del resto gli analoghi mercati di altri paesi – non esprime un significativo grado di liquidità neanche per operazioni di cinque miliardi e gli *spreads* risultano talvolta superiori ai cento punti base. Scambi consistenti su alcuni titoli si svolgono tuttavia spesso al di fuori del mercato.

Una delocalizzazione è avvenuta anche per i *futures*. Nel corso del 1993 gli scambi sul LIFFE sono cresciuti molto più rapidamente che sul MIF e la quota del nostro mercato è scesa progressivamente, attestandosi attorno a un terzo del totale. Un andamento simile si è avuto anche per l'*open interest*.

La disintermediazione è avvenuta in modi differenti: per il mercato a pronti, a favore di un mercato non organizzato, per i derivati a favore di un mercato ufficiale dalle caratteristiche simili.

### III. Linee di riforma

7. Il problema della disintermediazione va affrontato. Il Tesoro e la Banca d'Italia stanno completando l'approfondimento, avviato da tempo con il contributo degli operatori, delle sue cause. Saranno varate misure intese a migliorare il funzionamento dei due mercati.

L'analisi condotta suggerisce, per l'MTS, alcune considerazioni. In primo luogo il mercato OTC ha beneficiato, rispetto all'MTS, dell'esenzione dall'imposta di bollo per i contratti stipulati con operatori non residenti in quanto questo ha creato un incentivo, per i soggetti italiani, a negoziare con operatori esteri, dando talvolta vita a operazioni triangolari. Questo

svantaggio è stato parzialmente rimosso alla fine di dicembre, quando il decreto legge fiscale di fine anno ha abolito l'imposta di bollo per i contratti stipulati nei mercati regolamentati. Da questa abolizione dovrebbe derivare un riflusso di scambi verso l'MTS.

Un'altra riforma adottata nell'ambito dello stesso decreto, che può avere un effetto positivo sul mercato, riguarda la modifica della normativa fiscale sui sistemi di valutazione delle giacenze di titoli. Questa modifica non avvantaggia direttamente l'MTS, ma aumenta la flessibilità operativa dei soggetti italiani.

8. Un secondo e più importante ordine di considerazioni riguarda la scelta dei partecipanti al mercato. La crescita recente degli scambi è indubbiamente legata al crescente interesse di operatori esteri ai titoli di Stato italiani. Si tratta di operatori con forte qualificazione professionale, consolidata esperienza in mercati più sviluppati del nostro, abituati a operare con continuità, indipendentemente dal "momento" del mercato, dotati di notevole capacità di collocamento, organizzati al loro interno in forme che favoriscono l'iniziativa del *trader*. Lo svilupparsi, da parte di siffatti operatori, di un crescente interesse per i titoli italiani ha giovato non poco al sistema complessivo degli scambi di questi titoli, al mercato in senso lato del debito pubblico; ma di quel suo segmento che è l'MTS ha anche contribuito a metterne in luce le carenze. Sull'accesso diretto di operatori esteri all'MTS occorre ormai interrogarsi senza pregiudizi: la partecipazione al mercato va vista non come un gioco a somma nulla, ma in funzione dell'obiettivo di rendere più efficiente il mercato stesso.

9. Un terzo ordine di considerazioni riguarda il sistema degli obblighi e dei privilegi degli operatori principali. Non c'è dubbio che in alcuni di loro abbia prevalso una linea minimalista: proposte di importi mai superiori al minimo di 5 miliardi, *spreads* tanto ampi da rendere puramente figurativo l'impegno di partecipazione attiva al mercato, assenza di iniziative per gran parte del listino. Anche su queste carenze sono fioriti gli scambi OTC sull'interno, promossi da mediatori capaci di costituire una propria clientela e di mettere le informazioni acquisite da essa al servizio della loro capacità di fare prezzi.

Il sistema di obblighi e privilegi istituito nel 1988 aveva l'intendimento di cogliere atteggiamenti operativi e di riconoscere capacità ed esigenze proprie di chi è davvero "facitore del mercato". Sulla coerenza tra le attuali regole di partecipazione e quell'intendimento l'esperienza non positiva del 1993 impone una riflessione nuova.

10. Per rafforzare il mercato italiano occorrerà, infine, istituire dispositivi che assicurino la liquidazione delle operazioni svolte sull'MTS e dar forma a un mercato del "prestito titoli" che consenta l'assunzione di posizioni scoperte, agevolando così l'attività di *market making*.

11. Se passiamo a considerare i problemi del mercato dei *futures* vediamo che essi presentano alcune analogie con quelli dell'MTS. Utili elementi per un rilancio del MIF potranno perciò essere tratti dagli approfondimenti in corso sul mercato a pronti. In particolare, anche il MIF potrebbe trarre vantaggio dall'accesso di operatori esteri. Per quanto riguarda la liquidità e lo spessore del mercato, gli *spreads* denaro-lettera appaiono generalmente abbastanza stretti. Oltre che dalle proposte formulate dagli operatori principali, un contributo alla liquidità del mercato proviene dagli ordini immessi per conto terzi, che sono tuttavia spesso di importo unitario limitato. Il MIF consente così di eseguire a buone condizioni soprattutto operazioni medio-piccole. Rispetto al LIFFE, un vantaggio del mercato italiano *futures* deriva dalla sua maggior trasparenza e dalla possibilità di ricavare, dalle pagine contenenti le cinque migliori proposte, le curve di domanda e di offerta del mercato. Il punto di forza del LIFFE è il suo spessore, che consente di realizzare a condizioni migliori le transazioni di importo maggiore.

12. Da un'analisi delle operazioni svolte sul MIF per conto proprio e per conto terzi emerge la forte crescita di quelle per conto della clientela, sia in volume complessivo sia come quota di mercato. Nel mese di dicembre le operazioni per conto terzi, che in gennaio rappresentavano meno del 30 per cento del mercato, erano infatti pari a oltre il 40 per cento del totale. Questo è sicuramente un aspetto positivo in

quanto lo sviluppo del MIF può trarre alimento dall'allargamento del numero dei partecipanti. Alcuni operatori istituzionali che detengono ampi portafogli di titoli di Stato non sembrano invece sfruttare appieno le potenzialità offerte dai *futures*. In questo quadro, vanno senz'altro viste con favore tutte quelle attività condotte dal Comitato di gestione e dagli aderenti al mercato che sono volte a diffondere la conoscenza e l'uso degli strumenti derivati. Le operazioni per conto proprio hanno invece evidenziato una minor dinamica e, in alcuni periodi, addirittura una flessione.

Una possibile interpretazione del diverso andamento dei due mercati è che, nel corso del 1993, il LIFFE ha beneficiato del forte e crescente interesse degli operatori esteri per i titoli di Stato italiani. A sua volta, il conseguente aumento della liquidità ha attirato crescenti ordini anche dall'Italia; è un processo che si autoalimenta e che può impoverire il nostro mercato.

Il fenomeno della minor crescita del MIF rispetto al mercato di Londra dovrà essere approfondito nelle sedi competenti; contributi al rilancio del mercato italiano potranno provenire da misure, quali quelle all'esame del Comitato di gestione, che contemplano l'attivazione di una sessione di negoziazione su base volontaria dopo l'orario di chiusura del mercato e l'arricchimento delle funzionalità del sistema telematico.

#### IV. Esperienze estere

13. Nel riflettere sulle misure da prendere per accrescere l'efficienza del mercato a pronti è utile guardare all'esperienza di altri paesi. Come da noi, anche nei maggiori paesi industriali le autorità monetarie hanno ritenuto utile avere un gruppo di *market makers* che assicuri spessore e liquidità al mercato. A loro è attribuito un insieme di oneri e privilegi che riguardano, pur con diversa enfasi, oltre al mercato secondario, anche il mercato primario e i rapporti con le autorità monetarie. In quest'ultimo ambito rientra la consultazione periodica sull'assetto e il funzionamento del mercato primario e secondario, nonché la

possibilità di diventare controparti in operazioni di mercato aperto svolte dalla banca centrale. Negli Stati Uniti, nel Regno Unito e in Canada i *market makers* sono selezionati dalla banca centrale in considerazione del ruolo svolto dal mercato ai fini della conduzione della politica monetaria. In Francia una maggior enfasi viene posta sul primario e gli *spécialistes en valeurs du Trésor* sono selezionati dal Ministero dell'Economia.

14. L'esperienza di altri paesi fornisce due ulteriori spunti. Il primo è che i mercati esteri dei titoli pubblici sono essenzialmente circuiti di informazione, tramite i quali i soggetti abilitati diffondono le condizioni alle quali sono disposti a operare; non sono circuiti di operazione. Gli scambi avvengono al di fuori del circuito usato per le quotazioni e vengono conclusi con trattative bilaterali. L'MTS, invece, è un circuito a un tempo di informazione e di operazione, che consente anche la conclusione dei contratti. Questa caratteristica presenta sicuramente pregi, quali la maggior trasparenza e la possibilità di automatizzare le operazioni di *back office*, ma anche rigidità in quanto non rende possibili trattative e perché non è gradita agli operatori riluttanti a pubblicizzare la loro volontà di effettuare operazioni di importo molto elevato.

15. Il secondo aspetto attiene alla figura degli operatori principali. All'estero, i *primary* godono di autonomia gestionale e contabile rispetto all'istituto di appartenenza e detengono consistenti portafogli di titoli per negoziazione, il che aumenta la flessibilità operativa e stimola una elevata professionalità. In Italia, l'attività in titoli del *trader* è fortemente condizionata dalla struttura di aziende che non hanno assunto, quale indirizzo organizzativo e strategico, la gestione del rischio di mercato come fonte di reddito. Il più delle volte si tratta di strutture bancarie costruite per la gestione del rischio di credito, che di fronte al rischio di mercato appaiono lente di riflessi, inclini più a penalizzare l'errore che a premiare il successo. Un pieno sviluppo del mercato italiano si avrà soltanto quando la figura del *trader* verrà pienamente tutelata e riconosciuta, sia pure entro una cornice di regole operative e deontologiche ferree.

16. Gli sforzi per rilanciare l'MTS e il MIF hanno la massima importanza. Questi due mercati sono e devono rimanere i mercati "ufficiali", quelli a cui gli operatori, il Tesoro, la Banca d'Italia fanno principale riferimento; quelli che assicurano capacità segnaletica, trasparenza e sicurezza elevate per l'intero sistema degli scambi. Sono importanti anche come industria del Paese perché, come disse la Banca d'Italia pochi anni orsono, "un mercato non è semplicemente un luogo di scambio, bensì una struttura che produce servizi, quindi reddito e occupazione; un'industria, che incorpora conoscenze tecniche, prassi di lavoro, capacità professionali, meglio rispondenti alle esigenze del sistema economico nel quale e per il quale si sono formate".

Ma non sarebbe realistico mirare a concentrare tutti gli scambi sull'MTS e sul MIF. Una parte delle transazioni in titoli di Stato continuerà a svolgersi al di fuori di essi e ciò deve essere considerato non come un malfunzionamento del nostro mercato, ma come la caratteristica fisiologica di un sistema complesso. Il mercato OTC potrebbe continuare a essere più idoneo per transazioni di importo unitario molto elevato, in cui la ricerca di una controparte è più laboriosa e la sua diretta conoscenza essenziale. Analogamente, la contiguità con altri mercati rilevanti (per emittenti sovrani in valute diverse dalla lira, per investitori istituzionali con portafogli altamente diversificati, ecc.) continuerà a giustificare l'esistenza di un mercato di attività italiane a Londra o su altre piazze internazionali. Ancora, le operazioni di piccolo importo continueranno probabilmente a svolgersi in Borsa. L'MTS va visto come uno dei comparti, il comparto principale, di un mercato più ampio.

Non deve dunque destare stupore né disappunto che una quota degli scambi di titoli di Stato e di *futures* continui a svolgersi al di fuori dell'MTS e del MIF, in comparti con vocazione e funzione diverse; né che la Banca centrale operi, se la politica monetaria lo richiede, anche in questi altri comparti. Adoperarsi affinché l'MTS e il MIF svolgano al meglio la propria funzione non significa assegnare loro, tanto meno assegnare per decreto, un ruolo esclusivo. Significa adoperarsi perché quella parte, molto cospicua, del mercato si esprima al meglio, catturando la quota degli scambi che naturalmente le compete.

## V. Il Tesoro e la Banca d'Italia

17. Conviene ora interrogarsi sulla natura dell'interesse che la Banca centrale e il Tesoro rispettivamente portano al mercato dei titoli pubblici. L'azione volta a migliorarne il funzionamento si colloca, infatti, in un sistema di rapporti tra la Banca centrale e il Tesoro che è profondamente mutato.

La nuova legge sul conto corrente di Tesoreria ha posto fine all'utilizzo di questo come linea di credito della Banca d'Italia al Tesoro. Il Trattato di Maastricht ha fatto cessare la possibilità, per la Banca d'Italia, di essere acquirente di titoli pubblici sul mercato primario. È così giunto a compimento un lungo processo evolutivo per effetto del quale la Banca centrale, che aveva cessato nella prima metà del secolo di essere diretta finanziatrice dell'economia, ha gradualmente cessato, nell'ultimo cinquantennio, anche di essere diretta finanziatrice del Tesoro, limitandosi, nei confronti di esso, alla funzione di agente operativo nei pagamenti e negli interventi.

Tra la Banca centrale e il Tesoro vi è ormai il diaframma essenziale del mercato del debito pubblico; essenziale per il finanziamento del Tesoro; essenziale per la condotta della politica monetaria. Per il Tesoro lo sviluppo del mercato secondario e l'attivo impegno degli operatori principali sono indispensabili per favorire il collocamento, al minimo costo, dei titoli pubblici. Per la Banca, che si affida ormai solo a metodi indiretti nella conduzione della politica monetaria, mercati sviluppati ed efficienti sono una condizione vitale per poter condurre le operazioni di mercato aperto con cui viene regolata la base monetaria. L'attenzione della Banca è maggiormente rivolta al secondario, quella del Tesoro è prevalentemente diretta al primario; ma si tratta di due componenti di un unico mercato.

La Banca è un operatore del mercato, che interviene con le stesse regole degli altri operatori, ma per i fini di politica monetaria che le sono propri. La Banca ha così una percezione diretta e continua della situazione del mercato che le è utile non solo quale Banca centrale ma anche quale consulente del Tesoro per la regolamentazione del mercato stesso e per le decisioni sulle emissioni.

18. L'importanza, per la Banca centrale, di un efficiente mercato a pronti dei titoli di Stato è di immediata comprensione. Meno ovvio è l'interesse per lo sviluppo di un mercato dei *futures*, una questione che ha formato oggetto di dibattiti anche recenti. Esso merita qui un breve commento.

La Banca d'Italia ha ripetutamente espresso una posizione favorevole allo sviluppo di mercati di strumenti derivati; e ha svolto una funzione non marginale nel promuoverne l'avvio. Questo interesse trova spiegazione innanzitutto negli effetti positivi della presenza di *futures* sul mercato a pronti, effetti nascenti dallo stretto legame esistente tra i due mercati. In particolare, la possibilità di effettuare operazioni di arbitraggio fa aumentare gli scambi e la liquidità sul mercato a pronti. Inoltre, rispetto all'MTS, dove vengono quotati molti titoli, sul *future* gli scambi sono più frequenti e il mercato è più liquido e spesso.

Per sua natura, il *future* riflette con leggero anticipo, rispetto al mercato a pronti, cambiamenti delle aspettative: è perciò un indicatore molto sensibile delle tendenze del mercato, indicatore sul quale si concentra l'attenzione degli operatori. Uno dei vantaggi principali derivanti dalla creazione di *futures* è pertanto quello di migliorare il contenuto informativo del mercato dei titoli di Stato nel suo complesso. Questo giova a tutti gli operatori, che possono così disporre con facilità e tempestività di informazioni sull'andamento dei prezzi.

Una conferma degli effetti positivi del mercato dei *futures* sul secondario si è avuta nel periodo precedente al lancio del MIF nel quale i *futures* sui BTP venivano quotati solo sul LIFFE. Nei giorni in cui il LIFFE era chiuso e in Italia l'MTS operava, gli *spreads* denaro-lettera su questo mercato si sono ampliati notevolmente proprio perché agli operatori veniva a mancare la guida del *future*. In quei giorni diminuivano altresì gli scambi, probabilmente anche a causa dell'assenza di operazioni di arbitraggio tra mercato a pronti e a termine.

19. La Banca d'Italia ha dunque interesse a che il mercato dei *futures* esista, sia efficiente e sviluppato. Essa è chiamata a porsi il problema se, come, e quando su questo mercato debba anche effettuare in-

terventi. Tempestivi interventi sul mercato *futures* possono orientare il mercato nel momento in cui si verificano mutamenti nelle aspettative, rafforzando così gli effetti delle operazioni svolte sul mercato a pronti. Interventi sul mercato a pronti comportano creazione o distruzione di base monetaria, mentre quelli in *futures*, per il fatto di venire normalmente chiusi prima della scadenza, non hanno generalmente questo effetto, salvo per quanto riguarda i modesti importi relativi ai margini di variazione. L'anonimato dell'intervento sul MIF permette inoltre di evitare, quando lo si voglia, l'effetto di annuncio delle operazioni compiute.

In linea di fatto, nei 16 mesi di operatività del MIF, la Banca d'Italia è intervenuta, ma solo in qualche momento di particolare incertezza, quando i prezzi risultavano palesemente fuori linea rispetto alle condizioni fondamentali del mercato.

La pratica di intervenire sui mercati a termine ha, nella storia della Banca d'Italia, antecedenti che risalgono agli anni venti, anche se si riferiscono al mercato dei cambi e non a quello del debito pubblico. Allora, gli interventi sui pronti vennero integrati con operazioni di *swap* al fine di contrastare le pressioni sulla lira attraverso un uso parsimonioso delle riserve. Nelle parole di Volpi, Ministro delle Finanze, "l'assunzione di larghissimi riporti di lire" si era rivelata,

nel 1926, il mezzo più efficace di controllo del mercato dei cambi.

## VI. Conclusione

20. Filo conduttore di queste considerazioni sono stati i problemi posti, all'MTS e al MIF, dall'internazionalizzazione del debito pubblico italiano, dalla crescente attività di operatori esteri, dal mutare dei rapporti istituzionali tra il Tesoro e la Banca d'Italia. L'impegno che sta dinnanzi a noi è di continuare lungo la strada intrapresa nel 1988 con la creazione dell'MTS, confermata nel 1992 con l'avvio del MIF, di dotare il nostro paese di un mercato efficiente dei titoli emessi dallo Stato. Ciò significa, oggi, adottare articolate misure per rafforzare strutture e regole di mercato che hanno dato buona prova ma che hanno anche mostrato, nel 1993, segni di debolezza.

Poiché il sistema finanziario è una realtà in rapidissima evoluzione, dove la concorrenza tra mercati è particolarmente agguerrita, il processo di identificazione dei problemi e di ammodernamento delle strutture dev'essere continuo. Le misure che verranno prese prossimamente andranno viste come momento di una evoluzione; la loro efficacia andrà valutata alla luce delle mutevoli esigenze degli operatori.

# Appendice

## Serie statistiche

### Congiuntura estera

- Tav. a1 — Prodotto lordo, prezzi impliciti e bilance dei pagamenti 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-UE
  - » 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'opinione Isco
  - » a15 — Forze di lavoro, occupazione e disoccupazione
  - » a16 — Prezzi dei grossisti e al consumo
  - » a17 — Bilancia dei pagamenti
  - » 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 del settore statale
  - » a22 — Base monetaria (*variazioni*)
  - » a23 — Base monetaria (*consistenze*)
  - » a24 — Base monetaria e operazioni della Banca d'Italia: medie di dati giornalieri
  - » a25 — Operazioni in titoli di Stato di BI-UIC
  - » a26 — Aste dei Buoni ordinari del Tesoro
  - » a27 — Acquisti pronti contro termine da parte della Banca d'Italia
  - » a28 — Finanziamento delle sottoscrizioni alle aste dei BOT da parte della Banca d'Italia
  - » a29 — Operazioni pronti contro termine in valuta della Banca d'Italia
  - » a30 — Tassi ufficiali
  - » a31 — Tassi d'interesse
  - » a32 — Tassi d'interesse bancari a breve termine
  - » a33 — Principali voci di situazione delle aziende di credito
  - » a34 — Principali voci di situazione degli istituti di credito speciale
  - » a35 — Impieghi per branche di attività economica
  - » a36 — Fondi comuni mobiliari di diritto italiano: portafoglio titoli e patrimonio netto
  - » a37 — Attività di gestione patrimoniale
  - » a38 — Emissioni nette di valori mobiliari
  - » a39 — Condizioni di emissione di BTP, CCT e CTE
  - » a40 — Mercato mobiliare: rendimenti attesi e indici di capitalizzazione
  - » a41 — Moneta
  - » a42 — Attività liquide
  - » a43 — Attività finanziarie
  - » a44 — Credito
  - » a45 — Moneta (M2) e contropartite

## **AVVERTENZE**

Le elaborazioni, salvo diversa indicazione, sono eseguite dalla Banca d'Italia.

Segni convenzionali:

- quando il fenomeno non esiste;
- .... 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.

Le Note metodologiche alle tavole sono riportate alle pagg. 57a-62a.

## Prodotto lordo, prezzi impliciti e bilance dei pagamenti correnti

PERIODO	Stati Uniti	Giappone	Germania	Francia	Regno Unito	Italia	Canada
<b>Prodotto lordo reale</b> (variazioni percentuali sul periodo precedente; dati destagionalizzati)							
1988 .....	3,9	6,3	3,5	4,5	5,0	4,1	5,0
1989 .....	2,5	4,8	4,2	4,3	2,2	2,9	2,4
1990 .....	1,2	4,8	5,7	2,5	0,4	2,1	-0,2
1991 .....	-0,7	4,3	4,3	0,7	-2,2	1,3	-1,7
1992 .....	2,6	1,4	0,6	1,4	-0,5	0,9	0,7
1993 .....	(2,9)	....	....	....	(2,1)	....	....
1992 - III trim .....	0,8	-0,1	-0,9	0,1	0,4	-0,5	0,1
IV " .....	1,4	-0,1	-0,7	-0,4	0,3	-0,5	0,7
1993 - I trim. ....	0,2	0,8	-2,0	-0,7	0,6	-0,2	0,8
II " .....	0,5	-0,7	1,2	0,1	0,7	0,7	0,9
III " .....	0,7	0,4	-0,1	0,3	0,7	-0,5	0,6
IV " .....	(1,4)	....	....	....	(0,7)	....	....
<b>Deflatore del prodotto lordo</b> (variazioni percentuali sul periodo precedente; dati destagionalizzati)							
1988 .....	3,8	0,3	1,5	2,9	6,1	6,6	4,6
1989 .....	4,5	1,9	2,4	3,0	7,1	6,2	4,8
1990 .....	4,4	2,2	3,1	3,0	6,4	7,6	3,3
1991 .....	3,9	2,0	3,9	3,0	6,5	7,4	2,5
1992 .....	2,9	1,6	4,5	2,3	4,4	4,7	1,1
1993 .....	(2,5)	....	....	....	....	....	....
1992 - III trim .....	0,3	..	1,2	0,4	0,4	0,7	0,4
IV " .....	0,8	0,1	0,9	0,5	0,4	1,1	0,6
1993 - I trim. ....	0,9	-0,2	0,6	1,0	1,2	0,8	-0,1
II " .....	0,5	0,3	0,8	0,8	0,7	1,0	0,3
III " .....	0,4	0,5	0,5	0,3	0,7	0,8	-0,2
IV " .....	(0,3)	....	....	....	....	....	....
<b>Saldo delle partite correnti</b> (miliardi di dollari; dati destagionalizzati)							
1988 .....	-127,2	79,6	50,8	-4,7	-29,6	-6,2	-12,6
1989 .....	-101,6	57,2	57,5	-4,7	-36,9	-11,8	-19,7
1990 .....	-91,9	35,8	46,6	-10,0	-31,6	-16,9	-22,2
1991 .....	-8,3	72,9	-19,6	-6,7	-13,7	-23,1	-25,4
1992 .....	-66,4	117,6	-25,5	3,7	-15,5	-28,0	-23,0
1993 .....	....	(131,4)	....	....	....	....	....
1992 - III trim .....	-17,8	27,8	-5,3	-0,5	-3,2	-8,3	-5,6
IV " .....	-23,7	31,4	-8,6	2,8	-3,6	-6,3	-4,6
1993 - I trim. ....	-22,3	36,0	-6,7	1,8	-4,0	0,5	-5,2
II " .....	-27,2	31,5	-3,4	3,7	-3,6	0,4	-5,1
III " .....	-28,0	31,6	-7,3	4,6	-2,4	2,1	-4,8
IV " .....	....	(30,4)	....	....	....	....	....

**Produzione industriale**  
(variazioni percentuali sul periodo precedente; dati destagionalizzati)

PERIODO	Stati Uniti	Giappone	Germania	Francia	Regno Unito	Italia	Canada
1988 .....	4,4	10,1	3,6	4,1	4,8	6,0	5,3
1989 .....	1,6	5,8	4,8	3,7	2,1	3,1	-0,1
1990 .....	-0,1	4,2	5,2	1,5	-0,3	0,1	-3,1
1991 .....	-2,0	1,9	3,0	0,3	-3,9	-2,1	-3,7
1992 .....	2,5	-5,7	-1,9	-0,1	-0,4	-0,5	0,4
1993 .....	(4,0)	(-4,3)	(-7,2)	(-3,2)	....	....	....
1991 -IV trim. ....	0,1	-1,1	-1,3	0,3	0,3	1,1	-1,0
1992 -I trim .....	0,1	-2,1	2,6	0,2	-0,8	1,0	-0,6
II " .....	1,4	-2,4	-1,6	-0,1	-0,1	-0,6	0,5
III " .....	0,1	-0,3	-1,4	-0,4	1,2	-2,2	0,5
IV " .....	1,5	-2,6	-4,7	-1,9	0,6	-1,2	1,5
1993 -I trim .....	1,3	0,6	-3,0	-1,3	0,2	-0,4	1,8
II " .....	0,5	-1,6	..	-0,6	0,9	-0,9	0,8
III " .....	0,7	-0,1	0,8	0,6	1,1	0,6	0,9
IV trim .....	(1,7)	(-3,7)	(-0,3)	(-0,3)	....	....	....
1993 -Gen. ....	0,2	-0,3	-0,3	-0,4	0,5	1,7	0,2
Feb. ....	0,6	1,1	-1,3	1,8	1,3	-1,3	1,0
Mar. ....	0,1	2,6	1,8	-0,6	-0,8	-0,8	1,4
Apr. ....	0,4	-2,7	-1,3	-0,9	0,3	0,6	-0,8
Mag. ....	-0,4	-2,4	0,8	0,3	1,6	0,1	-0,3
Giu. ....	0,3	1,7	-0,3	-0,2	-0,9	-1,8	1,8
Lug. ....	0,4	-0,5	-0,7	0,7	1,2	1,5	-0,9
Ago. ....	0,2	-0,9	2,1	..	-0,1	1,1	0,7
Set. ....	0,2	2,1	..	-0,4	..	-1,4	0,8
Ott. ....	0,7	-5,5	-0,5	-0,3	0,7	0,4	-0,1
Nov. ....	0,9	2,2	-0,8	0,7	0,8	-0,9	0,2
Dic. ....	(0,7)	(-1,9)	(0,4)	(-0,7)	....	....	....
1994 -Gen. ....	(0,5)	....	....	....	....	....	....

**Prezzi al consumo**  
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

PERIODO	Stati Uniti	Giappone	Germania	Francia	Regno Unito	Italia	Canada
1988 .....	4,1	0,7	1,3	2,7	4,9	5,1	4,0
1989 .....	4,8	2,3	2,8	3,5	7,8	6,3	5,0
1990 .....	5,4	3,1	2,7	3,5	9,5	6,5	4,8
1991 .....	4,2	3,3	3,5	3,2	5,8	6,3	5,6
1992 .....	3,0	1,7	4,0	2,4	3,7	5,3	1,5
1993 .....	2,9	1,3	4,1	2,1	1,6	....	1,9
1991 –IV trim .....	3,0	2,8	3,9	3,0	4,1	5,9	4,1
1992 –I trim .....	2,9	1,9	4,3	2,8	4,1	5,7	1,6
II " .....	3,1	2,3	4,5	2,8	4,2	5,5	1,4
III " .....	3,1	1,8	3,5	2,1	3,6	5,1	1,3
IV " .....	3,0	1,0	3,7	1,8	3,0	4,8	1,8
1993 –I trim .....	3,2	1,3	4,3	2,1	1,8	4,4	2,1
II " .....	3,2	0,9	4,2	2,0	1,3	4,4	1,8
III " .....	2,7	1,8	4,2	2,2	1,6	4,6	1,7
IV " .....	2,7	1,1	3,7	2,2	1,5	....	1,8
1993 –Gen. ....	3,3	1,3	4,4	2,1	1,7	4,6	2,1
Feb. ....	3,3	1,4	4,2	2,0	1,9	4,5	2,3
Mar. ....	3,1	1,2	4,2	2,2	1,9	4,3	1,9
Apr. ....	3,2	0,9	4,3	2,0	1,3	4,4	1,8
Mag. ....	3,2	0,9	4,2	2,0	1,3	4,3	1,8
Giu. ....	3,0	0,9	4,2	1,9	1,2	4,6	1,6
Lug. ....	2,8	1,9	4,3	2,1	1,4	4,6	1,6
Ago. ....	2,7	1,9	4,2	2,2	1,7	4,5	1,7
Set. ....	2,7	1,5	4,0	2,3	1,8	4,5	1,9
Ott. ....	2,7	1,3	3,9	2,2	1,4	4,6	1,9
Nov. ....	2,7	0,9	3,6	2,2	1,4	4,3	1,9
Dic. ....	2,7	1,0	3,7	2,1	1,9	....	1,7
1994 –Gen. ....	2,5	....	3,5	....	2,5	....	1,3

## Prezzi all'ingrosso

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

PERIODO	Stati Uniti	Giappone	Germania	Francia	Regno Unito	Italia	Canada
1988 .....	4,0	-1,0	1,1	5,2	4,2	3,6	4,4
1989 .....	5,0	2,6	5,1	5,4	4,7	5,9	1,9
1990 .....	3,6	2,0	0,6	-1,2	5,8	4,1	0,3
1991 .....	0,2	-0,6	1,6	-1,3	5,5	3,3	-1,0
1992 .....	0,6	-1,6	0,1	-1,6	3,5	1,9	0,5
1993 .....	(1,4)	(-2,9)	(-1,1)	....	(3,7)	....	(3,3)
1991 -IV trim .....	-3,0	-1,7	1,6	-3,6	4,7	2,1	-3,2
1992 -I trim .....	-1,3	-2,0	1,5	-3,0	4,0	1,4	-2,4
II " .....	0,7	-1,5	1,7	-1,1	3,3	2,0	-0,2
III " .....	1,5	-1,4	-1,0	-0,9	3,3	1,9	1,5
IV " .....	1,4	-1,5	-1,9	-1,5	3,2	2,3	3,3
1993 -I trim .....	2,1	-1,6	-1,6	-2,3	3,2	3,1	4,0
II " .....	2,0	-3,0	-2,0	-3,4	3,7	3,9	3,3
III " .....	0,9	-3,7	-0,6	-3,4	3,9	4,3	3,0
IV " .....	(0,5)	(-3,3)	(-0,3)	....	(3,8)	....	(2,9)
1993 -Gen. ....	2,1	-1,0	-1,4	....	3,2	2,9	4,4
Feb. ....	2,0	-1,6	-1,8	....	3,3	2,9	3,8
Mar. ....	2,2	-2,4	-1,6	....	3,2	3,4	3,8
Apr. ....	2,7	-2,9	-2,0	....	3,5	3,7	3,9
Mag. ....	2,1	-2,9	-2,1	....	3,7	3,9	3,2
Giu. ....	1,3	-3,2	-1,8	....	3,9	4,1	2,9
Lug. ....	1,2	-3,4	-0,7	....	4,0	4,2	2,8
Ago. ....	1,0	-4,0	-0,4	....	3,9	4,4	3,3
Set. ....	0,6	-3,6	-0,5	....	3,9	4,3	2,8
Ott. ....	0,3	-3,2	-0,6	....	4,0	4,1	2,8
Nov. ....	0,6	-3,4	-0,3	....	3,6	3,9	(2,8)
Dic. ....	(0,7)	(-3,3)	(0,1)	....	(3,9)	....	(3,2)
1994 -Gen. ....	(0,5)	(-3,1)	....	....	....	....	....

## Tassi di interesse sui mercati monetari

(valori percentuali)

PERIODO	Stati Uniti	Giappone	Germania	Francia	Regno Unito	Italia	Canada
<b>Tassi ufficiali di riferimento</b> (dati di fine periodo)							
1989 .....	7,00	4,25	6,00	10,00	15,00	13,50	12,47
1990 .....	6,50	6,00	6,00	9,25	14,00	12,50	11,78
1991 .....	3,50	4,50	8,00	9,60	10,50	12,00	7,67
1992 .....	3,00	3,25	8,25	9,10	7,00	12,00	7,36
1993 - Gen. ....	3,00	3,25	8,25	9,10	6,00	12,00	6,81
Feb. ....	3,00	2,50	8,00	9,10	6,00	11,50	6,09
Mar. ....	3,00	2,50	7,50	9,10	6,00	11,50	5,36
Apr. ....	3,00	2,50	7,25	8,25	6,00	11,00	5,60
Mag. ....	3,00	2,50	7,25	7,50	6,00	10,50	5,10
Giu. ....	3,00	2,50	7,25	7,00	6,00	10,00	4,79
Lug. ....	3,00	2,50	6,75	6,75	6,00	9,00	4,41
Ago. ....	3,00	2,50	6,75	6,75	6,00	9,00	4,90
Set. ....	3,00	1,75	6,25	6,75	6,00	8,50	4,90
Ott. ....	3,00	1,75	5,75	6,45	6,00	8,00	4,63
Nov. ....	3,00	1,75	5,75	6,45	5,50	8,00	4,36
Dic. ....	3,00	1,75	5,75	6,20	5,50	8,00	4,11
1994 - Gen. ....	3,00	1,75	5,75	6,20	5,50	8,00	3,88
<b>Tassi di mercato monetario</b> (dati medi nel periodo)							
1990 .....	7,49	7,73	8,43	10,32	14,77	13,72	11,47
1991 .....	5,37	7,47	9,18	9,62	11,53	12,92	7,42
1992 .....	3,43	4,55	9,46	10,34	9,62	13,85	7,11
1993 .....	3,00	3,04	7,23	8,59	5,94	8,59	3,86
1993 - Gen. ....	3,00	3,80	8,52	12,10	6,95	12,67	6,56
Feb. ....	2,93	3,31	8,34	12,06	6,16	11,50	5,84
Mar. ....	2,95	3,34	7,91	11,29	5,98	11,35	5,11
Apr. ....	2,87	3,25	7,85	9,10	5,98	11,45	5,34
Mag. ....	2,96	3,26	7,45	7,64	5,97	10,81	4,85
Giu. ....	3,07	3,25	7,55	7,32	5,89	10,25	4,54
Lug. ....	3,04	3,27	7,18	8,10	5,95	9,54	4,16
Ago. ....	3,02	3,13	6,56	7,93	5,85	9,33	4,74
Set. ....	2,95	2,68	6,57	7,29	5,92	9,11	4,65
Ott. ....	3,02	2,49	6,58	6,98	5,76	8,78	4,38
Nov. ....	3,10	2,42	6,26	6,72	5,57	9,01	4,09
Dic. ....	3,06	2,26	6,05	6,52	5,33	8,59	3,86
1994 - Gen. ....	2,98	2,25	5,83	6,32	5,40	8,42	3,63

## Tassi di interesse e corsi azionari sui mercati finanziari

(dati medi nel periodo)

PERIODO	Stati Uniti	Giappone	Germania	Francia	Regno Unito	Italia	Canada
<b>Tassi delle obbligazioni</b>							
1990 .....	8,55	7,38	8,85	9,92	11,08	11,87	10,51
1991 .....	7,86	6,40	8,64	9,03	9,92	11,37	8,97
1992 .....	7,01	5,12	7,98	8,57	9,13	11,90	8,54
1993 .....	5,87	4,03	6,28	6,72	7,87	9,60	7,12
1993 - Gen. ....	6,60	4,40	7,00	7,85	8,91	11,75	8,67
Feb. ....	6,26	4,15	6,80	7,70	8,64	11,22	8,19
Mar. ....	5,97	4,02	6,40	7,29	8,33	11,17	8,27
Apr. ....	5,97	4,27	6,50	7,09	8,39	11,44	8,27
Mag. ....	6,03	4,55	6,60	7,11	8,60	10,74	8,12
Giu. ....	5,96	4,46	6,60	6,90	8,39	10,14	7,96
Lug. ....	5,81	4,27	6,40	6,68	7,97	9,31	7,79
Ago. ....	5,68	4,11	6,20	6,29	7,39	8,37	7,40
Set. ....	5,36	3,92	6,00	6,09	7,20	8,05	7,55
Ott. ....	5,33	3,66	5,80	5,90	7,09	7,52	7,35
Nov. ....	5,72	3,45	5,60	5,97	7,06	7,94	7,45
Dic. ....	5,78	3,12	5,50	5,74	6,44	7,58	7,12
1994 - Gen. ....	5,72	3,23	5,50	5,60	6,41	7,21	6,86
<b>Indici azionari (1975=100)</b>							
1990 .....	392,88	699,73	337,38	675,47	820,88	1.008,71	342,11
1991 .....	441,69	591,12	305,86	643,90	892,08	854,50	346,95
1992 .....	488,15	437,57	302,24	682,47	919,71	710,79	340,29
1993 .....	530,23	489,34	324,65	752,14	1.095,8	843,41	390,42
1993 - Gen. ....	511,01	409,96	282,11	654,07	1.015,40	728,45	330,55
Feb. ....	518,61	415,18	298,70	684,26	1.040,50	773,15	345,17
Mar. ....	528,54	436,99	307,45	725,78	1.063,30	782,43	360,24
Apr. ....	520,23	499,45	302,88	728,13	1.047,00	796,73	378,94
Mag. ....	522,77	519,65	296,21	702,78	1.049,60	842,47	388,27
Giu. ....	526,08	518,11	302,32	715,09	1.066,70	819,63	396,64
Lug. ....	525,17	520,11	321,05	740,71	1.061,80	849,12	396,72
Ago. ....	533,21	534,82	338,47	797,62	1.125,80	929,11	413,76
Set. ....	539,21	533,01	338,40	798,96	1.130,70	926,96	399,06
Ott. ....	544,68	527,59	357,49	812,57	1.160,50	903,36	425,55
Nov. ....	543,49	489,18	364,96	809,40	1.153,30	841,89	418,02
Dic. ....	546,86	462,95	381,94	847,14	1.223,70	911,91	432,14
1994 - Gen. ....	555,35	486,95	382,67	....	1.284,90	946,75	455,49

## 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
	<b>Eurotassi a 3 mesi</b>					<b>Eurotassi a 12 mesi</b>				
1990 .....	8,16	7,63	8,39	14,70	11,63	8,32	7,77	8,88	14,40	12,07
1991 .....	5,86	7,22	9,14	11,45	11,52	6,23	6,77	9,26	11,01	11,69
1992 .....	3,70	4,33	9,36	9,53	13,48	4,10	4,14	9,04	9,34	13,10
1993 .....	3,14	2,90	7,13	5,87	9,95	3,54	2,84	6,32	5,71	9,63
1993 - Gen. ....	3,19	3,60	8,34	6,85	12,40	3,73	3,41	7,42	6,48	12,33
Feb. ....	3,10	3,21	8,20	6,09	11,21	3,53	3,18	7,22	5,61	11,07
Mar. ....	3,07	3,22	7,82	5,91	11,07	3,44	3,12	6,76	5,67	10,82
Apr. ....	3,05	3,16	7,75	5,90	11,16	3,41	3,24	6,75	5,98	11,11
Mag. ....	3,08	3,17	7,34	5,92	10,53	3,46	3,28	6,57	6,09	10,39
Giu. ....	3,17	3,16	7,44	5,81	9,96	3,68	3,23	6,60	5,84	9,76
Lug. ....	3,14	3,15	7,06	5,89	9,27	3,61	3,08	6,34	5,76	8,81
Ago. ....	3,10	2,95	6,48	5,80	9,10	3,52	2,88	5,95	5,52	8,42
Set. ....	3,07	2,54	6,49	5,83	8,93	3,41	2,53	5,85	5,67	8,36
Ott. ....	3,22	2,37	6,49	5,69	8,59	3,40	2,34	5,78	5,48	8,11
Nov. ....	3,32	2,25	6,16	5,49	8,83	3,62	2,08	5,41	5,36	8,34
Dic. ....	3,18	1,98	5,97	5,25	8,40	3,64	1,76	5,19	5,06	8,04
1994 - Gen. ....	3,12	2,08	5,76	5,34	8,24	3,59	1,86	5,18	5,20	7,73
	<b>Premio (-) / Sconto (+)</b>					<b>Premio (-) / Sconto (+)</b>				
	<b>del dollaro statunitense a 3 mesi</b>					<b>del dollaro statunitense a 12 mesi</b>				
1990 .....		0,53	-0,23	-6,54	-3,47		0,55	-0,56	-6,08	-3,75
1991 .....		-1,36	-3,28	-5,59	-5,66		-0,55	-3,04	-4,78	-5,47
1992 .....		-0,63	-5,65	-5,82	-9,77		-0,04	-4,94	-5,24	-9,00
1993 .....		0,24	-3,99	-2,73	-6,81		0,69	-2,78	-2,17	-6,09
1993 - Gen. ....		-0,41	-5,15	-3,66	-9,21		0,32	-3,69	-2,75	-8,60
Feb. ....		-0,11	-5,10	-2,99	-8,11		0,35	-3,69	-2,08	-7,54
Mar. ....		-0,15	-4,75	-2,84	-8,00		0,32	-3,32	-2,23	-7,38
Apr. ....		-0,11	-4,70	-2,85	-8,11		0,17	-3,34	-2,57	-7,70
Mag. ....		-0,09	-4,26	-2,84	-7,45		0,18	-3,11	-2,63	-6,93
Giu. ....		0,01	-4,27	-2,64	-6,79		0,45	-2,92	-2,16	-6,08
Lug. ....		-0,01	-3,92	-2,75	-6,13		0,53	-2,73	-2,15	-5,20
Ago. ....		0,15	-3,38	-2,70	-6,00		0,64	-2,43	-2,00	-4,90
Set. ....		0,53	-3,42	-2,76	-5,86		0,88	-2,44	-2,26	-4,95
Ott. ....		0,85	-3,27	-2,47	-5,37		1,06	-2,38	-2,08	-4,71
Nov. ....		1,07	-2,84	-2,17	-5,51		1,54	-1,79	-1,74	-4,72
Dic. ....		1,20	-2,79	-2,07	-5,22		1,88	-1,55	-1,42	-4,40
1994 - Gen. ....		1,04	-2,64	-2,22	-5,12		1,73	-1,59	-1,61	-4,14

## 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	
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
1991 .....	1.241,6	9,2255	747,65	219,87	2.187,4	865,30	1.698,8	1.534,4	353,60
1992 .....	1.232,3	9,7399	790,04	233,11	2.163,4	878,52	1.735,5	1.592,2	333,25
1993 .....	1.572,7	14,2201	950,69	277,54	2.360,9	1.064,63	2.196,9	1.837,7	390,65
1991 – IV trim. ....	1.225,7	9,4589	752,21	220,32	2.170,4	853,07	1.697,3	1.535,3	353,60
1992 – I trim. ....	1.219,1	9,4753	752,14	221,03	2.155,5	836,94	1.692,6	1.536,3	341,70
II " .....	1.217,2	9,3406	754,00	223,76	2.195,8	824,11	1.692,0	1.546,4	342,36
III " .....	1.134,0	9,0867	774,73	228,59	2.156,0	870,71	1.647,2	1.565,5	348,50
IV " .....	1.361,5	11,0670	878,60	258,86	2.146,9	981,06	1.910,6	1.719,8	333,25
1993 – I trim. ....	1.547,3	12,8393	945,88	278,85	2.281,6	1.026,71	2.129,6	1.841,8	337,80
II " .....	1504,1	13,6889	929,44	275,55	2.308,6	1.029,54	2.124,8	1.815,0	378,45
III " .....	1.585,3	15,0195	945,75	272,68	2.384,9	1.074,29	2.224,3	1.813,9	354,95
IV " .....	1.653,0	15,2644	981,70	283,26	2.465,5	1.126,51	2.303,4	1.881,2	390,65
1993 – Gen. ....	1.490,1	11,9141	922,83	272,20	2.283,3	1.007,95	2.052,0	1.808,2	330,45
Feb. ....	1.548,7	12,8204	942,80	278,37	2.226,7	1.019,45	2.124,4	1.832,9	327,60
Mar. ....	1.593,2	13,6200	967,59	284,77	2.327,9	1.048,53	2.199,3	1.877,2	337,80
Apr. ....	1.535,4	13,6746	961,65	284,39	2.372,5	1.051,46	2.169,0	1.873,2	354,30
Mag. ....	1.475,7	13,3822	918,63	272,48	2.286,3	1.018,70	2.089,0	1.795,8	377,45
Giu. ....	1.501,4	13,9954	909,00	270,03	2.268,7	1.018,96	2.116,5	1.777,7	378,45
Lug. ....	1.582,9	14,7151	923,62	271,17	2.369,9	1.045,21	2.200,6	1.798,4	403,00
Ago. ....	1.605,1	15,4650	946,66	270,56	2.394,6	1.072,16	2.249,5	1.806,8	371,55
Set. ....	1.568,0	14,8784	966,97	276,31	2.390,4	1.105,48	2.222,7	1.836,3	354,95
Ott. ....	1.600,8	14,9671	977,18	278,46	2.406,9	1.111,00	2.253,1	1.856,2	369,55
Nov. ....	1.668,2	15,4730	980,62	282,34	2.470,0	1.113,83	2.317,1	1.881,3	370,85
Dic. ....	1.688,4	15,3490	987,04	288,73	2.517,2	1.153,43	2.336,8	1.905,1	390,65
1994 – Gen. ....	1.701,0	15,2809	975,96	287,26	2.539,6	1.156,44	2.336,2	1.894,1	378,05

## Tassi di cambio effettivi nominali

(dati medi nel periodo; indici 1987=100)

PERIODO	Stati Uniti	Canada	Giappone	Germania	Francia	Regno Unito	Italia	Svizzera
1988 .....	92,9	106,1	111,0	99,4	98,1	105,9	96,8	99,1
1989 .....	96,4	112,1	105,6	98,6	97,1	102,8	97,7	93,9
1990 .....	92,8	112,1	95,7	103,1	101,4	101,2	99,1	99,1
1991 .....	90,9	113,8	103,3	101,9	99,5	101,6	97,6	97,5
1992 .....	89,4	106,8	108,8	104,6	102,4	97,7	94,1	95,5
1993 .....	91,3	100,7	130,1	107,2	104,8	89,1	78,5	98,1
1991 - IV trim .....	89,1	114,4	106,9	102,4	99,6	100,5	97,5	95,9
1992 - I trim .....	89,7	110,1	108,0	102,6	100,1	100,0	97,5	94,1
II " .....	90,3	108,5	106,4	102,6	101,1	101,9	97,1	92,4
III " .....	86,5	106,2	107,5	105,4	102,8	100,4	96,4	97,3
IV " .....	90,9	102,6	113,5	107,6	105,4	88,4	85,5	98,3
1993 - I trim .....	92,9	103,5	118,6	108,0	106,2	87,1	79,3	95,7
II " .....	89,6	101,7	129,6	106,7	106,0	89,0	80,1	96,8
III " .....	90,6	99,4	137,4	106,7	103,1	90,1	78,8	99,1
IV " .....	92,2	98,1	134,6	107,5	103,9	90,2	76,0	100,7
1993 - Gen. ....	93,5	102,2	113,8	107,9	105,9	89,4	81,1	96,2
Feb. ....	93,1	103,7	119,0	108,1	106,5	85,2	79,5	95,4
Mar. ....	91,9	104,6	122,9	108,0	106,2	86,7	77,2	95,5
Apr. ....	89,8	102,5	126,5	107,9	106,7	89,3	77,7	96,4
Mag. ....	89,4	101,6	128,8	106,8	106,0	89,3	81,1	96,9
Giu. ....	89,6	101,0	133,6	105,6	105,4	88,4	81,4	97,1
Lug. ....	91,0	101,3	135,1	105,1	103,7	90,3	79,8	97,5
Ago. ....	90,6	99,1	140,5	106,5	102,0	90,1	78,7	98,6
Set. ....	90,2	97,8	136,6	108,5	103,5	89,9	77,9	101,1
Ott. ....	91,1	97,7	135,2	108,7	103,5	89,5	77,1	100,6
Nov. ....	92,2	98,8	135,6	107,2	103,5	90,1	76,0	99,4
Dic. ....	93,1	97,8	133,0	106,6	104,9	90,9	75,0	102,0
1994 - Gen. ....	93,4	99,3	131,7	105,4	104,6	91,7	75,3	102,6

## Tassi di cambio effettivi reali

*(dati medi nel periodo; indici 1987=100)*

PERIODO	Stati Uniti	Canada	Giappone	Germania	Francia	Regno Unito	Italia	Svizzera
1987 .....	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
1988 .....	94,1	107,4	107,1	98,5	99,0	107,7	97,3	98,9
1989 .....	99,7	110,5	99,5	96,6	97,3	104,8	99,6	93,9
1990 .....	97,9	107,1	88,9	100,3	100,7	107,3	103,6	98,2
1991 .....	95,8	106,6	96,1	99,7	98,2	112,2	104,1	95,2
1992 .....	94,6	99,8	99,3	103,4	100,0	111,1	101,7	92,4
1991 - III trim. ....	98,0	107,1	96,1	99,1	97,4	111,5	103,4	93,7
IV " .....	94,1	105,8	99,1	100,7	98,1	112,0	104,2	93,5
1992 - I trim. ....	94,1	102,7	100,0	101,2	98,3	113,1	104,9	91,3
II " .....	95,5	100,9	97,3	101,4	98,7	115,8	104,5	89,5
III " .....	92,2	98,9	97,7	104,5	100,4	114,4	104,1	93,9
IV " .....	96,6	96,7	102,5	106,5	102,7	101,2	93,4	94,9
1993 - I trim. ....	98,4	98,5	106,2	106,4	102,9	100,7	88,0	92,3
II " .....	95,7	96,1	114,8	104,5	103,1	103,9	89,5	92,9
III " .....	96,1	94,8	121,1	104,2	100,4	105,7	88,7	95,1
1992 - Nov. ....	97,7	96,6	102,6	105,7	102,4	99,4	95,2	93,6
Dic. ....	97,7	96,9	102,8	106,6	102,3	101,9	92,2	94,7
1993 - Gen. ....	98,9	97,3	102,4	106,7	102,3	103,2	89,9	92,7
Feb. ....	98,7	98,7	106,7	106,5	103,1	98,4	88,2	91,7
Mar. ....	97,5	99,5	109,7	106,1	103,3	100,4	85,9	92,4
Apr. ....	95,6	97,1	112,3	105,8	103,8	104,0	86,6	92,6
Mag. ....	95,5	95,9	113,9	104,4	103,2	104,3	90,6	93,0
Giu. ....	95,9	95,2	118,0	103,2	102,4	103,5	91,4	93,1
Lug. ....	96,9	95,9	119,3	102,7	100,7	105,8	89,6	93,7
Ago. ....	96,0	94,8	123,9	104,2	99,3	105,7	88,7	94,8
Set. ....	95,5	93,7	120,1	105,7	101,2	105,6	87,9	97,0
Ott. ....	96,9	93,7	118,2	105,8	101,1	105,1	87,1	96,5
Nov. ....	97,6	95,3	118,7	104,4	101,0	106,0	85,9	95,2

## Tassi di cambio effettivi reali intra-UE

*(dati medi nel periodo; indici 1987=100)*

PERIODO	Belgio	Francia	Germania	Regno Unito	Paesi Bassi	Italia	Spagna
1987 .....	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
1988 .....	97,9	99,3	99,0	109,0	98,3	97,5	103,8
1989 .....	100,2	98,2	97,3	107,4	98,8	100,5	109,3
1990 .....	100,4	99,0	97,6	104,6	97,0	102,1	110,2
1991 .....	97,8	97,0	97,9	111,0	95,2	103,1	110,2
1992 .....	98,0	98,1	100,7	108,2	94,5	99,7	107,1
1991 - III trim. ....	97,5	96,8	98,0	111,6	95,2	103,0	109,9
IV " .....	97,9	96,7	98,6	110,3	95,1	102,9	109,1
1992 - I trim. ....	97,2	96,6	98,8	111,0	94,2	103,3	110,0
II " .....	97,1	96,7	98,5	113,2	93,7	102,6	109,7
III " .....	97,5	97,4	100,4	109,4	93,7	101,1	107,3
IV " .....	100,2	101,5	105,2	99,0	96,3	91,8	101,5
1993 - I trim. ....	99,3	102,6	106,6	100,3	96,9	87,0	103,5
II " .....	98,6	103,1	104,9	104,2	96,0	88,8	97,6
III " .....	96,9	101,3	106,2	108,0	96,2	88,7	92,8
1992 - Nov. ....	100,2	101,4	104,7	97,8	96,4	93,8	100,8
Dic. ....	99,8	101,2	105,6	100,1	95,9	90,7	102,1
1993 - Gen. ....	99,0	101,5	106,1	101,9	95,8	88,6	103,5
Feb. ....	99,3	102,9	106,9	98,3	97,6	87,3	103,5
Mar. ....	99,5	103,4	106,8	100,7	97,4	85,1	103,4
Apr. ....	99,3	103,5	105,8	103,6	96,6	85,5	101,3
Mag. ....	98,5	103,0	104,5	104,2	96,2	89,7	96,5
Giu. ....	98,2	102,9	104,3	104,7	95,1	91,1	94,9
Lug. ....	98,1	101,7	104,5	108,3	95,7	89,7	93,4
Ago. ....	96,8	100,5	106,8	108,8	96,0	89,0	91,3
Set. ....	95,9	101,8	107,4	107,0	96,9	87,5	93,6
Ott. ....	95,1	101,9	107,7	106,8	97,0	86,9	94,0
Nov. ....	96,9	102,2	106,7	108,6	96,4	86,0	93,5

## Esposizione verso l'estero del sistema creditizio italiano

(consistenze di fine periodo in miliardi di lire)

GRUPPI DI PAESI E PAESI	1993 I trim.	1993 II trim.	1993 III trim.
Paesi industriali .....	252.678	251.158	253.962
Paesi OPEC .....	13.062	12.600	13.569
Altri PVS .....	13.144	13.009	12.732
di cui: <i>America latina</i> .....	7.548	7.262	6.960
<i>Africa</i> .....	1.401	1.306	1.221
<i>Asia</i> .....	3.764	3.916	4.004
<i>Medio Oriente</i> .....	431	525	547
Paesi dell'Est europeo .....	13.536	13.014	13.680
Centri <i>offshore</i> .....	34.232	33.648	40.312
Organizzazioni internazionali .....	4.090	3.811	4.109
<b>Totale</b> .....	<b>330.742</b>	<b>327.240</b>	<b>338.364</b>
<i>Per memoria:</i>			
Argentina .....	2.715	2.518	2.477
Bolivia .....	8	8	8
Brasile .....	1.205	1.204	1.228
Cile .....	203	230	239
Colombia .....	210	224	139
Costa d'Avorio .....	20	15	30
Ecuador .....	251	238	259
Filippine .....	112	101	113
Ex Jugoslavia .....	446	453	446
Marocco .....	563	512	524
Messico .....	2.543	2.465	2.216
Nigeria .....	1.299	1.220	1.258
Perù .....	148	140	131
Uruguay .....	100	95	117
Venezuela .....	1.181	1.170	1.191
<b>Totale</b> .....	<b>11.004</b>	<b>10.593</b>	<b>10.376</b>
Albania .....	141	137	147
Bulgaria .....	891	806	861
Ex Cecoslovacchia .....	207	184	208
Polonia .....	2.027	1.900	1.938
Romania .....	190	220	249
Russia .....	9.704	9.449	9.927
Ungheria .....	322	301	319

**Conto economico delle risorse e degli impieghi**  
(variazioni percentuali sul periodo precedente)

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			

**Quantità a prezzi 1985**

1987 .....	3,1	9,1	4,2	-0,7	11,5	5,0	4,2	3,1	4,7
1988 .....	4,1	6,8	4,6	2,3	11,6	6,9	4,2	2,4	5,4
1989 .....	2,9	7,6	3,9	3,6	4,9	4,3	3,5	-1,4	8,8
1990 .....	2,1	8,0	3,3	3,5	4,1	3,8	2,5	1,3	7,0
1991 .....	1,3	2,9	1,6	1,4	-0,1	0,6	2,3	2,1	0,3
1992 .....	0,9	4,6	1,7	-1,8	-1,1	-1,4	1,8	1,0	5,0
1991 - III " ...	0,2	0,5	0,3	0,6	3,5	2,1	0,5	-1,5	-0,6
IV " ...	0,5	1,5	0,7	-0,9	1,8	0,5	0,7	-1,4	2,5
1992 - I trim. ...	0,5	5	1,5	-0,4	-1,1	-0,8	0,9	3,9	3,5
II " ...	0,3	-1,8	-0,2	-1,0	-1,8	-1,4	0,6	2,0	-2,6
III " ...	-0,5	0,3	-0,4	-0,7	-2,2	-1,5	-0,4	-6,0	5,3
IV " ...	-0,5	-3,7	-1,2	-1,3	-3,5	-2,4	-0,8	-2,2	-0,8
1993 - I trim. ...	-0,2	-5,6	-1,4	-1,6	-5,5	-3,6	-0,8	-12,5	6,3
II " ...	0,7	-1,2	0,3	-0,7	-3,2	-1,9	-0,2	6,4	0,1
III " ...	-0,5	0,1	-0,4	-0,9	-2,7	-1,8	-0,1	-2,6	1,5

**Prezzi impliciti**

1987 .....	6,0	0,5	4,9	4,5	3,6	4,1	5,3	8,9	0,8
1988 .....	6,6	4,3	6,2	7,5	3,9	5,6	5,7	10,6	4,2
1989 .....	6,2	8,8	6,4	5,7	5,1	5,4	6,3	7,8	7,5
1990 .....	7,6	0,7	6,2	10,2	2,6	6,3	6,2	10,6	2,8
1991 .....	7,4	-0,4	6,0	8,0	2,4	5,3	6,8	7,2	2,5
1992 .....	4,7	1,3	3,9	5,2	2,1	3,7	5,4	1,9	1,6
1991 - III " ...	1,8	1,3	1,7	3,4	0,5	1,9	1,6	2,2	1,3
IV " ...	1,2	-1,9	0,6	1,2	0,6	0,8	1,4	0,1	-0,9
1992 - I trim. ...	1,2	-0,5	0,6	0,7	0,1	0,4	1,3	-0,8	0,1
II " ...	0,8	1,6	1,1	0,9	0,7	0,9	1,2	0,2	1,0
III " ...	0,7	-0,5	0,4	0,4	0,6	0,6	1,1	1,0	-0,8
IV " ...	1,1	7,2	2,3	1,2	1,7	1,5	1,1	5,4	4,3
1993 - I trim. ...	0,8	5,7	1,9	1,5	2,4	2,1	1,0	4,2	5,8
II " ...	1,0	2,1	1,3	0,6	1,9	1,3	1,3	-0,1	1,5
III " ...	0,8	1,0	0,8	0,0	0,9	0,5	1,3	0,1	0,7

## Produzione industriale e indicatori d'opinione 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	Estero	Totale		
	<i>(indici 1985=100)</i>				<i>(media dei saldi mensili delle risposte all'inchiesta)</i>				
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	23,0	-4,1
1990 .....	117,8	115,7	125,4	116,5	-9,3	-16,1	-7,4	11,9	3,7
1991 .....	115,4	115,8	118,0	114,3	-27,5	-31,5	-26,7	11,3	8,5
1992 .....	114,7	117,5	112,1	114,2	-32,0	-36,9	-32,0	2,0	7,2
1993 .....	....	....	....	....	-43,1	-21,8	-35,6	2,9	4,6
1989 -I trim ...	115,7	112,1	120,7	115,4	6,2	-3,3	9,2	24,6	-8,0
II " ...	116,4	114,3	119,6	115,9	-0,5	-5,9	1,9	22,4	-1,7
III " ...	118,2	116,5	123,9	119,0	-2,8	-3,8	0,8	22,9	-4,3
IV " ...	120,2	115,5	128,2	119,5	-1,0	-9,9	-0,7	22,3	-2,3
1990 -I trim ...	118,2	114,1	126,8	116,7	-0,1	-10,2	-0,9	17,1	-2,0
II " ...	118,1	114,5	127,1	116,4	-5,2	-9,1	-1,7	15,2	2,3
III " ...	118,6	117,9	125,6	118,8	-12,3	-20,0	-9,5	6,2	6,7
IV " ...	116,2	116,2	122,1	114,1	-19,7	-25,1	-17,7	9,0	7,7
1991 -I trim ...	115,8	116,0	120,0	114,2	-28,5	-34,6	-27,5	9,2	9,7
II " ...	115,4	114,8	119,7	114,5	-28,0	-32,3	-27,7	10,7	9,7
III " ...	114,5	115,4	117,3	113,5	-26,7	-30,5	-25,3	13,0	8,3
IV " ...	115,8	117,1	115,0	115,2	-26,8	-28,7	-26,1	12,3	6,3
1992 -I trim ...	116,9	118,3	116,2	116,4	-25,3	-30,1	-24,0	10,1	11,3
II " ...	116,2	119,1	113,0	115,7	-27,1	-38,4	-29,1	7,7	11,0
III " ...	113,6	116,6	110,1	113,2	-34,3	-38,7	-35,4	-3,0	5,3
IV " ...	112,2	116,2	109,2	111,4	-41,2	-40,7	-39,5	-6,9	1,0
1993 -I trim ...	111,9	117,3	107,5	110,9	-45,5	-33,7	-42,9	-3,9	3,3
II " ...	110,8	115,8	107,3	109,9	-45,9	-27,3	-40,2	-1,4	7,0
III " ...	111,5	116,7	106,0	110,2	-45,1	-18,9	-34,1	4,6	6,7
IV " ...	....	....	....	....	-35,7	-7,1	-25,1	12,5	1,3

**Forze di lavoro, occupazione e disoccupazione***(dati 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 attività
	Agricoltura	Industria in senso stretto	Costruzioni	Altre attività	Totale				
1989 .....	1.946	4.953	1.801	12.305	21.004	2.866	23.870	12,0	42,0
1990 .....	1.863	5.054	1.887	12.593	21.396	2.752	24.147	11,4	42,4
1991 .....	1.823	4.958	1.957	12.854	21.592	2.653	24.245	10,9	42,4
1992 .....	1.749	4.916	1.934	12.859	21.459	2.799	24.258	11,5	42,4
1993 .....	1.508	5.009	1.728	12.183	20.427	2.360	22.787	10,4	40,6
1990 - I trim .....	1.855	5.065	1.852	12.331	21.103	2.871	23.973	12,0	42,1
II " .....	1.883	5.054	1.899	12.449	21.286	2.640	23.925	11,0	42,0
III " .....	1.872	5.025	1.888	12.867	21.651	2.744	24.394	11,2	42,8
IV " .....	1.842	5.070	1.907	12.726	21.545	2.753	24.294	11,3	42,6
1991 - I trim .....	1.725	5.031	1.891	12.729	21.376	2.719	24.095	11,3	42,2
II " .....	1.825	4.986	1.948	12.771	21.530	2.624	24.154	10,9	42,3
III " .....	1.891	4.952	2.000	12.974	21.817	2.581	24.397	10,6	42,7
IV " .....	1.852	4.862	1.990	12.940	21.646	2.686	24.332	11,0	42,6
1992 - I trim .....	1.693	4.778	1.973	12.922	21.367	2.713	24.079	11,3	42,1
II " .....	1.833	4.850	2.021	13.024	21.727	2.622	24.349	10,8	42,6
III " .....	1.822	4.764	2.040	12.989	21.615	2.667	24.282	11,0	42,5
IV " .....	1.649	5.273	1.703	12.502	21.126	3.194	24.320	13,1	42,5
IV trim. (*) .....	1.675	5.061	1.757	12.237	20.732	2.217	22.949	9,7	40,9
1993 - I trim .....	1.486	5.194	1.697	12.275	20.650	2.139	22.789	9,4	40,6
II " .....	1.490	4.927	1.740	12.218	20.374	2.389	22.763	10,5	40,6
III " .....	1.512	4.961	1.778	12.256	20.507	2.344	22.851	10,3	40,7
IV " .....	1.544	4.954	1.695	11.983	20.176	2.567	22.743	11,3	40,5

(\*) Riporto all'universo sulla base dei nuovi dati censuari e nuova definizione di persona in cerca di occupazione.

## Prezzi dei grossisti e al consumo

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

PERIODO	Prezzi dei grossisti				Prezzi al consumo				Costo della vita
	Beni di consumo	Beni di investim.	Beni intermedi	Totale	Alimentari	Non alimentari	Servizi	Totale	
1988 .....	....	....	....	....	3,9	4,7	6,4	5,0	5,0
1989 .....	....	....	....	....	6,3	5,1	7,7	6,3	6,6
1990 .....	5,7	5,5	8,3	7,4	6,2	5,9	7,3	6,5	6,1
1991 .....	7,0	4,1	4,5	5,2	6,7	5,2	7,2	6,3	6,4
1992 .....	4,3	3,3	1,1	2,1	4,9	3,4	7,6	5,2	5,4
1993 .....	....	....	....	....	....	....	....	....	4,2
1991 – IV trim. ....	7,3	3,3	-1,6	1,1	6,9	3,7	7,6	5,9	6,1
1992 – I trim. ....	6,0	3,0	-1,4	0,9	6,6	3,4	7,9	5,7	5,7
II " .....	5,4	3,2	1,6	2,7	6,0	3,5	7,5	5,5	5,6
III " .....	3,4	3,2	0,9	1,7	4,8	3,4	7,3	5,1	5,3
IV " .....	2,5	3,6	3,3	3,0	3,8	3,3	7,2	4,8	4,9
1993 – I trim. ....	2,2	3,1	5,8	4,6	2,1	4,1	6,2	4,4	4,3
II " .....	2,8	3,5	6,4	5,2	1,8	4,5	5,9	4,4	4,1
III " .....	4,3	3,7	7,4	6,3	2,2	5,1	5,4	4,6	4,3
IV " .....	....	....	....	....	....	....	....	....	4,1
1993 – Gen. ....	1,9	3,3	5,2	4,0	2,5	4,1	6,4	4,6	4,3
Feb. ....	2,1	3,4	5,4	4,4	2,1	4,1	6,3	4,5	4,5
Mar. ....	2,6	2,7	6,9	5,5	1,8	4,2	5,9	4,3	4,2
Apr. ....	3,1	3,6	6,6	5,4	1,9	4,3	6,1	4,4	4,2
Mag. ....	2,5	3,5	6,0	4,9	1,8	4,3	5,8	4,3	4,0
Giu. ....	2,9	3,4	6,6	5,3	1,8	5,0	5,8	4,6	4,2
Lug. ....	4,1	3,7	6,8	5,8	2,0	5,1	5,6	4,6	4,4
Ago. ....	4,7	3,8	7,4	6,5	2,3	5,0	5,3	4,5	4,4
Set. ....	4,2	3,6	7,9	6,6	2,3	5,1	5,2	4,5	4,2
Ott. ....	4,0	4,1	5,8	5,2	2,4	5,0	5,4	4,6	4,3
Nov. ....	4,1	4,2	4,3	4,3	2,5	4,6	5,0	4,3	4,2
Dic. ....	....	....	....	....	....	....	....	....	4,0
1994 – Gen. ....	....	....	....	....	....	....	....	....	4,2

## Bilancia dei pagamenti

(saldi in miliardi di lire)

PERIODO	Partite correnti					Movimenti di capitale			Errori e omissioni	Variazioni riserve ufficiali
	Merci	Partite invisibili			Totale	Non bancari	Bancari	Totale		
		Servizi	Redditi	Trasferim. unilaterali						
1991 .....	-238	-217	-21.152	-7.370	-28.977	-10.532	39.369	28.837	-8.431	8.571
1992 .....	3.856	-5.435	-25.901	-6.892	-34.372	-13.551	25.303	11.752	-9.928	32.548
1993 .....	....	....	....	....	....	....	(-52.047)	....	....	(-2.176)
1991 IV trim. .	2.264	-383	-5.540	-3.054	-6.713	-7.740	6.835	-905	-5.071	12.689
1992 - I trim. .	-3.329	-1.302	-4.961	-2.209	-11.801	-15.953	23.284	7.331	3.778	692
II " .	-1.432	1.127	-6.181	-1.029	-7.515	-12.464	18.356	5.892	-11.766	13.389
III " .	4.033	-2.999	-6.299	-2.156	-7.421	-16.160	-17.214	-33.374	-4.137	44.932
IV " .	4.584	-2.261	-8.460	-1.498	-7.635	31.026	877	31.903	2.197	-26.465
1993 - I trim. .	(3.800)	-1.432	-5.123	-1.971	-4.726	(23.277)	-13.480	(9.797)	(-4.228)	-843
II " .	(12.063)	963	-7.256	-2.742	3.028	(8.920)	-15.445	(-6.525)	(3.050)	447
III " .	(15.548)	-747	-6.522	-2.577	5.702	(15.429)	-12.169	(3.260)	(-4.515)	-4.447
IV " .	....	....	....	....	....	....	(-10.953)	....	....	(2.667)
1991 - Dic. ....	3.189	-175	-1.671	-1.079	264	-5.363	224	-5.139	-2.853	7.728
1992 - Gen. ....	-1.509	-632	-1.812	-724	-4.677	-1.980	6.677	4.697	-586	566
Feb. ....	-790	-1.047	-1.135	-906	-3.878	-4.107	6.228	2.121	2.476	-719
Mar. ....	-1.030	377	-2.014	-579	-3.246	-9.866	10.379	513	1.888	845
Apr. ....	-467	404	-2.048	-444	-2.555	-4.601	7.131	2.530	-4.529	4.554
Mag. ....	-1.688	498	-2.021	-302	-3.513	-1.223	4.787	3.564	-1.105	1.054
Giu. ....	723	225	-2.112	-283	-1.447	-6.640	6.438	-202	-6.132	7.781
Lug. ....	2.405	-294	-3.012	-724	-1.625	-14.975	7.093	-7.882	-995	10.502
Ago. ....	2.471	-1.210	-1.291	-947	-977	-327	1.574	1.247	-4.842	4.572
Set. ....	-843	-1.495	-1.996	-485	-4.819	-858	-25.881	-26.739	1.700	29.858
Ott. ....	1.646	-721	-3.183	-436	-2.694	13.027	-3.160	9.867	2.892	-10.065
Nov. ....	-422	-1.171	-2.666	-260	-4.519	7.707	-3.471	4.236	3.748	-3.465
Dic. ....	3.360	-369	-2.611	-802	-422	10.292	7.508	17.800	-4.443	-12.935
1993 - Gen. ....	(-887)	-281	-1.926	76	(-3.018)	(2.526)	-1.341	(1.185)	(1.094)	739
Feb. ....	(2.896)	-1.018	-791	-1.366	(-279)	(11.932)	-13.199	(-1.267)	(-1.391)	2.937
Mar. ....	(1.791)	-133	-2.406	-681	(-1.429)	(8.819)	1.060	(9.879)	(-3.931)	-4.519
Apr. ....	(3.590)	-19	-2.326	-1.158	(87)	(-4.655)	-1.040	(-5.695)	(2.130)	3.478
Mag. ....	(3.923)	439	-2.598	-304	(1.460)	(8.663)	-6.334	(2.329)	(-4.219)	430
Giu. ....	(4.550)	543	-2.332	-1.280	(1.481)	(4.912)	-8.071	(-3.159)	(5.139)	-3.461
Lug. ....	(9.674)	-65	-3.427	-1.243	(4.939)	(-557)	-3.519	(-4.076)	(-2.112)	1.249
Ago. ....	(2.413)	231	-919	-1.128	(597)	(9.387)	-12.797	(-3.410)	(851)	1.962
Set. ....	(3.461)	-913	-2.176	-206	(166)	(6.599)	4.147	(10.746)	(-3.254)	-7.658
Ott. ....	(6.151)	-1	-2.281	-143	(3.726)	(-7.507)	3.586	(-3.921)	(-2.663)	2.858
Nov. ....	....	....	....	....	....	....	(-9.113)	....	....	(-2.496)
Dic. ....	....	....	....	....	....	....	(-5.426)	....	....	(2.305)

## Posizione della Banca d'Italia e dell'UIC verso l'estero

PERIODO	Attività a breve				Passività a breve termine	Attività a medio e a lungo termine	Passività a medio e a lungo termine	Posizione FMI	Oro	TOTALE
	Valute convertibili	Ecu ufficiali	DSP	Totale						
<i>(miliardi di lire)</i>										
1989 .....	44.847	11.409	1.268	57.524	400	1.793	1.173	1.834	33.663	93.241
1990 .....	57.578	10.433	1.172	69.183	400	3.230	1.129	1.936	30.579	103.399
1991 .....	41.229	11.092	1.067	53.388	418	10.642	1.157	2.595	29.288	94.338
1992 .....	36.642	1.925	350	38.917	7.819	4.090	1.421	3.588	29.944	67.299
1993 – Gen. ...	35.193	5.580	355	41.128	8.705	3.076	1.439	3.634	29.944	67.638
Feb. ....	35.674	5.759	405	41.838	8.851	1.827	1.537	3.881	29.944	67.102
Mar. ....	38.834	4.381	367	43.582	4.559	902	1.569	3.850	31.594	73.800
Apr. ....	33.746	3.755	346	37.847	4.591	856	1.478	3.627	31.594	67.855
Mag. ...	31.073	3.616	371	35.060	2.628	974	1.477	3.624	31.594	67.147
Giu. ....	35.048	3.506	380	38.934	2.071	972	1.513	3.677	34.932	74.931
Lug. ....	34.669	4.210	420	39.299	1.336	907	1.578	3.836	34.932	76.060
Ago. ....	32.628	4.273	419	37.320	1.288	987	1.578	3.750	34.932	74.123
Set. ....	39.319	4.264	419	44.002	1.154	1.848	1.576	3.747	34.129	80.996
Ott. ....	35.327	7.287	440	43.054	1.679	1.445	1.591	3.781	34.129	79.139
Nov. ....	38.749	7.453	458	46.660	1.113	1.670	1.654	3.815	34.129	83.507
Dic. ....	35.553	7.382	411	43.346	1.013	2.586	1.644	3.687	36.910	83.872
<i>(milioni di dollari)</i>										
1989 .....	35.299	8.980	998	45.277	315	1.411	923	1.444	24.422	71.315
1990 .....	50.949	9.232	1.037	61.218	354	2.858	999	1.713	24.913	89.350
1991 .....	35.818	9.636	927	46.382	363	9.245	1.005	2.254	23.230	79.743
1992 .....	24.824	1.304	237	26.365	5.297	2.771	963	2.431	23.175	48.481
1993 – Gen. ...	23.739	3.764	239	27.742	5.872	2.075	971	2.451	23.175	48.601
Feb. ....	22.441	3.623	255	26.318	5.568	1.149	967	2.441	23.175	46.549
Mar. ....	24.299	2.741	230	27.269	2.853	564	982	2.409	22.855	49.263
Apr. ....	22.823	2.540	234	25.597	3.105	579	1.000	2.453	22.855	47.379
Mag. ...	21.107	2.456	252	23.815	1.785	662	1.003	2.462	22.855	47.004
Giu. ....	22.842	2.285	248	25.374	1.350	633	986	2.396	22.256	48.324
Lug. ....	21.460	2.606	260	24.326	827	561	977	2.374	22.256	47.714
Ago. ....	20.449	2.678	263	23.389	807	619	989	2.350	22.256	46.818
Set. ....	24.852	2.695	265	27.812	729	1.168	996	2.368	22.988	52.611
Ott. ....	21.730	4.482	271	26.483	1.033	889	979	2.326	22.988	50.674
Nov. ....	22.772	4.380	269	27.421	654	981	972	2.242	22.988	52.007
Dic. ....	20.864	4.332	241	25.438	594	1.518	965	2.164	23.593	51.153

## 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
1990 V .....	330.008	76.890	406.898	465.853	69.627	535.479	-128.582	-16.626	-145.208	-140.626	-249
1991 V .....	366.306	79.693	445.999	508.620	68.031	576.651	-130.652	-21.692	-152.344	-152.344	-73
1992 V .....	419.166	80.516	499.682	547.383	62.617	610.000	-110.319	-52.525	-162.844	-162.844	-31
N .....	419.166	80.516	499.682	547.383	62.617	610.000	-110.319	-48.409	-158.727	-158.727	-31
1993 V .....	427.203	42.455	469.658	544.282	73.773	618.055	-148.398	-11.545	-159.942	-150.402	-27
N .....	427.203	42.455	469.658	544.282	73.773	618.055	-148.398	-14.637	-163.035	-153.494	-27
1992 - I sem. V ....	190.151	33.489	223.640	263.578	27.533	291.111	-67.471	-5.261	-72.732	-72.732	-28
N ....	190.151	33.489	223.640	263.578	27.533	291.111	-67.471	-2.349	-69.820	-69.820	-28
II sem. V ....	229.015	47.027	276.042	283.806	35.084	318.890	-42.848	-47.264	-90.112	-90.112	-3
N ....	229.015	47.027	276.042	283.806	35.084	318.890	-42.848	-46.060	-88.908	-88.908	-3
1993 - I sem. V ....	214.266	11.630	225.896	231.090	29.956	261.046	-35.150	-30.187	-65.337	-65.337	-27
N ....	214.266	11.630	225.896	231.090	29.956	261.046	-35.150	-32.198	-67.348	-67.348	-27
II sem. V ....	212.937	30.825	243.762	313.195	43.817	357.012	-113.250	18.645	-94.605	-85.065	-
N ....	212.937	30.825	243.762	313.195	43.817	357.012	-113.250	17.563	-95.687	-86.147	-
1993 - Gen. N .....	32.142	1.280	33.422	29.381	190	29.571	3.851	-14.418	-10.567	-10.567	-21
Feb. N .....	26.766	1.615	28.381	23.521	4.680	28.201	180	-10.851	-10.671	-10.671	-
Mar. N .....	31.841	1.624	33.465	42.171	7.631	49.801	-16.336	-13.241	-29.576	-29.576	-1
Apr. N .....	28.960	3.249	32.209	37.619	6.245	43.863	-11.654	-7.919	-19.573	-19.573	-4
Mag. N .....	29.660	2.796	32.455	50.897	1.640	52.536	-20.081	2.658	-17.423	-17.423	-1
Giu. N .....	64.897	1.066	65.963	47.502	9.572	57.073	8.890	11.573	20.463	20.463	-
Lug. N .....	40.902	3.609	44.511	64.366	6.421	70.787	-26.276	18.579	-7.697	-4.839	-
Ago. N .....	36.229	3.443	39.672	39.391	6.274	45.665	-5.993	18	-5.975	-5.975	-
Set. N .....	25.190	4.012	29.202	53.504	3.917	57.421	-28.219	-522	-28.741	-28.741	-
Ott. N .....	23.848	4.169	28.017	35.697	3.848	39.545	-11.528	-5.786	-17.314	-17.314	-
Nov. N .....	37.935	2.129	40.064	64.939	6.889	71.828	-31.764	10.788	-20.977	-19.564	-
Dic. N .....	48.834	13.463	62.296	55.298	16.468	71.766	-9.470	-5.514	-14.984	-9.713	-

Legenda: V = Struttura tradizionale dei conti, N = Struttura dei conti che esclude le Ferrovie, i Monopoli e i Telefoni; cfr. la sezione Note Metodologiche.

## Copertura del fabbisogno del settore statale

(miliardi di lire)

PERIODO	Titoli a medio e a lungo termine		BOT e BTE		Finanziamento BI-UIC diverso da acquisto titoli		Raccolta postale	Prestiti esteri	Altre operazioni	Fabbisogno	
		di cui: acquisti netti all'emis. BI-UIC		di cui: acquisti netti all'emis. BI-UIC		di cui: c/c Tesor. Provinc.					di cui: creazione base monetaria
1990 V .....	69.799	-9.589	40.515	5.306	2.812	2.909	12.717	14.914	4.451	145.208	-1.383
1991 V .....	113.915	-4.238	11.589	-7.790	2.472	2.011	11.694	5.506	7.169	152.344	-9.458
1992 V .....	91.121	-4.380	46.479	-5.534	7.116	7.706	10.980	173	6.975	162.844	-2.696
N .....	91.810	-4.380	46.479	-5.534	7.116	7.706	10.980	-1.687	4.030	158.727	-2.696
1993 V .....	163.012	30.602	5.671	452	-34.083	-4.574	14.012	12.371	-1.041	159.942	-3.845
N .....	165.013	30.602	5.671	452	-34.083	-4.574	14.012	14.441	-2.020	163.035	-3.845
1992-I sem. V ...	75.897	-4.444	11.133	-4.304	-14.166	-13.728	400	-1.548	1.016	72.732	-22.863
N ...	76.571	-4.444	11.133	-4.304	-14.166	-13.728	400	-3.543	-575	69.820	-22.863
II sem. V ...	15.223	65	35.346	-1.231	21.281	21.433	10.580	1.722	5.960	90.112	20.166
N ...	15.238	65	35.346	-1.231	21.281	21.433	10.580	1.856	4.606	88.908	20.166
1993-I sem. V ...	66.419	493	17.729	621	-25.487	-26.217	1.678	6.635	-1.637	65.337	-24.335
N ...	66.420	493	17.729	621	-25.487	-26.217	1.678	8.631	-1.624	67.348	-24.335
II sem. V ...	96.593	30.108	-12.059	-169	-8.595	21.643	12.334	5.736	596	94.605	20.491
N ...	98.593	30.108	-12.059	-169	-8.595	21.643	12.334	5.809	-395	95.687	20.491
1993-Gen. N ....	7.197	17	4.758	-	-2.540	-2.607	2.152	70	-1.070	10.567	-2.517
Feb. N ....	12.015	-3	1.980	487	-3.658	-3.587	-1.081	1.325	90	10.671	-3.165
Mar. N ....	15.127	68	3.646	350	7.371	6.557	-901	3.664	669	29.576	7.792
Apr. N ....	12.692	382	3.999	-167	2.804	3.648	1.063	-952	-33	19.573	3.026
Mag. N ....	12.161	15	2.846	-41	2.312	2.596	-62	515	-349	17.423	2.293
Giu. N ....	7.228	15	501	-8	-31.777	-32.824	507	4.010	-932	-20.463	-31.764
Lug. N ....	12.810	-249	-707	-	-3.427	-3.749	-79	-944	44	7.697	-3.666
Ago. N ....	6.794	22	-2.850	-13	2.376	2.160	-1.300	267	688	5.975	2.392
Set. N ....	11.530	-163	-1.055	-	11.647	11.695	35	7.176	-590	28.743	11.493
Ott. N ....	12.426	5	-2.838	-1	8.078	8.233	378	-1.137	407	17.314	8.093
Nov. N ....	12.437	-195	-1.507	-35	8.417	8.163	200	1.544	-114	20.977	8.196
Dic. N ....	42.596	30.687	-3.102	-120	-35.686	-4.859	13.100	-1.096	-829	14.984	-6.017

Legenda: V = Struttura tradizionale dei conti, N = Struttura dei conti che esclude le Ferrovie, i Monopoli e i Telefoni; cfr. la sezione Note Metodologiche.

## Consistenza del debito del settore statale

(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 delle istituzioni creditizie	Altri debiti interni	Totale mercato interno	Debiti verso BI-UIC	Debiti esteri	TOTALE
1985 V .....	297.190	152.034	59.693	6.013	4.036	518.966	120.286	18.205	657.457
1986 V .....	378.808	160.334	70.960	6.641	3.002	619.744	130.955	17.379	768.077
1987 V .....	436.625	192.332	83.877	8.067	3.046	723.947	137.968	23.322	885.237
1988 V .....	494.139	239.596	94.873	11.548	3.385	843.541	140.522	28.586	1.012.649
1989 V .....	547.133	285.628	110.237	16.628	4.228	963.854	147.474	34.979	1.146.307
1990 V .....	631.003	320.101	122.954	19.802	5.506	1.099.365	147.752	48.656	1.295.773
1991 V .....	729.690	335.342	134.648	25.680	6.795	1.232.155	166.923	54.720	1.453.798
1992 -V .....	791.084	387.021	145.628	33.204	6.247	1.363.184	209.445	64.653	1.637.282
N .....	780.197	387.021	145.628	14.855	6.247	1.333.948	209.445	51.531	1.594.924
1993 -I trim V ..	850.979	403.697	145.798	33.757	5.407	1.439.637	183.543	74.258	1.697.428
N ..	840.093	403.697	145.798	15.385	5.407	1.410.380	183.543	61.076	1.654.999
II trim V ..	861.434	406.450	147.306	32.891	4.923	1.453.004	181.010	72.791	1.706.805
N ..	850.548	406.450	147.306	14.555	4.923	1.423.782	181.010	61.193	1.665.984
Lug. V ..	870.900	402.235	147.227	33.555	4.567	1.458.484	183.957	73.351	1.715.791
N ..	860.014	402.235	147.227	14.955	4.567	1.428.997	183.957	61.613	1.674.568
Ago. V ..	883.628	396.538	145.927	35.040	5.243	1.466.376	183.327	74.507	1.724.209
N ..	873.742	396.538	145.927	14.967	5.243	1.436.417	183.327	62.746	1.682.490
Sett. V ..	904.585	402.355	145.962	34.629	4.820	1.492.350	178.498	82.292	1.753.140
N ..	894.699	402.355	145.962	14.799	4.820	1.462.635	178.498	70.499	1.711.631
Ott. V ..	924.230	397.150	146.340	35.032	4.784	1.507.536	181.284	82.147	1.770.966
N ..	914.344	397.150	146.340	15.243	4.784	1.477.860	181.284	70.060	1.729.204
Nov. V ..	935.857	399.440	146.540	35.451	3.923	1.521.210	187.870	86.892	1.795.973
N ..	925.971	399.440	146.540	15.989	3.923	1.491.863	187.870	74.662	1.754.395
Dic. V ..	945.820	390.135	159.640	34.517	3.893	1.534.005	190.312	85.359	1.809.676
N ..	936.934	390.135	159.640	15.055	3.893	1.505.658	190.312	73.084	1.769.054

Legenda: V = Struttura tradizionale dei conti, N = Struttura dei conti che esclude le Ferrovie, i Monopoli e i Telefoni; cfr. la sezione Note Metodologiche.

## Base monetaria

(variazioni in miliardi di lire)

PERIODO	CREAZIONE						TOTALE	UTILIZZO				
	Estero		Tesoro	Mercato aperto	Rifinanziamento	Altri settori		Circolante	Riserve bancarie			
	di cui: pronti contro termine in valuta	Depositi presso B.I.							di cui: ris. obbl.	Altre voci	Totale	
1991 .....	-8.674	-	-9.458	27.172	2.664	-583	11.121	6.906	3.646	3.424	570	4.216
1992 .....	-32.591	29.249	-2.696	42.781	108	858	8.460	9.263	113	1.012	-916	-803
1993 .....	(2.420)	-2.055	(-3.845)	(-12.372)	(-6.390)	(744)	(-19.443)	(4.147)	(-23.594)	(-24.131)	(4)	(-23.590)
1993 - Gen. .	-600	..	-2.517	7.957	-6.972	1.281	-852	-3.091	3.275	2.062	-1.036	2.239
Feb. .	-2.878	-3.097	-3.165	-13.169	24	-933	-20.122	-1.325	-19.186	-19.714	390	-18.796
Mar. .	4.734	2.561	7.792	-21.427	38	-1.531	-10.394	782	-11.105	-10.979	-71	-11.176
Apr. .	-3.283	-768	3.026	2.866	-100	-70	2.440	204	2.939	170	-703	2.236
Mag. .	6	..	2.293	421	-11	-2.240	468	1.016	-1.405	1.132	857	-548
Giu. .	2.721	-751	-31.764	21.263	-26	4.165	-3.641	-1.389	-2.395	17	143	-2.252
Lug. .	-1.230	..	-3.666	7.530	628	-31	3.231	4.269	-91	-1.143	-947	-1.038
Ago. .	-1.985	..	2.392	-2.206	-611	-611	-3.022	-3.968	678	184	268	946
Set. .	7.661	..	11.493	-16.149	40	-1.753	1.292	1.210	68	-1.589	14	82
Ott. .	(-2.916)	..	(8.093)	-5.308	(707)	(-888)	(-313)	(671)	(-407)	(1.984)	(-576)	(-984)
Nov. .	(2.496)	..	(8.196)	(-2.282)	(619)	(1.084)	(10.113)	(1.062)	(7.650)	(2.551)	(1.402)	(9.052)
Dic. .	(-2.305)	..	(-6.016)	(8.133)	(-727)	(2.271)	(1.355)	(4.706)	(-3.615)	(1.194)	(264)	(-3.351)

## Finanziamento 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	BTP	Altri	Totale			
1991 .....	152.344	-21.685	-13.684	-85.410	-16.753	-137.532	-24.270	-161.802	-9.458
1992 .....	162.844	-50.266	-60.632	-37.094	477	-147.515	-18.026	-165.541	-2.696
1993 .....	159.942	(-6.028)	(-11.704)	(-117.670)	(-2.228)	(-137.629)	-26.158	(-163.787)	(-3.845)
1993 - Gen. .	10.160	-4.749	-988	-8.525	2.325	-11.937	-740	-12.677	-2.517
Feb. ....	10.786	-1.949	-3.690	-12.203	4.331	-13.510	-441	-13.951	-3.165
Mar. ....	29.280	-3.296	-1.591	-12.316	-1.152	-18.355	-3.132	-21.487	7.792
Apr. ....	18.485	-4.166	-2.825	-8.554	-932	-16.477	1.018	-15.459	3.026
Mag. ....	17.513	-3.041	-1.899	-11.248	1.155	-15.032	-188	-15.220	2.293
Giu. ....	-20.887	-509	-98	-6.372	-745	-7.723	-3.154	-10.877	-31.764
Lug. ....	7.961	707	439	-10.777	-2.720	-12.351	724	-11.627	-3.666
Ago. ....	6.266	2.837	134	-9.145	3.239	-2.935	-940	-3.875	2.392
Set. ....	28.466	2.339	-43	-10.881	-2.052	-10.638	-6.335	-16.973	11.493
Ott. ....	17.552	1.603	120	-11.839	533	-9.584	125	-9.459	(8.093)
Nov. ....	20.507	1.215	-533	-9.826	-2.015	-11.160	-1.151	-12.311	(8.196)
Dic. ....	13.854	(2.982)	(-730)	(-5984)	(-4.196)	(-7.928)	-11.942	(-19.870)	(-6.016)

**Base monetaria**  
(consistenze in miliardi di lire)

PERIODO	CREAZIONE							Rifinanziamento	Altri settori
	Estero	Crediti di BI-UIC al Tesoro							
		<i>di cui:</i> pronti c/termine in valuta	Totale	<i>di cui:</i>		<i>per memoria:</i> margine disp. sul c/c di tesoreria			
				Titoli di Stato e c/Tesoro	c/c di tesoreria				
1990 .....	103.335	—	147.805	72.596	71.063	6.266	6.132	-58.050	
1991 .....	94.171	—	165.518	87.739	73.074	9.121	8.796	-58.143	
1992 .....	67.089	31.702	204.481	119.483	80.780	9.499	8.905	-61.671	
1993 - Gen. ....	67.567	31.880	209.920	127.456	78.173	14.937	1.932	-61.468	
Feb. ....	67.089	30.889	193.586	114.772	74.586	18.552	1.956	-64.802	
Mar. ....	74.002	33.716	179.951	93.762	81.143	12.645	1.995	-68.512	
Apr. ....	68.253	30.558	185.842	96.843	84.790	9.113	1.895	-66.115	
Mag. ....	67.980	30.372	188.556	97.238	87.387	6.658	1.884	-68.077	
Giu. ....	75.024	30.628	178.055	118.507	54.563	40.943	1.858	-68.235	
Lug. ....	76.172	32.104	181.919	125.788	50.814	44.666	2.487	-70.644	
Ago. ....	74.212	31.905	182.104	123.592	52.974	42.505	1.876	-71.280	
Set. ....	81.088	31.770	177.448	107.280	64.669	30.810	1.916	-72.248	
Ott. ....	(79.173)	32.488	(180.233)	101.976	(72.902)	(22.151)	(2.622)	(-74.137)	
Nov. ....	(83.571)	33.904	(186.147)	(99.464)	(81.065)	(14.181)	(3.241)	(-74.955)	
Dic. ....	(83.936)	33.897	(188.263)	(138.164)	(76.206)	(19.040)	(2.514)	(-75.354)	

PERIODO	UTILIZZO					TOTALE BASE MONETARIA
	Circolante	Riserve bancarie				
		Depositi presso B.I.	Altre voci	Totale		
					<i>di cui:</i> riserva obbligatoria	
1990 .....	69.449	123.726	123.230	6.047	129.773	199.222
1991 .....	76.354	127.372	128.915	6.616	133.989	210.343
1992 .....	85.617	127.485	129.927	5.701	133.186	218.803
1993 - Gen. ....	82.526	130.761	131.989	4.664	135.425	217.951
Feb. ....	81.201	111.574	112.275	5.055	116.629	197.830
Mar. ....	81.983	100.469	101.296	4.984	105.453	187.436
Apr. ....	82.187	103.408	101.466	4.281	107.689	189.875
Mag. ....	83.202	102.003	102.598	5.138	107.141	190.344
Giu. ....	81.814	99.609	102.615	5.280	104.889	186.703
Lug. ....	86.082	99.518	101.472	4.334	103.852	189.934
Ago. ....	82.115	100.196	101.656	4.601	104.797	186.912
Set. ....	83.325	100.263	100.067	4.616	104.879	188.204
Ott. ....	(83.996)	(99.856)	(102.051)	(4.039)	(103.895)	(187.891)
Nov. ....	(85.057)	(107.506)	(104.602)	(5.441)	(112.947)	(198.004)
Dic. ....	(89.764)	(103.891)	(105.796)	(5.705)	(109.596)	(199.360)

## Base monetaria e operazioni della

*(consistenze in*

PERIODO	BASE MONETARIA						
	Circolante	Riserve bancarie				Totale	Variazione percentuale (12 mesi)
		Depositi presso B.I.	<i>di cui:</i> Riserve in eccesso	Cassa contante	Margine disponibile anticipazioni ordinarie		
1990 – Dic. ....	69.569	125.698	197	4.390	897	130.986	9,6
1991 – Dic. ....	77.150	129.111	196	4.719	900	134.730	8,9
1992 – Dic. ....	86.254	130.055	127	4.908	511	135.475	4,2
1993 – Gen. ....	81.821	132.095	113	4.045	569	136.709	3,2
Feb. ....	80.732	112.416	141	3.853	1.137	117.406	4,8
Mar. ....	82.482	101.434	133	4.018	1.249	106.701	6,5
Apr. ....	82.061	101.599	135	4.162	749	106.510	6,9
Mag. ....	83.012	102.731	140	4.323	895	107.948	5,9
Giu. ....	82.203	102.828	176	4.428	793	108.050	5,8
Lug. ....	84.810	101.597	125	4.407	257	106.262	5,7
Ago. ....	83.002	101.783	127	4.262	302	106.347	6,3
Set. ....	83.119	100.229	121	4.447	259	104.935	8,9
Ott. ....	83.663	102.189	132	4.059	240	106.488	9,4
Nov. ....	85.888	104.746	143	4.733	256	109.734	7,5
Dic. ....	90.347	105.917	121	(5.458)	230	(111.605)	(9,0)

## Banca d'Italia: medie di dati giornalieri

(miliardi di lire)

		OPERAZIONI DELLA BANCA D'ITALIA						
TOTALE	Variazione percentuale (12 mesi)	Operazioni temporanee				Acquisti di valuta	Anticipazioni a scadenza fissa	TOTALE
		In titoli			Totale			
		Acquisti	Vendite					
200.555	10,2	1.912	1.052	861	..	2.127	2.988	
211.880	9,7	17.018	89	16.929	..	1.492	18.422	
221.729	7,1	41.277	206	41.071	26.498	3.725	71.294	
218.529	7,0	43.410	287	43.123	31.777	862	75.762	
198.137	7,8	30.718	325	30.393	30.173	..	60.566	
189.183	9,1	16.239	455	15.784	33.262	..	49.046	
188.571	8,7	12.410	434	11.976	32.420	..	44.396	
190.960	8,3	16.581	418	16.164	31.081	44	47.288	
190.253	7,9	34.511	409	34.102	30.041	298	64.441	
191.072	7,0	50.016	355	49.660	31.424	375	81.459	
189.349	7,2	50.208	309	49.899	31.814	81	81.794	
188.054	7,7	34.215	330	33.885	31.577	366	65.829	
190.151	8,1	36.941	301	36.640	31.555	285	68.480	
195.622	7,1	38.170	307	37.863	32.247	371	70.481	
(201.952)	(7,2)	35.913	251	35.662	33.408	135	69.205	

## Operazioni in titoli di Stato di BI-UIC

(miliardi di lire)

PERIODO	MERCATO PRIMARIO			MERCATO APERTO				VARIAZIONI PORTAFO- GLIO BI-UIC
	Sottoscrizioni	Rimborsi	Sottoscrizioni nette	di cui: operazioni temporanee				
				Acquisti pronti c/ termine	Vendite pronti c/ termine	Altre operazioni		
<b>TOTALE</b>								
1991 .....	10.252	22.281	-12.028	27.172	18.000	..	-501	15.144
1992 .....	7.152	17.066	-9.914	42.781	20.256	..	-1.950	32.867
1993 .....	(32.680)	(1.627)	(31.053)	(-12.372)	-754	..	2.687	(18.681)
1993 - Gen. ....	133	116	17	7.957	8.767	..	-360	7.973
Feb. ....	521	36	484	-13.169	-14.021	..	-80	-12.685
Mar. ....	650	232	418	-21.427	-21.000	..	160	-21.009
Apr. ....	398	183	215	2.866	2.999	..	-370	3.080
Mag. ....	18	44	-25	421	3.000	..	180	395
Giu. ....	31	25	6	21.263	22.032	..	590	21.270
Lug. ....	116	365	-249	7.530	7.465	..	-700	7.281
Ago. ....	34	25	10	-2.206	2.502	..	530	-2.197
Set. ....	28	191	-163	-16.149	-15.748	..	-343	-16.311
Ott. ....	32	28	4	5.308	-752	..	1.368	-5.304
Nov. ....	21	251	-230	-2.282	1.036	..	-1.470	-2.512
Dic. ....	(30.698)	(131)	(30.567)	(8.133)	5.038	..	3.182	(38.700)
<i>di cui: BOT</i>								
1991 .....	9.000	16.790	-7.790	4.095	375	..	-356	-3.696
1992 .....	5.300	10.834	-5.534	1.251	6.384	..	-1.350	-4.283
1993 .....	(850)	(398)	(452)	(2.025)	75	..	2.662	(2.477)
1993 - Gen. ....	..	..	..	-3.143	-3.061	..	-265	-3.143
Feb. ....	500	13	487	-592	-838	..	-50	-105
Mar. ....	350	..	350	-2.832	-2.551	..	300	-2.482
Apr. ....	..	167	-167	2.622	2.693	..	-300	2.455
Mag. ....	..	41	-41	-2.777	-1.975	..	100	-2.817
Giu. ....	..	8	-8	4.595	4.095	..	430	4.587
Lug. ....	..	..	..	3.506	3.995	..	-500	3.506
Ago. ....	..	13	-13	3.106	2.854	..	260	3.093
Set. ....	..	..	..	-6.943	-7.001	..	-150	-6.943
Ott. ....	..	1	-1	2.324	1.003	..	1.245	2.322
Nov. ....	..	35	-35	-3.590	-2.162	..	-1.385	-3.625
Dic. ....	..	(120)	(-120)	(5.749)	3.023	..	2.977	(5.629)

Segue: Tav. a25

### Operazioni in titoli di Stato di BI-UIC

(miliardi di lire)

PERIODO	MERCATO PRIMARIO			MERCATO APERTO			VARIAZIONI PORTAFO- GLIO BI-UIC	
	Sottoscrizioni	Rimborsi	Sottoscrizioni nette	di cui: operazioni temporanee				
				Acquisti pronti c/ termine	Vendite pronti c/ termine	Altre operazioni		
<i>di cui: CCT</i>								
1991 .....	154	4.570	-4.416	3.546	7.614	..	-150	-871
1992 .....	508	1.116	-608	10.168	8.059	..	-500	9.560
1993 .....	(10.545)	(321)	(10.224)	(-12.938)	-10.114	..	70	(-2.714)
1993 - Gen. ....	28	7	20	3.566	4.200	..	-150	3.586
Feb. ....	9	2	7	-2.534	-2.965	..	..	-2.527
Mar. ....	7	232	-225	-11.645	-11.283	..	-100	-11.870
Apr. ....	368	9	359	-2.459	-1.828	..	-50	-2.100
Mag. ....	6	3	3	634	1.456	..	50	637
Giu. ....	8	11	-3	9.826	10.168	..	200	9.823
Lug. ....	5	11	-6	-2.101	-2.096	..	-200	-2.107
Ago. ....	8	9	-2	-833	-605	..	250	-834
Set. ....	6	7	-1	-8.127	-7.915	..	-220	-8.127
Ott. ....	6	14	-8	-1.410	-850	..	120	-1.417
Nov. ....	2	8	-6	1.152	1.221	..	-35	1.146
Dic. ....	(10.092)	(7)	(10.085)	(993)	383	..	205	(11.078)
<i>di cui: BTP</i>								
1991 .....	449	75	374	16.477	7.785	..	-140	16.850
1992 .....	1.171	4.689	-3.518	27.742	3.026	..	45	24.223
1993 .....	(21.223)	(407)	(20.816)	(383)	11.265	..	-45	(21.199)
1993 - Gen. ....	105	..	105	6.175	6.461	..	-45	6.280
Feb. ....	10	16	-6	-7.503	-7.626	..	20	-7.509
Mar. ....	292	..	292	-3.392	-3.856	..	-40	-3.099
Apr. ....	12	..	12	1.565	904	..	-20	1.577
Mag. ....	12	..	12	1.735	2.558	..	80	1.747
Giu. ....	22	..	22	5.324	6.334	..	-40	5.346
Lug. ....	80	11	69	5.447	5.091	..	..	5.516
Ago. ....	18	3	15	-4.691	152	..	20	-4.676
Set. ....	22	180	-158	-357	51	..	27	-515
Ott. ....	25	4	21	-6.495	-1.253	..	3	-6.475
Nov. ....	19	190	-171	876	474	..	-50	705
Dic. ....	(20.606)	(4)	(20.602)	(1.700)	1.975	..	..	(22.302)

## Aste dei Buoni ordinari del Tesoro

PERIODO	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
<b>3 MESI</b>												
1993 – metà Feb. ...	8.500	..	8.500	8.250	91	10.678	8.250	..	8.250	97,22	10,38	11,97
fine " ...	15.000	..	15.000	14.500	94	17.228	14.500	..	14.500	97,09	10,53	12,15
metà Mar. ...	8.000	..	8.000	8.500	92	9.866	8.500	..	8.500	97,12	10,66	12,29
fine " ...	19.000	..	19.000	19.500	92	24.466	19.500	..	19.500	97,05	10,93	12,61
metà Apr. ...	8.500	..	8.500	9.000	91	11.219	9.000	..	9.000	97,07	10,98	12,67
fine " ...	16.855	145	17.000	18.000	91	19.785	18.000	..	18.000	97,19	10,50	12,11
metà Mag. ...	8.220	30	8.250	8.750	94	9.985	8.750	..	8.750	97,14	10,34	11,93
fine " ...	14.490	10	14.500	14.000	91	16.829	14.000	..	14.000	97,38	9,75	11,24
metà Giu. ...	8.500	..	8.500	8.000	92	8.973	8.000	..	8.000	97,42	9,48	10,93
fine " ...	19.500	..	19.500	17.500	92	19.310	17.500	..	17.500	97,52	9,09	10,48
metà Lug. ...	9.000	..	9.000	6.000	92	7.559	6.000	..	6.000	97,85	7,83	9,01
fine " ...	18.000	..	18.000	15.000	91	16.250	15.000	..	15.000	97,60	8,89	10,23
metà Ago. ...	8.750	..	8.750	5.000	91	7.501	5.000	..	5.000	97,95	7,53	8,66
fine " ...	14.000	..	14.000	11.500	92	12.011	11.500	..	11.500	97,76	8,17	9,40
metà Set. ...	8.000	..	8.000	5.000	91	6.428	5.000	..	5.000	97,89	7,76	8,93
fine " ...	17.500	..	17.500	14.000	91	15.230	14.000	..	14.000	97,91	7,68	8,84
metà Ott. ...	6.000	..	6.000	4.000	91	5.719	4.000	..	4.000	97,94	7,57	8,71
fine " ...	15.000	..	15.000	12.500	94	14.688	12.500	..	12.500	97,75	8,03	9,24
metà Nov. ...	5.000	..	5.000	3.500	91	8.020	3.500	..	3.500	97,84	7,95	9,15
fine " ...	11.480	20	11.500	10.000	90	12.489	10.000	..	10.000	97,94	7,66	8,81
metà Dic. ...	4.970	30	5.000	4.250	90	5.504	4.250	..	4.250	98,05	7,23	8,31
fine " ...	14.000	..	14.000	12.500	90	12.608	12.398	..	12.398	98,09	7,07	8,14
1994 – metà Gen. ...	4.000	..	4.000	3.000	91	5.590	3.000	..	3.000	98,06	7,11	8,17
fine " ...	12.500	..	12.500	11.500	88	12.935	11.500	..	11.500	98,10	7,20	8,28
metà Feb. ...	3.500	..	3.500	3.000	91	5.902	3.000	..	3.000	98,08	7,03	8,09
<b>6 MESI</b>												
1993 – metà Feb. ...	6.737	13	6.750	7.750	185	8.845	7.750	..	7.750	94,47	10,28	11,88
fine " ...	14.617	..	14.617	15.750	185	16.397	15.750	..	15.750	94,34	10,54	12,18
metà Mar. ...	5.354	..	5.354	6.000	184	7.146	6.000	..	6.000	94,40	10,48	12,11
fine " ...	15.000	..	15.000	16.000	184	16.100	15.750	250	16.000	94,25	10,78	12,47
metà Apr. ...	7.500	..	7.500	8.000	183	8.255	8.000	..	8.000	94,14	11,07	12,80
fine " ...	17.500	..	17.500	18.000	182	20.083	18.000	..	18.000	94,33	10,74	12,42
metà Mag. ...	6.500	..	6.500	6.750	185	10.742	6.750	..	6.750	94,41	10,40	12,02
fine " ...	15.000	..	15.000	16.000	183	17.880	16.000	..	16.000	94,87	9,59	11,08
metà Giu. ...	5.250	..	5.250	5.500	183	7.074	5.500	..	5.500	95,02	9,29	10,73
fine " ...	14.500	..	14.500	15.000	183	17.348	15.000	..	15.000	95,31	8,72	10,05
metà Lug. ...	5.750	..	5.750	6.000	183	6.377	6.000	..	6.000	95,50	8,34	9,62
fine " ...	14.500	..	14.500	14.500	185	15.121	14.500	..	14.500	95,25	8,74	10,08
metà Ago. ...	7.737	13	7.750	7.000	182	7.048	7.000	..	7.000	95,55	8,29	9,56
fine " ...	15.750	..	15.750	15.000	182	16.748	15.000	..	15.000	95,37	8,65	9,97
metà Set. ...	6.000	..	6.000	5.500	181	8.681	5.500	..	5.500	95,50	8,44	9,73
fine " ...	16.000	..	16.000	14.000	181	17.195	14.000	..	14.000	95,92	7,61	8,76
metà Ott. ...	8.000	..	8.000	6.000	182	5.896	5.896	..	5.896	96,04	7,33	8,44
fine " ...	18.000	..	18.000	15.500	182	17.611	15.500	..	15.500	95,73	7,94	9,15
metà Nov. ...	6.750	..	6.750	5.500	182	9.365	5.500	..	5.500	95,63	8,13	9,38
fine " ...	15.985	15	16.000	14.500	182	16.439	14.500	..	14.500	95,58	8,23	9,49
metà Dic. ...	5.500	..	5.500	5.000	182	7.678	5.000	..	5.000	95,93	7,54	8,69
fine " ...	15.000	..	15.000	12.500	182	15.521	12.500	..	12.500	96,11	7,19	8,28
1994 – metà Gen. ...	6.000	..	6.000	5.500	182	7.091	5.500	..	5.500	95,95	7,50	8,64
fine " ...	14.500	..	14.500	14.000	179	17.504	14.000	..	14.000	95,98	7,57	8,73
metà Feb. ...	7.000	..	7.000	6.500	183	8.589	6.500	..	6.500	95,87	7,62	8,78

## Aste dei Buoni ordinari del Tesoro

PERIODO	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	
<b>12 MESI</b>													
1993 – metà Feb. ...	5.500	..	5.500	6.000	367	7.531	6.000	..	6.000	89,40	10,17	11,79	
fine " ...	14.500	..	14.500	15.750	367	14.744	14.552	500	15.052	89,20	10,38	12,04	
metà Mar. ...	5.000	..	5.000	5.000	365	6.021	4.900	100	5.000	89,20	10,44	12,11	
fine " ...	13.000	..	13.000	14.000	365	15.807	14.000	..	14.000	88,65	11,03	12,80	
metà Apr. ...	3.978	22	4.000	4.500	365	6.639	4.500	..	4.500	88,60	11,08	12,87	
fine " ...	11.000	..	11.000	12.000	364	14.322	12.000	..	12.000	89,05	10,63	12,33	
metà Mag. ...	4.499	1	4.500	5.000	367	8.484	5.000	..	5.000	89,25	10,33	11,98	
fine " ...	9.250	..	9.250	10.500	365	12.875	10.500	..	10.500	89,70	9,91	11,48	
metà Giu. ...	3.250	..	3.250	4.000	365	8.843	4.000	..	4.000	90,05	9,54	11,05	
fine " ...	8.992	8	9.000	10.500	365	13.616	10.500	..	10.500	90,65	8,91	10,31	
metà Lug. ...	2.500	..	2.500	5.000	365	6.637	5.000	..	5.000	90,95	8,60	9,95	
fine " ...	10.956	..	10.956	13.500	364	16.434	13.500	..	13.500	90,50	9,09	10,53	
metà Ago. ...	3.000	..	3.000	6.000	365	10.917	6.000	..	6.000	90,90	8,65	10,01	
fine " ...	10.100	..	10.100	12.000	366	20.277	12.000	..	12.000	90,85	8,68	10,04	
metà Set. ...	3.338	..	3.338	6.000	365	18.180	6.000	..	6.000	91,20	8,34	9,65	
fine " ...	10.000	..	10.000	14.000	365	20.412	14.000	..	14.000	91,50	8,04	9,29	
metà Ott. ...	3.999	1	4.000	7.000	364	11.105	7.000	..	7.000	91,70	7,85	9,08	
fine " ...	12.500	..	12.500	17.000	367	22.826	17.000	..	17.000	91,60	7,89	9,12	
metà Nov. ...	5.000	..	5.000	7.000	365	12.328	7.000	..	7.000	91,45	8,09	9,35	
fine " ...	11.000	..	11.000	13.500	365	18.437	13.500	..	13.500	91,15	8,39	9,71	
metà Dic. ...	3.160	90	3.250	3.500	365	9.388	3.500	..	3.500	92,05	7,48	8,64	
fine " ...	12.500	..	12.500	14.500	365	21.480	14.500	..	14.500	92,15	7,38	8,52	
1994 – metà Gen. ...	5.750	..	5.750	7.500	367	12.606	7.500	..	7.500	91,90	7,59	8,77	
fine " ...	15.495	5	15.500	17.000	364	25.705	17.000	..	17.000	92,05	7,50	8,66	
metà Feb. ...	6.000	..	6.000	7.000	366	14.782	7.000	..	7.000	92,00	7,51	8,67	
<b>TOTALE</b>													
1993 – metà Feb. ...	20.737	13	20.750	22.000	–	27.054	22.000	..	22.000	–	10,29	11,89	
fine " ...	44.117	..	44.117	46.000	–	48.368	44.802	500	45.302	–	10,48	12,12	
metà Mar. ...	18.354	..	18.354	19.500	–	23.033	19.400	100	19.500	–	10,55	12,19	
fine " ...	47.000	..	47.000	49.500	–	56.373	49.250	250	49.500	–	10,91	12,62	
metà Apr. ...	19.978	22	20.000	21.500	–	26.114	21.500	..	21.500	–	11,03	12,76	
fine " ...	45.355	145	45.500	48.000	–	54.190	48.000	..	48.000	–	10,62	12,28	
metà Mag. ...	19.219	31	19.250	20.500	–	29.211	20.500	..	20.500	–	10,36	11,97	
fine " ...	38.740	10	38.750	40.500	–	47.584	40.500	..	40.500	–	9,73	11,24	
metà Giu. ...	17.000	..	17.000	17.500	–	24.889	17.500	..	17.500	–	9,43	10,89	
fine " ...	42.992	8	43.000	43.000	–	50.274	43.000	..	43.000	–	8,92	10,29	
metà Lug. ...	17.250	..	17.250	17.000	–	20.574	17.000	..	17.000	–	8,24	9,50	
fine " ...	43.456	..	43.456	43.000	–	47.805	43.000	..	43.000	–	8,90	10,27	
metà Ago. ...	19.487	13	19.500	18.000	–	25.465	18.000	..	18.000	–	8,20	9,46	
fine " ...	39.850	..	39.850	38.500	–	49.036	38.500	..	38.500	–	8,52	9,82	
metà Set. ...	17.338	..	17.338	16.500	–	33.289	16.500	..	16.500	–	8,20	9,46	
fine " ...	43.500	..	43.500	42.000	–	52.837	42.000	..	42.000	–	7,78	8,96	
metà Ott. ...	17.999	1	18.000	17.000	–	22.721	16.896	..	16.896	–	7,60	8,77	
fine " ...	45.500	..	45.500	45.000	–	55.124	45.000	..	45.000	–	7,95	9,16	
metà Nov. ...	16.750	..	16.750	16.000	–	29.713	16.000	..	16.000	–	8,07	9,32	
fine " ...	38.465	35	38.500	38.000	–	47.365	38.000	..	38.000	–	8,14	9,39	
metà Dic. ...	13.630	120	13.750	12.750	–	22.570	12.750	..	12.750	–	7,42	8,55	
fine " ...	41.500	..	41.500	39.500	–	49.608	39.398	..	39.398	–	7,22	8,32	
1994 – metà Gen. ...	15.750	..	15.750	16.000	–	25.287	16.000	..	16.000	–	7,47	8,61	
fine " ...	42.495	5	42.500	42.500	–	56.143	42.500	..	42.500	–	7,44	8,58	
metà Feb. ...	16.500	..	16.500	16.500	–	29.273	16.500	..	16.500	–	7,47	8,61	

## 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
1993 - Set. 21	8.000	8.000	30	30	8,90	8,94
1993 - Set. 22	7.000	7.000	27	27	8,85	8,93
1993 - Set. 24	6.000	6.000	14	14	8,90	8,96
1993 - Set. 27	7.000	7.000	4	4	8,90	8,95
1993 - Ott. 4	4.000	4.000	11	11	8,85	8,96
1993 - Ott. 8	3.000	3.000	21	21	9,10	9,13
1993 - Ott. 11	4.000	4.000	22	22	9,15	9,21
1993 - Ott. 12	7.000	7.000	3	3	9,60	9,63
1993 - Ott. 15	4.000	4.000	31	31	8,90	8,98
1993 - Ott. 18	4.000	4.000	29	29	8,90	8,95
1993 - Ott. 19	7.000	7.000	10	10	9,10	9,12
1993 - Ott. 21	8.500	8.500	20	20	9,10	9,15
1993 - Ott. 25	11.000	11.000	8	8	8,75	8,85
1993 - Ott. 26	7.000	7.000	31	31	8,60	8,66
1993 - Nov. 2	3.000	3.000	15	15	9,15	9,16
1993 - Nov. 3	9.500	9.500	28	28	8,85	8,93
1993 - Nov. 4	3.000	3.000	26	26	8,95	9,02
1993 - Nov. 5	3.000	3.000	28	28	8,95	8,97
1993 - Nov. 10	5.500	5.500	30	30	8,95	8,96
1993 - Nov. 15	8.000	8.000	6	7	8,90	8,95
1993 - Nov. 16	2.500	2.500	29	29	8,95	9,00
1993 - Nov. 22	2.000	2.000	24	24	9,05	9,12
1993 - Nov. 24	7.000	7.000	5	23	9,05	9,11
1993 - Nov. 26	8.000	8.000	24	24	8,95	9,03
1993 - Dic. 2	3.000	3.000	18	18	9,20	9,39
1993 - Dic. 3	12.000	12.000	28	28	8,95	9,05
1993 - Dic. 6	7.500	7.500	28	28	8,75	8,87
1993 - Dic. 10	3.000	3.000	4	5	8,50	8,57
1993 - Dic. 17	5.000	5.000	21	21	8,60	8,66
1993 - Dic. 20	8.000	8.000	8	9	8,55	8,61
1993 - Dic. 23	4.500	4.500	11	11	8,75	8,76
1993 - Dic. 27	9.000	9.000	21	21	8,60	8,69
1993 - Dic. 29	4.500	4.500	22	22	8,65	8,72
1994 - Gen. 4	9.000	9.000	30	31	8,40	8,49
1994 - Gen. 7	9.000	9.000	31	31	8,55	8,57
1994 - Gen. 10	6.000	6.000	4	4	8,85	8,92
1994 - Gen. 17	9.000	9.000	28	28	8,45	8,49
1994 - Gen. 18	6.500	6.500	13	14	8,55	8,59
1994 - Gen. 19	8.500	8.500	13	14	8,60	8,63
1994 - Gen. 25	7.000	7.000	5	6	8,65	8,66
1994 - Gen. 26	8.000	8.000	33	33	8,50	8,57
1994 - Gen. 31	5.000	5.000	32	32	8,50	8,55
1994 - Feb. 1	12.000	12.000	27	28	8,40	8,46
1994 - Feb. 3	12.000	12.000	26	27	8,30	8,37
1994 - Feb. 7	7.000	7.000	28	28	8,45	8,49
1994 - Feb. 11	3.000	3.000	4	4	8,60	8,65
1994 - Feb. 15	9.000	9.000	28	28	8,55	8,62
1994 - Feb. 16	8.000	8.000	28	28	8,45	8,53
1994 - Feb. 18	3.000	3.000	35	35	8,20	8,26

**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)
1992 – Feb. 14	5.074	798	7
1992 – Feb. 28	10.649	942	4
1992 – Mar. 16	4.585	565	1
1992 – Mar. 31	11.027	695	8
1992 – Apr. 15	4.414	..	6
1992 – Apr. 29	9.226	100	7
1992 – Mag.15	4.575	..	7
1992 – Mag.29	8.776	..	6
1992 – Giu. 15	3.214	379	4
1992 – Giu. 29	8.936	1.555	4
1992 – Lug. 15	4.099	380	6
1992 – Lug. 30	9.552	40	8
1992 – Ago. 14	4.628	405	4
1992 – Ago. 31	7.849	1.250	11
1992 – Set. 15	9.801	..	2
1992 – Set. 30	9.936	892	29
1992 – Ott. 15	6.067	..	4
1992 – Ott. 30	14.579	1.065	13
1992 – Nov. 16	5.212	..	10
1992 – Nov. 30	10.819	..	14
1992 – Dic. 15	4.806	..	6
1992 – Dic. 30	15.076	315	15
1993 – Gen.15	7.043	..	4
1993 – Gen.29	13.902	50	7
1993 – Feb. 12	6.331	1.309	3
1993 – Feb. 26	11.617	..	5
1993 – Mar. 15	5.056	..	1
1993 – Mar. 30	12.967	..	3
1993 – Apr. 14	6.729	..	8
1993 – Apr. 30	13.043	..	6
1993 – Mag.14	6.239	..	4
1993 – Mag.31	10.919	100	4
1993 – Giu. 14	5.165	..	4
1993 – Giu. 30	12.164	530	2
1993 – Lug. 15	5.417	30	4
1993 – Lug. 30	11.167	30	4
1993 – Ago. 16	5.565	..	18
1993 – Ago. 30	10.278	590	4
1993 – Set. 15	5.374	..	5
1993 – Set. 30	11.512	140	4
1993 – Ott. 15	4.494	205	3
1993 – Ott. 29	10.340	1.385	4
1993 – Nov. 15	4.450	..	3
1993 – Nov. 30	9.731	..	3
1993 – Dic. 15	5.042	400	2
1993 – Dic. 30	10.346	2.977	4

## Operazioni pronti contro termine in valuta della Banca d'Italia

DATA DELL'ASTA	IMPORTO DELL'OPERAZIONE		DURATA IN GIORNI	TASSO CAMBIO A PRONTI	PUNTI FORWARD		TASSI DI RENDIMENTO	
	Offerto	Accolto			Marginale	Medio ponderato	Marginale	Medio ponderato
<b>ACQUISTI DI DOLLARI</b>								
1993- Giu. 10 ...	5.000	5.000	30	1.490,00	8,57	8,62	10,17	10,21
1993- Giu. 15 ...	5.000	5.000	32	1.477,50	8,81	8,85	9,91	9,94
1993- Giu. 18 ...	4.000	4.000	30	1.525,00	8,47	8,49	9,94	9,95
1993- Lug. 1 ...	3.000	3.000	31	1.546,75	8,66	8,69	9,71	9,73
1993- Lug. 12 ...	5.000	5.000	62	1.593,50	16,65	16,78	9,35	9,40
1993- Lug. 15 ...	5.000	5.000	31	1.594,00	8,24	8,28	9,21	9,23
1993- Lug. 20 ...	4.000	4.000	62	1.586,00	16,51	16,55	9,27	9,28
1993- Ago. 4 ...	3.000	3.000	61	1.597,50	15,36	15,40	8,96	8,97
1993- Ago. 17 ...	5.000	5.000	61	1.604,00	16,25	16,33	9,26	9,29
1993- Set. 10 ...	5.000	5.000	62	1.542,50	15,10	15,17	8,90	8,93
1993- Set. 20 ...	4.000	4.000	61	1.562,00	15,26	15,28	8,98	8,99
1993- Ott. 4 ...	3.000	3.000	61	1.595,00	14,73	14,77	8,67	8,68
1993- Ott. 15 ...	5.000	5.000	62	1.593,50	14,67	14,71	8,56	8,58
1993- Nov. 11 ...	5.000	5.000	64	1.647,00	15,70	15,73	8,90	8,91
1993- Nov. 18 ...	4.000	4.000	30	1.672,50	7,77	7,81	8,71	8,74
1993- Dic. 2 ...	3.000	3.000	63	1.716,50	16,46	16,50	9,01	9,03
1993- Dic. 16 ...	5.000	5.000	64	1.693,00	15,10	15,17	8,30	8,32
1993- Dic. 20 ...	4.000	4.000	33	1.687,00	7,85	7,88	8,28	8,30
1994- Gen. 13 ...	5.000	5.000	31	1.688,50	7,46	7,49	8,27	8,29
1994- Gen. 20 ...	4.000	4.000	59	1.703,00	14,13	14,15	8,28	8,29
1994- Feb. 3 ...	3.000	3.000	59	1.689,00	14,08	14,12	8,36	8,38
1994- Feb. 16 ...	5.000	5.000	59	1.678,50	13,81	13,85	8,55	8,56
1994- Feb. 17 ...	5.000	5.000	28	1.681,00	6,57	6,60	8,48	8,50
<b>ACQUISTI DI MARCHI</b>								
1992- Nov. 6 ...	2.000	2.000	14	857,50	1,85	1,87	14,57	14,61
1992- Nov. 20 ...	4.000	4.000	7	863,00	0,77	0,78	13,47	13,56
1992- Nov. 27 ...	4.000	4.000	14	873,00	1,26	1,28	12,66	12,71
1992- Dic. 11 ...	4.000	4.000	31	888,00	2,87	2,99	12,91	13,07
1993- Gen. 13 ...	4.000	4.000	14	925,00	1,38	1,40	12,47	12,54
1993- Gen. 27 ...	4.000	4.000	14	920,00	1,01	1,04	11,58	11,66
1993- Feb. 10 ...	4.000	4.000	28	926,50	1,72	1,74	11,03	11,06
1993- Mar. 10 ...	5.000	5.000	14	967,50	1,02	1,06	11,22	11,34
1993- Mar. 24 ...	5.000	5.000	31	968,75	2,18	2,21	11,20	11,23
1993- Apr. 22 ...	5.000	5.000	30	955,50	2,32	2,36	11,12	11,17
1993- Mag. 24 ...	5.000	5.000	33	908,00	2,11	2,15	10,37	10,41
1993- Giu. 24 ...	5.000	5.000	30	901,25	1,33	1,37	9,66	9,71
1993- Lug. 26 ...	5.000	5.000	33	934,00	2,38	2,43	9,80	9,86
1993- Ago. 26 ...	5.000	5.000	31	947,50	1,96	2,00	9,29	9,34
1993- Sett. 28 ...	5.000	5.000	29	966,00	1,32	1,34	8,64	8,67
1993- Ott. 27 ...	5.000	5.000	31	968,00	1,65	1,67	8,55	8,57
1993- Nov. 25 ...	5.000	5.000	14	987,50	0,90	0,91	8,79	8,81
1993- Dic. 9 ...	5.000	5.000	31	980,50	1,79	1,81	8,44	8,47
1994- Gen. 11 ...	5.000	5.000	32	982,00	2,04	2,05	8,47	8,49
1994- Feb. 10 ...	5.000	5.000	28	959,75	1,61	1,62	8,29	8,31

**Tassi ufficiali**  
(valori percentuali)

DATA	Sconto	Anticipazione ordinaria (base) (a)	Maggiorazione  (b)	Anticipazione a scadenza fissa (a) + (b)
1991 – Mag. 13 .....	11,50	11,50	..	11,50
Nov. 26 .....	11,50	11,50	0,50	12,00
Dic. 23 .....	12,00	12,00	0,50	12,50
1992 – Giu. 5 .....	12,00	12,00	1,00	13,00
Lug. 6 .....	13,00	13,00	1,50	14,50
Lug. 17 .....	13,75	13,75	1,50	15,25
Ago. 4 .....	13,25	13,25	1,50	14,75
Set. 4 .....	15,00	15,00	1,50	16,50
Ott. 9 .....	15,00	15,00	1,00	16,00
Ott. 26 .....	14,00	14,00	1,00	15,00
Nov. 13 .....	13,00	13,00	1,00	14,00
Dic. 23 .....	12,00	12,00	1,00	13,00
1993 – Feb. 4 .....	11,50	11,50	1,00	12,50
Apr. 23 .....	11,00	11,00	1,00	12,00
Mag. 21 .....	10,50	10,50	1,00	11,50
Giu. 14 .....	10,00	10,00	1,00	11,00
Lug. 6 .....	9,00	9,00	1,00	10,00
Set. 10 .....	8,50	8,50	1,00	9,50
Ott. 22 .....	8,00	8,00	1,00	9,00
1994 – Feb. 18 .....	7,50	7,50	1,00	8,50

**Tassi**  
(valori)

PERIODO	OPERAZIONI DELLA BANCA D'ITALIA					
	Sconto	Anticipaz. a scadenza fissa	Pronti c/termine in valuta		Pronti c/termine	
			Acquisti		Acquisti	
			minimo	medio	minimo	medio
1990 .....	12,50	13,49	–	–	11,52	11,90
1991 .....	12,00	12,04	–	–	10,76	10,89
1992 .....	12,00	13,00	13,80	13,89	13,42	13,57
1993 .....	8,00	9,00	9,96	9,99	10,07	10,14
1992 – Set. ....	15,00	16,50	–	–	17,49	18,06
Ott. ....	14,00	15,00	14,24	14,28	14,44	14,58
Nov. ....	13,00	14,00	13,84	13,92	12,80	12,92
Dic. ....	12,00	13,00	13,33	13,47	12,21	12,33
1993 – Gen. ....	12,00	13,00	12,29	12,35	12,06	12,14
Feb. ....	11,50	12,50	11,11	11,14	11,23	11,31
Mar. ....	11,50	12,50	11,09	11,13	11,23	11,27
Apr. ....	11,00	12,00	10,98	11,02	11,13	11,18
Mag. ....	10,50	11,50	10,63	10,67	10,75	10,78
Giu. ....	10,00	11,00	10,05	10,08	10,08	10,18
Lug. ....	9,00	10,00	9,47	9,50	9,34	9,42
Ago. ....	9,00	10,00	9,17	9,20	9,41	9,51
Set.. ....	8,50	9,50	8,84	8,86	8,97	9,03
Ott.. ....	8,00	9,00	8,59	8,61	9,01	9,06
Nov.. ....	8,00	9,00	8,80	8,82	8,98	9,03
Dic.. ....	8,00	9,00	8,51	8,53	8,73	8,81
1994 – Gen. ....	8,00	9,00	8,34	8,36	8,56	8,61

d'interesse  
percentuali)

in titoli		BUONI ORDINARI DEL TESORO			
		3 mesi	6 mesi	12 mesi	Media
massimo	medio				
11,29	11,02	12,28	12,33	12,53	12,38
13,69	13,21	12,66	12,53	12,39	12,54
–	–	14,48	14,38	14,02	14,32
–	–	10,47	10,52	10,74	10,58
–	–	18,05	18,52	17,02	17,98
–	–	15,52	16,15	15,92	15,85
–	–	15,37	15,23	15,40	15,33
–	–	14,45	14,35	14,10	14,33
–	–	12,52	11,98	12,59	12,38
–	–	12,08	12,08	11,97	12,05
–	–	12,51	12,37	12,62	12,50
–	–	12,30	12,54	12,48	12,43
–	–	11,51	11,36	11,64	11,49
–	–	10,62	10,23	10,51	10,46
–	–	9,88	9,95	10,37	10,05
–	–	9,18	9,84	10,03	9,71
–	–	8,86	9,03	9,40	9,10
–	–	9,11	8,95	9,11	9,06
–	–	8,90	9,46	9,59	9,37
–	–	8,18	8,40	8,54	8,38
–	–	8,26	8,70	8,69	8,59

## Tassi d'interesse bancari a breve termine

PERIODO	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	
1990 .....	12,40	14,52	14,39	13,72	12,35	9,67	6,73	10,50	10,59	12,37	13,77	13,00
1991 .....	12,25	12,30	13,10	12,92	12,28	9,67	6,67	10,46	10,29	12,12	13,83	13,00
1992 .....	13,58	12,72	13,94	13,85	13,59	11,56	7,41	12,26	11,47	14,20	16,93	14,00
1993 - Gen. ...	13,30	12,68	12,65	12,67	12,40	11,09	7,17	11,82	11,16	13,38	16,23	13,63
Feb. ....	12,34	11,58	11,50	11,50	11,21	10,54	6,90	11,13	10,69	12,70	15,65	12,75
Mar. ....	11,85	11,31	11,32	11,35	11,07	10,30	6,85	10,73	10,43	12,26	15,03	12,63
Apr. ....	11,78	11,29	11,37	11,45	11,16	10,15	6,87	10,50	10,26	12,10	14,68	12,38
Mag. ...	11,33	10,80	10,82	10,81	10,53	9,68	6,58	10,08	9,99	11,74	14,36	11,88
Giu. ....	10,81	10,37	10,27	10,25	9,96	9,27	6,30	9,57	9,52	11,31	13,94	11,63
Lug. ....	9,99	9,48	9,63	9,54	9,27	8,71	5,83	8,75	8,88	10,73	13,56	10,88
Ago. ....	10,11	9,83	9,62	9,33	9,10	8,48	5,59	8,26	8,22	10,44	13,18	10,88
Set. ....	9,46	9,06	9,13	9,11	8,93	8,33	5,52	8,09	8,05	10,10	12,90	10,38
Ott. ....	9,11	9,08	8,83	8,78	8,59	8,12	5,35	7,79	7,68	9,79	12,55	10,00
Nov. ....	9,03	8,87	8,98	9,01	8,83	7,84	5,19	7,48	7,28	9,56	12,28	9,88
Dic. ....	8,85	8,67	8,66	8,59	8,40	7,78	5,27	7,40	7,24	9,62	11,99	9,88
1994 - Gen. ...	(8,96)	8,66	8,53	8,42	8,24	(7,64)	(5,27)	(7,29)	(7,09)	(9,57)	(11,73)	9,88

## Principali voci di situazione delle aziende di credito

(consistenze in miliardi di lire)

PERIODO	ATTIVO										
	Riserve bancarie	Impieghi		Titoli			Azioni e parte- cipazioni	Soffe- renze	Rapporti inter- bancari	Rapporti con ICS	Capitali fruttiferi sul- l'estero
		in lire	in valuta	di cui:							
				BOT	altri titoli di Stato						
1990 .....	128.781	437.406	58.516	191.051	24.857	107.934	21.484	28.267	82.414	9.327	103.099
1991 .....	132.952	500.199	69.494	196.776	27.603	115.100	32.120	32.613	82.428	10.890	106.560
1992 .....	132.003	521.645	116.162	211.778	19.460	139.295	36.290	37.428	136.214	19.107	122.534
1993 - Gen. .	134.284	519.930	116.848	169.150	13.554	113.892	35.831	38.390	108.931	17.594	106.936
Feb. .	115.818	514.853	123.005	184.951	19.876	125.859	35.932	39.046	112.654	17.373	124.878
Mar. .	104.523	512.156	122.239	213.866	24.254	146.838	35.786	39.916	114.872	17.224	127.440
Apr. .	106.847	522.490	110.913	214.360	26.829	147.029	36.221	40.824	111.951	18.712	117.622
Mag. .	106.341	515.771	105.908	213.613	31.819	141.785	36.083	42.011	115.332	19.377	119.494
Giu. .	104.021	532.174	103.744	213.975	35.603	133.126	35.437	42.247	121.024	19.812	128.678
Lug. .	103.027	540.402	104.307	199.496	29.587	132.121	35.669	43.278	109.426	17.824	128.256
Ago. .	104.034	529.131	102.040	197.283	29.080	132.138	35.692	44.279	116.811	18.660	144.167
Set. .	104.033	523.250	100.313	232.578	42.825	151.634	35.923	45.049	118.612	19.149	137.547
Ott. .	103.169	527.095	99.257	241.811	44.169	161.107	36.835	46.225	119.979	20.130	132.414
Nov. .	112.094	521.544	100.035	246.584	46.513	162.779	37.266	47.029	125.175	21.625	141.040
Dic. .	108.610	(546.792)	(94.210)	(255.223)	(52.046)	(161.458)	(38.115)	(46.335)	(142.701)	(23.453)	(157.227)

PERIODO	PASSIVO										
	Depositi			Depositi in valuta di residenti	Fondi di terzi in amm.ne	Crediti da BI-UIC	Rapporti inter- bancari	Rapporti con ICS	Patri- monio	Provvista sull'estero	Saldo altre voci
	di cui: in conto corrente	di cui: certificati di deposito									
1990 .....	686.279	390.416	119.397	4.097	1.724	7.563	89.751	7.141	95.695	158.081	10.014
1991 .....	748.800	435.469	153.493	5.203	1.821	8.826	88.022	7.780	126.499	187.942	-10.861
1992 .....	775.946	431.273	200.998	11.274	1.613	8.870	141.228	7.486	153.592	253.805	-20.653
1993 - Gen. .	735.944	391.040	203.703	12.930	1.595	1.899	113.503	7.634	166.020	238.441	-30.072
Feb. .	737.997	389.197	209.844	13.086	1.660	1.921	119.642	7.598	165.299	248.783	-27.475
Mar. .	749.119	395.369	217.654	13.574	1.654	1.963	121.195	6.970	163.596	255.708	-25.758
Apr. .	754.075	396.970	221.352	12.921	1.623	1.907	118.137	6.641	161.176	233.806	-10.343
Mag. .	757.315	399.291	223.850	12.379	1.587	1.846	122.596	6.143	161.683	229.115	-18.734
Giu. .	764.966	407.128	225.993	12.118	1.548	1.822	128.612	8.184	162.295	232.123	-10.558
Lug. .	750.565	391.428	227.702	12.192	1.570	2.439	116.860	7.471	163.539	232.591	-5.543
Ago. .	754.886	394.678	228.622	13.366	1.538	1.836	124.684	6.170	163.620	237.480	-11.484
Set. .	773.836	410.651	230.634	13.980	1.524	1.877	127.899	6.669	164.374	234.652	-8.359
Ott. .	778.488	413.416	231.754	12.885	1.526	2.546	126.930	6.607	165.380	235.404	-2.852
Nov. .	775.951	410.590	233.242	14.048	1.513	3.172	134.407	5.833	166.936	244.476	6.056
Dic. .	(835.625)	(461.132)	(235.171)	(14.204)	(1.294)	2.454	(154.472)	(8.143)	(166.302)	(248.932)	(-18.760)

### 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
1990 .....	5.504	273.241	1.708	15.909	4.867	5.476	1.311	3.857
1991 .....	7.362	310.195	963	15.779	5.426	6.097	1.903	4.769
1992 .....	5.921	342.757	458	14.793	5.076	7.879	2.506	7.855
1993 - Gen. ....	5.505	344.212	318	15.025	4.997	8.256	2.214	7.770
Feb. ....	6.565	347.081	318	16.519	4.995	8.802	2.303	7.135
Mar. ....	6.982	350.628	318	18.522	5.115	8.824	2.315	8.969
Apr. ....	6.417	352.801	318	19.994	5.115	8.505	2.162	9.442
Mag. ....	6.239	355.646	318	19.854	5.050	8.396	2.127	9.585
Giu. ....	7.281	354.172	159	16.411	4.912	8.460	2.008	8.942
Lug. ....	8.599	358.939	159	20.268	4.912	9.125	2.074	8.211
Ago. ....	6.491	363.816	159	18.057	4.912	9.244	2.090	8.076
Sett. ....	6.282	365.417	159	20.744	4.695	9.107	2.153	6.712
Ott. ....	7.551	369.431	159	21.239	4.688	9.258	2.268	6.446
Nov. ....	7.161	373.963	159	20.624	4.675	9.597	2.349	6.027
Dic. ....	....	(375.920)	....	....	....	....	....	....

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							
1990 .....	135.790	1.759	64.836	8.478	3.712	4.149	30.867	73.944	-11.662
1991 .....	153.053	976	72.505	7.601	3.618	4.103	35.999	91.330	-16.693
1992 .....	166.223	483	77.145	10.606	2.461	4.180	36.401	112.866	-23.120
1993 - Gen. ....	166.177	340	78.352	10.970	2.505	4.276	36.401	112.529	-23.254
Feb. ....	167.948	332	80.976	10.289	2.526	4.317	36.401	115.965	-25.034
Mar. ....	169.943	330	82.032	10.205	3.081	4.123	37.712	118.481	-24.234
Apr. ....	171.744	330	82.283	10.938	3.042	4.349	37.712	116.999	-22.642
Mag. ....	172.856	330	82.689	11.465	3.209	4.206	37.712	117.451	-22.704
Giu. ....	174.832	330	82.905	12.530	3.518	4.213	38.346	115.516	-29.844
Lug. ....	176.856	191	82.890	11.278	3.680	4.242	38.346	118.103	-23.298
Ago. ....	178.668	179	81.806	11.954	3.647	4.252	38.346	118.950	-24.956
Sett. ....	180.564	174	82.238	12.401	3.329	3.914	38.501	119.358	-25.211
Ott. ....	186.587	174	82.413	13.327	3.292	3.947	38.501	119.516	-26.715
Nov. ....	190.656	174	81.645	14.641	3.210	4.042	38.501	120.657	-28.971

**Impieghi per branche di attività economica***(consistenze in miliardi di lire e variazioni percentuali)***Dicembre 1993**

BRANCHE DI ATTIVITÀ ECONOMICA	AZIENDE DI CREDITO				ISTITUTI DI CREDITO SPECIALE			
	Imprese		Famiglie produttrici		Imprese		Famiglie produttrici	
	consistenze	variazioni percentuali (12 mesi)	consistenze	variazioni percentuali (12 mesi)	consistenze	variazioni percentuali (12 mesi)	consistenze	variazioni percentuali (12 mesi)
Prodotti dell'agricoltura, della silvicoltura e della pesca .....	9.756	-2,6	7.337	8,4	7.461	1,2	5.716	7,1
Prodotti energetici .....	10.791	9,6	68	11,5	12.180	23,7	16	14,3
Minerali e metalli ferrosi e non ferrosi	7.517	5,2	315	-2,2	3.467	3,2	35	16,7
Minerali e prodotti a base di minerali non metallici .....	10.055	0,4	1.944	5,1	4.973	-1,9	251	4,6
Prodotti chimici .....	10.208	-4,1	474	3,9	4.777	-8,1	61	22,0
Prodotti in metallo esclusi le macchine e i mezzi di trasporto .....	16.738	4,3	5.074	4,6	5.256	10,9	488	6,3
Macchine agricole e industriali .....	15.966	-6,3	2.087	1,8	7.931	-10,0	375	-3,6
Macchine per ufficio, elaborazione dati, strumenti di precisione, ottica e simili .....	3.273	-9,7	381	6,4	1.677	-20,4	46	9,5
Materiale e forniture elettriche .....	12.208	-4,2	1.222	5,2	4.528	-17,4	129	13,2
Mezzi di trasporto .....	7.214	-13,2	629	1,5	4.574	-19,0	91	-2,2
Prodotti alimentari, bevande e prodotti a base di tabacco .....	16.988	-8,2	2.941	4,4	8.257	-2,2	661	3,3
Prodotti tessili, cuoio e calzature, abbigliamento .....	26.302	-5,3	5.657	-0,3	5.919	5,8	591	9,4
Carta e prodotti della stampa e editoria	8.232	-1,3	1.514	5,1	3.987	2,8	167	15,2
Prodotti in gomma e in plastica .....	6.216	4,1	1.286	3,0	1.916	2,6	134	16,5
Altri prodotti industriali .....	11.413	4,4	4.741	7,8	3.038	9,1	504	6,3
Edilizia e opere pubbliche .....	51.928	11,7	13.895	6,3	35.910	21,3	4.074	11,6
Servizi del commercio .....	65.753	0,9	30.327	5,8	13.637	9,3	5.392	5,8
Alberghi e pubblici esercizi .....	5.348	3,5	4.660	12,3	4.975	3,3	2.507	8,3
Servizi dei trasporti interni .....	7.325	5,4	2.783	1,0	11.438	-36,9	258	19,4
Servizi dei trasporti marittimi e aerei	3.225	29,7	49	-16,9	2.384	21,0	5	0
Servizi connessi con i trasporti .....	3.261	-10,9	362	10,4	3.137	27,6	67	1,5
Servizi delle comunicazioni .....	1.682	87,7	18	5,9	10.392	-0,9	1	0
Altri servizi destinabili alla vendita ..	52.880	7,3	8.766	11,0	24.856	10,9	2.447	13,0
TOTALE GENERALE .....	364.279	2,0	96.530	6,1	186.670	2,2	24.016	8,2
CREDITO ACCORDATO .....	580.251	1,1	117.578	3	227.878	-4,5	23.272	1,3

**Fondi comuni mobiliari di diritto italiano:**
*(valori di bilancio di fine*

PERIODO	TITOLI IN LIRE						
	Titoli di Stato				Obbligazioni	Azioni	TOTALE
	di cui:						
	BOT	BTP	CCT				
1990 .....	23.250	2.168	1.487	17.347	3.829	10.813	37.893
1991 .....	30.504	1.049	5.904	19.699	3.513	8.297	42.313
1992 .....	32.174	1.492	6.726	18.727	2.657	6.576	41.407
1993 .....	51.298	2.630	24.799	18.583	2.174	12.220	65.692
1991 –IV trim. ....	30.504	1.049	5.904	19.699	3.513	8.297	42.313
1992 –I trim. ....	31.448	894	6.815	19.603	3.095	8.045	42.589
II " .....	34.234	888	7.058	21.128	3.001	7.262	44.498
III " .....	27.626	790	4.124	17.547	2.694	5.132	35.452
IV " .....	32.174	1.492	6.726	18.727	2.657	6.576	41.407
1993 –I trim. ....	33.720	706	10.931	17.939	2.216	7.407	43.343
II " .....	38.520	1.121	12.317	21.831	1.845	9.109	49.474
III " .....	46.893	1.436	19.274	21.293	2.083	10.825	59.801
IV " .....	51.298	2.630	24.799	18.583	2.174	12.220	65.692
1992 –Dic. ....	32.174	1.492	6.726	18.727	2.657	6.576	41.407
1993 –Gen. ....	32.422	689	7.007	19.628	2.427	7.180	42.029
Feb. ....	32.163	661	7.911	19.053	2.359	7.642	42.164
Mar. ....	33.720	706	10.931	17.939	2.216	7.407	43.343
Apr. ....	33.868	941	10.559	19.124	2.086	8.301	44.255
Mag. ....	36.457	861	11.409	20.904	1.881	8.640	46.978
Giu. ....	38.520	1.121	12.317	21.831	1.845	9.109	49.474
Lug. ....	40.955	1.700	13.335	22.331	1.905	9.876	52.735
Ago. ....	43.109	1.528	16.411	21.409	1.991	11.610	56.710
Set. ....	46.893	1.426	19.274	21.293	2.083	10.825	59.801
Ott. ....	50.461	2.246	23.615	19.858	2.118	10.753	63.332
Nov. ....	47.146	2.849	20.620	18.930	2.093	10.231	59.469
Dic. ....	51.298	2.630	24.799	18.583	2.174	12.220	65.692

## portafoglio titoli 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
5.428	3.869	1.138	44.459	47.379	15.146	829
8.373	5.211	938	51.624	56.191	21.859	5.315
13.890	6.319	727	56.024	60.663	26.717	732
35.243	14.244	1.140	102.075	110.093	67.776	33.462
8.373	5.211	938	51.624	56.191	5.840	878
10.073	5.698	1.055	53.717	59.753	8.577	3.477
10.319	5.289	842	55.658	61.074	7.131	1.591
11.801	4.911	952	48.204	56.604	5.075	-2.977
13.890	6.319	727	56.024	60.663	5.934	-1.359
17.921	7.934	763	61.997	66.086	10.680	2.823
18.716	8.387	708	68.898	73.521	12.026	3.490
24.385	10.405	1.051	85.237	89.675	7.223	4.277
35.243	14.244	1.140	102.075	110.093	26.516	15.748
13.890	6.319	727	56.024	60.663	26.717	732
14.517	6.489	781	57.327	61.900	2.272	159
15.515	7.025	872	58.551	64.256	3.511	995
17.891	7.934	763	61.997	66.086	4.897	1.669
17.201	7.785	739	62.195	67.846	4.114	919
17.030	8.075	814	64.822	70.368	4.146	1.163
18.716	8.382	708	68.898	73.521	3.766	1.408
20.442	9.084	626	73.803	78.532	5.514	3.081
23.022	10.200	815	80.547	85.609	5.817	4.043
24.385	10.404	1.051	85.237	89.675	7.223	4.277
27.137	11.780	974	91.442	97.141	9.075	6.388
31.241	12.188	947	91.657	101.900	9.808	5.554
35.243	14.244	1.140	102.075	110.093	7.633	3.806

**Attività di gestione**  
(valori di mercato di fine periodo;

PERIODO	Titoli di Stato				Obbligazioni	
	di cui:			CCT	Italiane	Estere
	BOT	BTP				
<b>1992 - IV trim.</b>						
SIM .....	1.680	106	596	1.007	237	794
Fiduciarie .....	7.525	730	879	5.120	1.067	2.082
Enti creditizi .....	66.361	3.621	7.269	49.115	11.270	3.911
<b>Totale ...</b>	<b>75.566</b>	<b>4.457</b>	<b>8.744</b>	<b>55.242</b>	<b>12.574</b>	<b>6.787</b>
<b>1993 - I trim.</b>						
SIM .....	2.306	147	433	1.388	271	1.140
Fiduciarie .....	7.746	801	1.665	4.570	1.030	2.312
Enti creditizi .....	66.188	4.214	7.063	48.417	11.073	5.166
<b>Totale ...</b>	<b>76.240</b>	<b>5.162</b>	<b>9.161</b>	<b>54.375</b>	<b>12.374</b>	<b>8.618</b>
<b>1993 - II trim.</b>						
SIM .....	2.364	55	690	1.284	322	1.123
Fiduciarie .....	8.498	985	2.202	4.792	899	2.219
Enti creditizi .....	72.074	6.726	7.799	51.910	11.298	4.984
<b>Totale ...</b>	<b>82.936</b>	<b>7.766</b>	<b>10.691</b>	<b>57.986</b>	<b>12.519</b>	<b>8.326</b>
<b>1993 - III trim.</b>						
SIM .....	2.656	38	736	1.418	405	1.366
Fiduciarie .....	8.680	914	2.681	4.605	894	2.279
Enti creditizi .....	78.382	5.260	10.308	57.467	12.084	6.433
<b>Totale ...</b>	<b>89.718</b>	<b>6.212</b>	<b>13.725</b>	<b>63.490</b>	<b>13.383</b>	<b>10.078</b>

**patrimoniale***(miliardi di lire)*

Titoli azionari		Altre attività finanziarie	Portafoglio totale	Patrimonio gestito	Per memoria	
Italiani	Esteri				Raccolta lorda	Raccolta netta
296	42	545	3.970	4.210	874	279
1.012	77	1.015	12.778	14.166	2.259	-5
1.315	77	846	83.778	87.753	6.204	-1.649
<b>2.623</b>	<b>196</b>	<b>2.406</b>	<b>100.526</b>	<b>106.129</b>	<b>9.337</b>	<b>-1.375</b>
448	67	447	4.678	5.159	1.009	390
1.002	90	1.282	13.463	14.570	2.234	-190
1.387	70	1.063	84.948	90.780	7.370	-1.808
<b>2.837</b>	<b>227</b>	<b>2.792</b>	<b>103.089</b>	<b>110.509</b>	<b>10.613</b>	<b>-1.608</b>
517	95	657	5.079	5.591	814	84
1.111	95	1.493	14.313	15.248	3.339	1.382
1.919	188	563	91.026	95.698	12.080	322
<b>3.547</b>	<b>378</b>	<b>2.713</b>	<b>110.418</b>	<b>116.537</b>	<b>16.233</b>	<b>1.788</b>
641	122	847	6.038	6.482	1.261	691
1.195	114	1.761	14.922	16.354	2.493	464
2.301	220	653	100.074	104.877	8.483	3.801
<b>4.137</b>	<b>456</b>	<b>3.261</b>	<b>121.034</b>	<b>127.713</b>	<b>12.237</b>	<b>4.956</b>

## 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	
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	-9.013	-4.168	125.039	18.370
1990 .....	116.753	5.985	-2.592	120.147	-1.906	-577	-8.640	3.776	127.493	21.246
1991 .....	127.133	15.939	3.813	146.884	16.526	-597	6.210	6.726	118.019	18.363
1992 .....	136.437	10.848	-3.464	143.821	32.780	-691	14.390	1.500	95.842	16.194
1993 .....	165.981	(26.636)	(-1.549)	(191.068)	(17.618)	249	(44.250)	17.035	(111.916)	(13.560)
1991 -IV trim ..	35.663	6.132	1.515	43.309	20.737	-102	27.120	701	-5.147	9.246
1992 -I trim ..	40.704	4.237	-755	44.187	3.108	-202	-14.760	540	55.501	5.462
II " ..	44.714	4.342	-768	48.288	17.841	-53	22.990	3.111	4.399	3.366
III " ..	10.414	-752	-1.058	8.603	6.982	-259	-9.610	-5.712	17.202	3.393
IV " ..	40.605	3.021	-883	42.742	4.849	-178	15.770	3.562	18.739	3.974
1993 -I trim ..	45.546	(3.963)	(-625)	(48.884)	-25.759	-307	(1.880)	-996	(74.066)	(2.089)
II " ..	39.836	(4.544)	(-1.317)	(43.063)	24.695	-39	(240)	2.554	(15.613)	(3.334)
III trim ..	24.811	(5.072)	(84)	(29.967)	-11.329	-222	(19.090)	8.077	(14.351)	(4.089)
IV " ..	55.789	(13.057)	(308)	(69.154)	(30.011)	816	(23.040)	7.401	(7.887)	(4.049)
1992 -Dic. ....	9.439	1.592	-1.099	9.931	-7.719	-57	36.400	-472	-18.221	1.949
1993 -Gen. ....	12.295	(336)	(-61)	(12.570)	7.936	-214	(-43.320)	-368	(48.536)	(1.047)
Feb. ....	14.177	(1.769)	(-413)	(15.534)	-12.711	-12	(16.180)	-508	(12.585)	(594)
Mar. ....	19.074	(1.859)	(-151)	(20.781)	-20.984	-81	(29.020)	-120	(12.946)	(428)
Apr. ....	16.341	(1.793)	(-686)	(17.448)	3.080	-26	(570)	1.445	(12.379)	(-512)
Mag. ....	15.566	(995)	(-206)	(16.356)	366	-4	(-500)	1.018	(15.476)	(2.296)
Giu. ....	7.929	(1.756)	(-425)	(9.259)	21.248	-9	(-170)	91	(-12.242)	(526)
Lug. ....	11.060	(1.470)	(1.302)	(13.832)	7.206	-58	(-14.740)	3.179	(18.244)	(1.838)
Ago. ....	4.174	(1.856)	(-1.256)	(4.773)	-2.216	-164	(-2.220)	2.494	(6.878)	(874)
Set. ....	9.578	(1.746)	(39)	(11.362)	-16.319	..	(36.050)	2.403	(-10.772)	(1.377)
Ott. ....	8.900	(5.991)	(187)	(15.078)	-5.291	..	(9.390)	2.469	(8.510)	(2.169)
Nov. ....	9.529	(3.681)	(409)	(13.618)	-2.486	366	(5.420)	-411	(10.729)	(830)
Dic. ....	37.360	(3.385)	(-288)	(40.457)	(37.787)	450	(8.230)	5.343	(-11.353)	(1.050)

## Condizioni di emissione dei BTP

Codice titolo	Titolo	Data di emissione	Prezzo di emissione	Rendimento all'emissione		Importo collocato (mld. di lire)	Cedola		
				Lordo	Netto		Lorda	Netta	
36651	BTP	1.8.03	17.8.93	104,90	9,45	8,16	2.000	5,00	4,3750
36649	BTP	1.8.96	18.8.93	103,60	8,78	7,42	1.000	5,00	4,3750
36650	BTP	1.8.98	18.8.93	104,75	8,98	7,67	1.500	5,00	4,3750
36649	BTP	1.8.96	2.9.93	103,00	9,00	7,62	3.000	5,00	4,3750
36650	BTP	1.8.98	2.9.93	105,00	8,91	7,58	3.500	5,00	4,3750
36651	BTP	1.8.03	3.9.93	105,90	9,29	8,00	3.000	5,00	4,3750
36649	BTP	1.8.96	16.9.93	104,30	8,46	7,07	1.500	5,00	4,3750
36650	BTP	1.8.98	16.9.93	106,05	8,63	7,30	1.500	5,00	4,3750
36651	BTP	1.8.03	17.9.93	105,05	9,42	8,12	2.500	5,00	4,3750
36658	BTP	1.10.96	4.10.93	101,50	8,62	7,46	3.000	4,50	3,9375
36659	BTP	1.10.98	4.10.93	102,40	8,59	7,44	3.000	4,50	3,9375
36660	BTP	1.10.03	5.10.93	102,05	8,89	7,73	3.000	4,50	3,9375
36658	BTP	1.10.96	18.10.93	101,95	8,40	7,22	1.500	4,50	3,9375
36659	BTP	1.10.98	18.10.93	102,55	8,52	7,36	2.000	4,50	3,9375
36660	BTP	1.10.03	19.10.93	104,05	8,56	7,41	2.500	4,50	3,9375
36658	BTP	1.10.96	3.11.93	101,75	8,46	7,27	3.500	4,50	3,9375
36659	BTP	1.10.98	3.11.93	102,35	8,57	7,39	4.000	4,50	3,9375
36660	BTP	1.10.03	4.11.93	100,25	9,15	7,97	4.500	4,50	3,9375
36658	BTP	1.10.96	16.11.93	101,70	8,47	7,26	2.000	4,50	3,9375
36659	BTP	1.10.98	16.11.93	102,10	8,63	7,44	2.000	4,50	3,9375
36660	BTP	1.10.03	17.11.93	100,60	9,09	7,91	1.500	4,50	3,9375
36665	BTP	1.11.23	18.11.93	93,75	9,91	8,65	2.000	4,50	3,9375
36658	BTP	1.10.96	1.12.93	100,60	8,92	7,68	1.500	4,50	3,9375
36659	BTP	1.10.98	1.12.93	100,20	9,13	7,92	1.500	4,50	3,9375
36660	BTP	1.10.03	2.12.93	97,75	9,56	8,34	1.500	4,50	3,9375
36658	BTP	1.10.96	16.12.93	102,70	8,04	6,80	1.000	4,50	3,9375
36659	BTP	1.10.98	16.12.93	103,15	8,35	7,14	1.000	4,50	3,9375
36665	BTP	1.11.23	17.12.93	97,60	9,44	8,22	1.500	4,50	3,9375
36669	BTP	22.12.96	22.12.93	101,00	8,27	7,17	5.000	4,25	3,7188
36670	BTP	22.12.98	22.12.93	100,65	8,51	7,41	5.000	4,25	3,7188
36671	BTP	22.12.03	22.12.93	99,05	8,82	7,70	5.000	4,25	3,7188
36672	BTP	22.12.23	22.12.93	92,50	9,45	8,26	6.000	4,25	3,7188
36674	BTP	1.1.97	3.1.94	101,60	8,05	6,96	4.000	4,25	3,7188
36675	BTP	1.1.99	3.1.94	101,95	8,17	7,09	4.500	4,25	3,7188
36665	BTP	1.11.23	5.1.94	100,20	9,17	8,00	2.000	4,50	3,9375
36676	BTP	1.1.04	5.1.94	100,85	8,56	7,46	5.000	4,25	3,7188
36674	BTP	1.1.97	17.1.94	101,60	8,02	6,93	3.000	4,25	3,7188
36675	BTP	1.1.99	17.1.94	102,40	8,04	6,96	3.000	4,25	3,7188
36676	BTP	1.1.04	18.1.94	100,65	8,57	7,47	3.000	4,25	3,7188
36674	BTP	1.1.97	1.2.94	101,50	8,06	6,97	4.000	4,25	3,7188
36675	BTP	1.1.99	1.2.94	102,25	8,08	7,00	4.500	4,25	3,7188
36665	BTP	1.11.23	2.2.94	101,30	9,06	7,90	2.000	4,50	3,9375
36676	BTP	1.1.04	2.2.94	101,45	8,45	7,36	4.500	4,25	3,7188
36674	BTP	1.1.97	16.2.94	101,20	8,17	7,08	2.500	4,25	3,7188
36675	BTP	1.1.99	16.2.94	101,90	8,16	7,08	2.500	4,25	3,7188
36676	BTP	1.1.04	17.2.94	99,90	8,69	7,58	3.000	4,25	3,7188

## Condizioni di emissione dei CCT

Codice titolo	Titolo	Data di emissione	Prezzo di emissione	Rendimento all'emissione		Importo collocato (mln. di lire)	Spread	Prima cedola		
				Lordo	Netto			Lorda	Netta	
36620	CCT	1.1.00	4.1.93	94,00	16,44	14,36	7.000	0,50	7,00	6,1250
36620	CCT	1.1.00	20.1.93	95,20	15,28	13,29	1.500	0,50	7,00	6,1250
36626	CCT	1.2.00	2.2.93	97,00	14,37	12,53	4.000	0,50	7,00	6,1250
36626	CCT	1.2.00	16.2.93	97,25	13,69	11,92	3.000	0,50	7,00	6,1250
36629	CCT	1.3.00	1.3.93	96,85	13,88	12,11	2.500	0,50	6,50	5,6875
36629	CCT	1.3.00	16.3.93	97,25	13,89	12,10	2.000	0,50	6,50	5,6875
36629	CCT	1.3.00	1.4.93	95,00	15,05	13,13	3.000	0,50	6,50	5,6875
36629	CCT	1.3.00	16.4.93	95,55	15,01	13,08	1.500	0,50	6,50	5,6875
36633	CCT	1.5.00	3.5.93	97,15	14,10	12,30	2.500	0,50	6,50	5,6875
36633	CCT	1.5.00	17.5.93	98,25	13,45	11,70	1.500	0,50	6,50	5,6875
36639	CCT	1.6.00	1.6.93	99,10	12,80	11,16	1.500	0,50	6,25	5,4688
36639	CCT	1.6.00	17.6.93	99,90	12,23	10,64	1.000	0,50	6,25	5,4688
36639	CCT	1.6.00	2.7.93	100,15	11,49	9,97	2.000	0,50	6,25	5,4688
36648	CCT	1.8.00	2.8.93	100,55	11,41	9,94	1.000	0,50	5,25	4,5938
36648	CCT	1.8.00	19.8.93	100,75	10,84	9,42	1.000	0,50	5,25	4,5938
36648	CCT	1.8.00	1.9.93	100,65	10,92	9,49	3.500	0,50	5,25	4,5938
36648	CCT	1.8.00	20.9.93	101,25	10,40	9,01	1.500	0,50	5,25	4,5938
36657	CCT	1.10.00	1.10.93	101,55	9,63	8,38	2.500	0,30	5,00	4,3750
36657	CCT	1.10.00	20.10.93	102,25	9,29	8,05	1.500	0,30	5,00	4,3750
36657	CCT	1.10.00	2.11.93	101,35	9,47	8,21	2.000	0,30	5,00	4,3750
36667	CCT	22.12.00	22.12.93	100,75	9,14	7,96	5.000	0,30	4,50	3,9375
36668	CCT	22.12.03	22.12.93	100,95	9,14	7,97	5.000	0,30	4,50	3,9375
36673	CCT	1.1.01	7.1.94	100,90	8,94	7,79	3.500	0,30	4,50	3,9375
36673	CCT	1.1.01	19.1.94	100,85	9,21	8,02	1.500	0,30	4,50	3,9375
36673	CCT	1.1.01	3.2.94	100,45	9,20	8,02	3.000	0,30	4,50	3,9375

## Condizioni di emissione dei CTE

Codice titolo	Titolo	Data di emissione	Prezzo di emissione	Rendimento all'emissione		Importo collocato (milioni di ecu)	Tasso di cambio lira-ecu all'emiss.	Cedola		
				Lordo	Netto			Lorda	Netta	
36627	CTE	22.2.96	22.2.93	103,40	8,96	7,70	500	1843,10	10,30	9,0125
36627	CTE	22.2.96	24.3.93	103,35	8,93	7,64	750	1876,28	10,30	9,0125
36627	CTE	22.2.96	15.4.93	102,20	9,36	8,03	750	1891,64	10,30	9,0125
36645	CTE	25.6.98	25.6.93	103,50	8,11	7,02	600	1770,89	9,00	7,8750
36647	CTE	26.7.98	26.7.93	99,10	8,47	7,41	1.000	1835,03	8,25	7,2188
36656	CTE	28.9.98	28.9.93	101,60	7,60	6,61	750	1845,63	8,00	7,0000
36663	CTE	26.10.98	26.10.93	103,10	6,99	6,04	750	1847,43	7,75	6,7813
36666	CTE	29.11.98	29.11.93	100,25	6,93	6,06	1.000	1896,87	7,00	6,1250
36666	CTE	29.11.98	21.12.93	101,55	6,61	5,73	800	1908,18	7,00	6,1250
36678	CTE	11.1.99	14.1.94	99,80	6,31	5,52	750	1898,49	6,25	5,4688
36681	CTE	21.2.99	21.2.94	98,15	6,69	5,86	1000	1.887,91	6,25	5,4688

## Mercato mobiliare: rendimenti attesi e indici di capitalizzazione

PERIODO	Rendimenti attesi netti					Indici di capitalizzazione				
	CCT	CTE	BTP	CTO	Obbligazioni mobiliari	CCT	CTE	BTP	CTO	Fondi comuni
1988 .....	11,25	8,11	10,54	—	10,87	316,26	233,11	180,86	—	167,63
1989 .....	12,71	9,32	11,61	10,65	11,61	348,83	238,78	198,46	101,96	189,77
1990 .....	12,31	9,99	11,87	11,48	12,03	397,58	255,49	221,95	112,33	201,58
1991 .....	11,78	9,02	11,37	11,19	11,63	450,78	280,71	250,71	126,76	207,27
1992 .....	13,70	8,95	11,90	11,46	12,04	497,70	299,19	276,02	139,69	216,42
1993 .....	10,54	6,53	9,60	9,49	10,10	575,03	361,95	327,46	163,39	260,48
1991 –IV trim. ....	11,64	8,92	11,11	11,05	11,29	471,21	283,61	262,51	132,34	210,87
1992 –I trim. ....	11,58	8,60	10,95	10,95	11,12	485,26	288,65	270,66	136,32	216,67
II " .....	12,38	8,78	11,23	11,15	11,32	496,59	292,07	276,12	138,90	217,01
III " .....	15,03	8,97	12,84	12,00	12,78	495,47	295,45	273,80	139,24	209,86
IV " .....	15,81	9,47	12,59	11,76	12,95	513,48	320,59	283,52	144,32	222,15
1993 –I trim. ....	12,57	7,65	11,38	11,03	11,87	540,25	356,41	300,21	151,78	240,60
II " .....	11,77	7,71	10,77	10,59	11,18	561,73	352,60	313,10	157,54	251,17
III " .....	9,42	5,51	8,57	8,63	9,15	589,83	364,52	340,44	169,36	270,21
IV " .....	8,42	5,26	7,68	7,72	8,19	608,32	374,28	356,07	174,51	279,92
1993 –Gen. ....	13,27	7,89	11,75	11,26	12,08	532,09	348,29	294,78	149,40	234,33
Feb. ....	12,18	7,33	11,22	10,94	11,83	541,16	357,10	301,38	152,02	241,31
Mar. ....	12,25	7,74	11,17	10,88	11,71	547,51	363,85	304,47	153,53	246,16
Apr. ....	12,79	7,85	11,44	11,00	11,62	550,64	362,63	305,12	154,42	247,10
Mag. ....	11,75	7,59	10,74	10,62	11,20	562,41	349,91	313,38	157,36	251,31
Giu. ....	10,76	7,70	10,14	10,16	10,72	572,14	345,26	320,81	160,68	255,11
Lug. ....	9,70	5,84	9,31	9,31	9,72	582,76	359,91	330,77	165,63	263,17
Ago. ....	9,57	4,83	8,37	8,44	9,14	589,44	366,84	342,54	170,50	272,93
Set. ....	8,99	5,85	8,05	8,15	8,58	597,29	366,81	348,02	171,96	274,54
Ott. ....	8,24	5,36	7,52	7,58	7,95	607,13	370,74	355,29	174,33	278,52
Nov. ....	8,70	5,16	7,94	7,97	8,36	605,88	373,88	353,22	173,15	277,11
Dic. ....	8,31	5,27	7,58	7,62	8,26	611,94	378,21	359,71	176,05	284,13
1994 –Gen. ....	7,94	4,68	7,21	7,21	7,67	619,12	379,46	365,96	179,44	290,35

PERIODO	DATI DI FINE				
	Circolante	Conti correnti		Altre voci	M1
		bancari	postali		
1985 .....	45.196	244.048	8.761	12.304	310.310
1986 .....	48.336	275.242	9.440	11.280	344.298
1987 .....	52.718	297.245	10.213	11.609	371.785
1988 .....	57.167	323.319	7.696	12.200	400.381
1989 .....	67.644	356.073	9.388	18.681	451.785
1990 .....	69.449	388.016	7.824	17.068	482.358
1991 – Nov. ....	70.937	371.127	6.897	18.398	467.359
Dic. ....	76.354	434.733	6.986	19.429	537.503
1992 – Gen. ....	72.132	384.901	9.132	14.304	480.469
Feb. ....	71.652	382.075	7.629	14.253	475.609
Mar. ....	72.330	391.686	7.807	14.481	486.303
Apr. ....	73.294	394.286	6.414	14.238	488.232
Mag. ....	74.648	393.525	7.439	15.027	490.639
Giu. ....	73.680	400.613	8.082	16.414	498.790
Lug. ....	79.216	379.062	8.507	17.378	484.163
Ago. ....	75.715	372.379	9.038	12.027	469.160
Set. ....	78.436	390.057	9.375	15.275	493.142
Ott. ....	78.736	383.199	9.184	15.116	486.236
Nov. ....	79.981	376.740	7.942	17.419	482.082
Dic. ....	85.617	434.011	8.533	16.011	544.172
1993 – Gen. ....	82.526	394.832	10.338	14.648	502.344
Feb. ....	81.201	392.746	9.123	14.305	497.445
Mar. ....	81.983	398.370	8.222	14.101	502.676
Apr. ....	82.187	400.981	9.360	13.259	505.787
Mag. ....	83.202	402.736	9.240	12.647	507.825
Giu. ....	81.814	409.621	10.127	13.196	514.757
Lug. ....	86.082	394.402	10.060	15.645	506.189
Ago. ....	82.115	399.153	8.666	10.685	500.619
Set. ....	83.325	414.746	8.754	12.690	519.516
Ott. ....	(83.996)	415.450	8.880	(12.925)	(521.251)
Nov. ....	(85.058)	413.128	8.777	(15.231)	(522.193)
Dic. ....	(89.764)	(462.747)	9.759	(12.834)	(575.104)

e t a

miliardi di lire)

PERIODO					DATI MEDI		
Certificati di deposito bancari	Depositi a risparmio bancari	Libretti postali	M2	M2 estesa	M1	M2	M2 estesa
13.309	196.443	9.506	529.568	529.991	289.262	496.028	496.647
21.465	198.049	11.047	574.859	575.234	325.503	548.856	549.234
31.876	200.485	13.434	617.579	617.900	350.845	588.218	588.589
55.866	191.231	16.372	663.850	664.509	376.337	633.041	633.750
86.014	180.862	19.733	738.395	739.476	415.018	695.759	696.758
119.333	176.712	23.589	801.991	804.307	442.427	752.409	754.683
150.943	153.356	25.090	796.748	800.257	465.504	793.388	796.864
153.433	160.244	26.923	878.104	881.818	488.696	820.521	824.132
160.400	152.905	27.170	820.944	824.540	503.835	844.029	847.684
164.353	149.839	27.454	817.255	821.724	475.078	816.088	820.121
168.471	147.594	27.726	830.093	835.292	471.018	813.188	818.022
172.311	146.845	27.904	835.292	841.326	484.373	830.011	835.628
175.026	146.111	27.978	839.754	846.638	486.038	833.896	840.354
177.382	144.126	27.866	848.164	854.500	483.749	832.166	838.775
177.348	142.228	27.649	831.388	837.610	481.803	830.390	836.669
177.485	142.044	27.716	816.405	822.759	466.574	813.107	819.395
183.305	141.566	27.524	845.536	852.910	471.843	818.246	825.110
193.099	140.705	27.366	847.405	854.805	483.364	840.097	847.484
196.937	140.176	27.402	846.598	852.244	477.994	840.093	846.616
200.755	145.881	29.218	920.026	925.171	491.552	857.362	862.758
203.474	143.237	29.233	878.287	883.881	515.032	890.035	895.404
209.607	141.068	29.380	877.500	882.783	489.907	867.398	872.836
217.414	138.190	29.511	887.791	892.811	488.050	868.816	873.968
221.118	137.586	29.562	894.052	899.044	493.538	878.607	883.613
223.614	135.938	29.588	896.965	901.125	496.875	884.493	889.068
225.788	133.614	29.170	903.329	908.233	497.343	882.387	886.918
227.505	133.238	28.792	895.724	900.350	498.861	885.024	889.788
228.423	133.397	29.425	891.864	896.349	490.970	877.558	882.114
230.457	134.439	29.484	913.896	918.747	500.355	889.432	894.100
231.588	135.496	29.561	(817.896)	(922.732)	509.551	901.624	906.467
233.156	134.464	29.742	(919.555)	(924.175)	517.509	911.865	916.592
235.105	141.652	30.493	(982.353)	(988.025)	(527.153)	(923.132)	(928.278)

## Attività liquide

(consistenze di fine periodo in miliardi di lire)

PERIODO	M2	Titoli acquistati pronti c/termine	Buoni postali fruttiferi	BOT e BTE	Certificati di deposito ICS	Accettazioni bancarie	Totale attività liquide
1985 .....	529.568	949	41.192	124.738	21.564	1.514	719.526
1986 .....	574.859	1.172	50.129	128.580	23.950	1.570	780.261
1987 .....	617.579	2.650	59.870	162.519	26.689	2.375	871.683
1988 .....	663.850	4.267	70.426	209.138	40.015	2.121	989.818
1989 .....	738.395	5.043	80.659	253.041	49.893	1.612	1.128.642
1990 .....	801.991	8.209	91.011	280.517	62.678	1.540	1.245.946
1991 – Nov. ....	796.748	55.439	92.080	301.655	67.309	1.428	1.314.659
Dic. ....	878.104	46.979	100.347	296.783	69.457	2.104	1.393.773
1992 – Gen. ....	820.944	70.325	100.298	311.288	70.076	1.013	1.373.944
Feb. ....	817.255	75.376	100.139	311.653	70.536	943	1.375.902
Mar. ....	830.093	69.796	99.804	309.264	70.685	909	1.380.551
Apr. ....	835.292	74.322	99.483	310.229	71.474	1.268	1.392.068
Mag. ....	839.754	82.204	99.113	315.256	71.541	1.259	1.409.127
Giu. ....	848.164	80.569	98.708	312.492	72.555	1.044	1.413.532
Lug. ....	831.388	92.481	98.590	322.019	72.556	1.067	1.418.100
Ago. ....	816.405	93.953	98.757	327.909	72.190	1.042	1.410.255
Set. ....	845.536	89.942	98.646	329.477	70.985	1.518	1.436.104
Ott. ....	847.405	98.169	98.571	342.517	71.256	2.149	1.460.067
Nov. ....	846.598	103.816	98.507	349.801	71.736	2.534	1.472.993
Dic. ....	920.026	87.115	107.538	352.260	73.923	1.925	1.542.786
1993 – Gen. ....	878.287	107.103	107.624	(365.913)	75.351	1.631	(1.535.909)
Feb. ....	877.500	108.964	107.668	(362.089)	78.534	1.859	(1.536.614)
Mar. ....	887.791	103.906	107.652	(362.462)	79.463	1.724	(1.542.998)
Apr. ....	894.052	105.423	107.624	(360.375)	79.775	1.354	(1.548.602)
Mag. ....	896.965	109.946	107.553	(360.450)	80.076	1.256	(1.556.246)
Giu. ....	903.329	102.121	107.443	(352.402)	80.642	1.739	(1.547.677)
Lug. ....	895.724	103.729	107.257	(350.081)	81.032	1.901	(1.539.723)
Ago. ....	891.864	107.411	107.327	(344.588)	80.285	2.011	(1.533.485)
Set. ....	913.896	95.887	107.361	(336.639)	80.639	2.058	(1.536.481)
Ott. ....	(917.896)	102.826	107.540	(326.991)	80.776	1.904	(1.537.932)
Nov. ....	(919.555)	105.626	107.740	(325.240)	80.188	1.947	(1.540.296)
Dic. ....	(982.353)	92.226	117.640	(312.803)	(80.188)	(1.947)	(1.587.157)

## Attività finanziarie

(consistenze di fine periodo in miliardi di lire)

PERIODO	Attività liquide	Titoli a medio e a lungo termine			Quote di fondi comuni	Altre attività finanziarie	Totale attività finanziarie sull'interno	Totale attività finanziarie
		Titoli di Stato	Obbligazioni Crediop e az. autonome	Altre obbligazioni				
1985 .....	719.526	145.167	(4.689)	(39.201)	19.784	2.230	(930.597)	....
1986 .....	780.261	194.216	(5.527)	(45.666)	65.077	2.822	(1.093.570)	....
1987 .....	871.683	253.044	(6.967)	(54.058)	59.454	2.673	(1.247.879)	....
1988 .....	989.818	313.731	(6.579)	(62.423)	51.565	2.232	(1.426.348)	(1.463.996)
1989 .....	1.128.642	381.630	7.409	73.116	49.165	2.936	1.642.898	1.693.391
1990 .....	1.245.946	453.646	11.250	83.145	47.379	5.649	1.847.016	1.917.195
1991 – Nov. ....	1.314.659	496.132	(11.870)	107.134	55.844	4.775	(1.990.413)	(2.097.951)
Dic. ....	1.393.773	487.532	(11.976)	107.919	56.191	4.857	(2.062.248)	(2.168.340)
1992 – Gen. ....	1.373.944	491.213	(11.396)	109.973	58.102	4.909	(2.049.538)	(2.160.320)
Feb. ....	1.375.902	492.948	(11.111)	112.358	59.492	4.295	(2.056.106)	(2.172.616)
Mar. ....	1.380.551	503.049	(10.670)	114.345	59.753	4.646	(2.073.013)	(2.195.424)
Apr. ....	1.392.068	496.857	(11.153)	116.491	61.245	4.927	(2.082.742)	(2.213.338)
Mag. ....	1.409.127	491.728	(12.832)	117.441	62.277	5.429	(2.098.834)	(2.233.793)
Giu. ....	1.413.352	486.346	(11.732)	116.104	61.074	5.927	(2.094.716)	(2.234.390)
Lug. ....	1.418.100	483.202	(11.597)	115.102	58.169	6.091	(2.092.260)	(2.237.677)
Ago. ....	1.410.255	484.845	(11.504)	114.079	58.161	6.658	(2.085.503)	(2.232.402)
Sett. ....	1.436.104	471.115	(11.809)	112.858	56.604	6.554	(2.095.044)	(2.240.888)
Ott. ....	1.460.067	475.483	(11.912)	112.812	58.643	5.569	(2.124.486)	(2.264.149)
Nov. ....	1.472.993	478.148	(12.313)	114.796	59.703	4.993	(2.142.946)	(2.275.354)
Dic. ....	1.542.786	476.796	(13.518)	113.731	60.663	3.168	(2.210.661)	(2.338.060)
1993 – Gen. ....	(1.535.909)	(491.620)	(13.102)	(118.123)	61.900	2.791	(2.223.445)	(2.348.303)
Feb. ....	(1.536.614)	(499.173)	(13.347)	(120.299)	64.256	2.419	(2.236.108)	(2.358.092)
Mar. ....	(1.542.998)	(501.895)	(13.443)	(120.854)	66.086	2.535	(2.247.810)	(2.369.157)
Apr. ....	(1.548.602)	(509.542)	(12.396)	(123.347)	67.846	2.373	(2.264.105)	(2.387.561)
Mag. ....	(1.556.246)	(512.029)	(12.557)	(126.777)	70.368	2.258	(2.280.234)	(2.402.176)
Giu. ....	(1.547.677)	(516.441)	(12.488)	(127.706)	73.521	2.638	(2.280.471)	(2.402.725)
Lug. ....	(1.539.723)	(524.547)	(12.706)	(135.682)	78.532	2.754	(2.293.944)	(2.415.005)
Ago. ....	(1.533.485)	(526.954)	(11.540)	(139.149)	85.609	2.873	(2.299.611)	(2.422.099)
Sett. ....	(1.536.481)	(526.953)	(12.534)	(142.185)	89.675	2.942	(2.310.770)	(2.434.438)
Ott. ....	(1.537.932)	(530.225)	(12.888)	(149.829)	97.141	(2.951)	(2.330.967)	(2.457.716)
Nov. ....	(1.540.296)	(534.048)	(12.899)	(152.929)	101.900	(2.891)	(2.344.962)	(2.472.737)
Dic. ....	(1.587.157)	(551.592)	(12.145)	(155.565)	110.093	(2.891)	(2.419.443)	(2.549.583)

PERIODO	Finanziamenti al settore non statale				
	Da aziende di credito	Da istituti di credito speciale	Obbligazioni collocate sull'interno	Totale finanziamenti interni	Finanziamenti esteri
1985 .....	(251.462)	(129.806)	(24.841)	(406.109)	(55.364)
1986 .....	(273.872)	(145.924)	(30.150)	(449.946)	(52.244)
1987 .....	(296.271)	(165.679)	(33.804)	(495.754)	(56.124)
1988 .....	(349.334)	(190.199)	(25.719)	(565.252)	(51.036)
1989 .....	425.055	219.650	25.425	670.130	69.091
1990 .....	493.256	255.317	23.212	771.784	95.288
1991 – Nov. ....	537.180	284.377	(24.140)	(845.697)	(114.025)
Dic. ....	567.165	287.595	(24.875)	(879.634)	(109.006)
1992 – Gen. ....	566.231	289.188	(24.796)	(880.216)	(114.013)
Feb. ....	566.209	292.166	(23.848)	(882.224)	(115.571)
Mar. ....	569.697	295.682	(23.762)	(889.142)	(115.703)
Apr. ....	574.288	299.433	(23.658)	(897.380)	(115.687)
Mag. ....	570.602	303.231	(23.548)	(897.381)	(116.682)
Giu. ....	590.319	300.348	(23.166)	(913.833)	(114.542)
Lug. ....	600.474	304.746	(22.346)	(927.566)	(116.761)
Ago. ....	588.560	305.930	(22.333)	(916.823)	(118.359)
Set. ....	604.243	307.924	(22.255)	(934.422)	(118.993)
Ott. ....	601.556	311.223	(22.158)	(934.937)	(123.559)
Nov. ....	604.584	313.294	(22.274)	(940.153)	(120.413)
Dic. ....	635.069	313.806	(21.209)	(970.084)	(120.230)
1993 – Gen. ....	634.020	313.061	(21.143)	(968.223)	(123.169)
Feb. ....	635.124	315.719	(20.683)	(971.526)	(122.954)
Mar. ....	631.374	319.278	(20.654)	(971.307)	(124.990)
Apr. ....	630.426	321.405	(20.116)	(971.947)	(123.012)
Mag. ....	618.737	324.285	(19.892)	(962.913)	(124.614)
Giu. ....	632.763	322.287	(19.726)	(974.876)	(123.993)
Lug. ....	641.673	325.758	(21.100)	(988.530)	(125.272)
Ago. ....	627.700	330.603	(19.818)	(978.121)	(125.200)
Set. ....	619.773	331.277	(19.845)	(970.895)	(123.633)
Ott. ....	622.322	334.516	(19.476)	(976.314)	(122.152)
Nov. ....	617.476	339.553	(19.696)	(976.725)	(124.132)
Dic. ....	636.175	(341.329)	(18.952)	(996.455)	(121.442)

dito

in miliardi di lire)

Totale finanziamenti	Finanziamenti al settore statale			Credito	
	Finanziamenti interni	Finanziamenti esteri	Totale	Totale interno	Totale
(461.472)	639.234	18.205	657.438	(1.045.342)	(1.118.911)
(502.190)	750.681	17.379	768.060	(1.200.627)	(1.270.250)
(551.878)	861.899	23.322	885.221	(1.357.652)	(1.437.099)
(616.288)	984.049	28.586	1.012.635	(1.549.301)	(1.628.924)
739.221	1.111.315	34.979	1.146.294	1.781.445	1.885.515
867.072	1.247.105	48.656	1.295.761	2.018.890	2.162.834
(959.722)	1.384.815	55.566	1.440.381	(2.230.512)	(2.400.102)
(988.640)	1.399.068	54.720	1.453.788	(2.278.703)	(2.442.429)
(994.228)	1.405.259	55.598	1.460.857	(2.285.475)	(2.455.086)
(997.794)	1.415.765	54.583	1.470.348	(2.297.989)	(2.468.142)
(1.004.845)	1.441.937	55.120	1.497.057	(2.331.079)	(2.501.901)
(1.013.067)	1.465.390	54.695	1.520.085	(2.362.770)	(2.533.152)
(1.014.063)	1.484.606	53.739	1.538.345	(2.381.987)	(2.552.409)
(1.028.375)	1.475.566	53.110	1.528.677	(2.389.399)	(2.557.052)
(1.044.327)	1.490.314	52.479	1.542.793	(2.417.880)	(2.587.120)
(1.035.182)	1.492.947	52.066	1.545.013	(2.409.771)	(2.580.195)
(1.053.415)	1.517.422	58.402	1.575.824	(2.451.844)	(2.629.239)
(1.058.495)	1.531.081	58.507	1.589.589	(2.466.018)	(2.648.084)
(1.060.565)	1.555.794	59.786	1.615.580	(2.495.947)	(2.676.145)
(1.090.314)	1.572.621	64.653	1.637.273	(2.542.704)	(2.727.587)
(1.091.393)	1.584.764	64.757	1.649.520	(2.552.987)	(2.740.913)
(1.094.480)	1.595.919	69.104	1.665.023	(2.567.445)	(2.759.503)
(1.096.297)	1.623.171	74.248	1.697.419	(2.594.478)	(2.793.716)
(1.094.960)	1.642.185	68.676	1.710.861	(2.614.132)	(2.805.821)
(1.087.527)	1.658.543	68.439	1.726.981	(2.621.456)	(2.814.508)
(1.098.869)	1.634.005	72.791	1.706.796	(2.608.881)	(2.805.665)
(1.113.802)	1.642.432	73.351	1.715.783	(2.630.962)	(2.829.585)
(1.103.321)	1.649.694	74.507	1.724.201	(2.627.814)	(2.827.522)
(1.094.528)	1.670.840	82.292	1.753.132	(2.641.734)	(2.847.659)
(1.098.466)	1.688.811	82.147	1.770.958	(2.665.125)	(2.869.424)
(1.100.857)	1.709.072	86.892	1.795.964	(2.685.797)	(2.896.821)
(1.117.897)	(1.724.309)	(85.359)	(1.809.668)	(2.720.764)	(2.927.565)

## Moneta (M2) e contropartite

(variazioni in miliardi di lire)

PERIODO	M2	CONTROPARTITE				
		Riserve ufficiali	Posizione sull'estero delle aziende di credito	Crediti al settore non statale	Crediti al settore statale	Altre partite
1988 .....	46.271	10.947	-10.224	(51.725)	(-342)	(-5.834)
1989 .....	74.544	14.971	-5.529	(78.647)	(4.071)	(-17.616)
1990 .....	63.597	15.458	-5.400	73.371	3.147	-22.980
1991 .....	76.113	-8.674	-26.167	78.495	31.298	1.161
1992 .....	41.922	-32.591	-27.713	53.520	58.605	9.900
1993 .....	(62.327)	2.420	(48.213)	(-2.535)	(40.177)	(-25.948)
1991 - Nov. ....	5.385	-3.826	-1.192	5.433	6.980	-2.020
Dic. ....	81.356	-7.740	57	30.410	26.301	32.328
1992 - Gen. ....	-57.160	-613	-5.709	-1.058	-32.406	-17.373
Feb. ....	-3.689	751	-7.069	-142	758	2.013
Mar. ....	12.838	-868	-10.084	4.226	23.996	-4.432
Apr. ....	5.199	-4.515	-7.206	5.847	21.520	-10.440
Mag. ....	4.462	-1.055	-3.761	-3.125	6.845	5.557
Giu. ....	8.410	-7.800	-7.129	20.946	-3.312	5.706
Lug. ....	-16.777	-10.492	-7.494	11.302	-3.678	-6.415
Ago. ....	-14.983	-4.516	-2.222	-10.912	-3.156	5.823
Set. ....	29.132	-29.884	23.811	3.790	32.215	-801
Ott. ....	1.869	10.064	1.737	-2.119	-2.580	-5.234
Nov. ....	-808	3.425	2.404	559	4.238	-11.435
Dic. ....	73.428	12.912	-4.991	24.206	14.165	27.136
1993 - Gen. ....	-41.738	-600	1.700	(-2.261)	(-26.483)	(-14.093)
Feb. ....	-787	-2.878	12.928	(-4.910)	(1.435)	(-7.362)
Mar. ....	10.291	4.734	-200	(-5.325)	(11.154)	(-72)
Apr. ....	6.261	-3.283	4.224	(6.371)	(9.875)	(-10.926)
Mag. ....	2.913	6	6.405	(-9.671)	(2.545)	(3.628)
Giu. ....	6.364	2.721	4.259	(12.613)	(-15.476)	(2.247)
Lug. ....	-7.605	-1.230	5.516	(7.190)	(-3.983)	(-15.098)
Ago. ....	-3.860	-1.985	10.800	(-14.837)	(162)	(2.000)
Set. ....	22.032	7.661	-2.810	(-7.845)	(28.961)	(-3.934)
Ott. ....	(4.000)	-2.916	-5.040	(3.728)	(13.989)	(-5.761)
Nov. ....	(1.659)	2.496	(7.598)	(-6.995)	(10.135)	(-11.575)
Dic. ....	(62.797)	-2.305	(2.833)	(19.408)	(7.863)	(34.998)

## Note Metodologiche

### Tav. a1

*Fonti:* Bollettini nazionali, FMI e OCSE.

Per prodotto lordo reale si intende il PIL per gli Stati Uniti, la Francia, il Regno Unito, l'Italia e il Canada, il PNL per il Giappone e la Germania.

I dati del saldo corrente annuali non coincidono necessariamente con la somma dei dati trimestrali. I dati del saldo corrente della Germania, da luglio 1990, includono anche le transazioni della ex Repubblica democratica tedesca.

### Tav. a2

*Fonti:* Bollettini nazionali e OCSE.

### Tav. a3

*Fonti:* Bollettini nazionali e OCSE.

Per l'Italia: si veda la nota metodologica alla Tav. a16.

### 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, 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 tre mesi; per il Giappone: *Call rate (Uncollateralized)* a due mesi; per la Germania, la Francia, il Regno Unito e l'Italia: tasso interbancario a tre mesi; per l'Italia: si vedano le note metodologiche alla Tav. a32; per il Canada: tasso sui Buoni del Tesoro a tre mesi (fine periodo).

### Tav. a6

*Fonti:* Bollettini nazionali, 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 a lungo termine dello Stato; per il Regno Unito: obbligazioni a lungo termine (20

anni) dello Stato; 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:* Bollettini nazionali.

Il premio e lo sconto a termine del dollaro USA sono calcolati come differenziale tra i tassi di interesse riportati nella tavola.

### Tav. a8

*Fonte:* 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 cfr.: *Nuovi indici dei cambi effettivi nominali e reali*, nella sezione "Note" del Bollettino Economico n. 12, febbraio 1989.

### Tav. a10

*Fonti:* 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 cfr.: *Nuovi indici dei cambi effettivi nominali e reali*, nella sezione "Note" del Bollettino Economico n. 12, febbraio 1989. Per un approfondimento cfr.: *Gli indicatori di tasso di cambio effettivo reale elaborati dalla Banca d'Italia*, nella sezione "Note" del Bollettino Economico n. 19, ottobre 1992.

### Tav. a11

*Fonti:* elaborazioni su dati FMI, Istat, OCSE.

I paesi considerati nell'aggregato UE sono: Belgio, Francia, Germania, Regno Unito, Olanda, Italia, Irlanda,

Danimarca e Spagna. Per il metodo di calcolo cfr.: *Nuovi indici dei cambi effettivi nominali e reali*, nella sezione "Note" del Bollettino Economico n. 12, febbraio 1989. Per un approfondimento cfr.: *Gli indicatori di tasso di cambio effettivo reale elaborati dalla Banca d'Italia*, nella sezione "Note" del Bollettino Economico n. 19, ottobre 1992.

#### 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.

#### Tav. a14

Fonti: 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: Istat.

I dati, che risentono di fattori stagionali, presentano notevoli discontinuità che ne impediscono una immediata comparabilità nel tempo. Dal primo trimestre del 1991 i coefficienti di riporto all'universo dei dati campionari tengono conto della composizione per età e sesso della popolazione come risultante dalle anagrafi. Nel 1992 l'indagine del secondo trimestre è stata condotta in maggio, anziché in aprile; la quarta indagine è stata condotta in base a un diverso questionario, e implica una diversa composizione settoriale dell'occupazione. Dal primo trimestre del 1993 i coefficienti di riporto all'universo sono corretti per tener conto delle risultanze censuarie del 1991. Inoltre, viene adottata una più restrittiva definizione delle persone in cerca di lavoro e delle forze di lavoro, già introdotta dall'ottobre 1992 (mese per cui si riportano sia le vecchie serie, basate sulla precedente definizione, anche se sul nuovo

questionario, sia le nuove serie, che tengono conto delle informazioni censuarie e adottano l'attuale definizione).

#### 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.

A far tempo dal febbraio 1992 l'indice dei prezzi al consumo non comprende il prezzo dei tabacchi lavorati (legge 5.2.1992 n. 81). Da tale data, ai fini del calcolo delle variazioni percentuali tra indici comprensivi e non dei tabacchi, sono stati utilizzati coefficienti di raccordo forniti dall'Istat, pari a 1.0034 per i beni alimentari e a 1.0009 per il totale dei prezzi al consumo e per il Costo della vita.

#### Tav. a17

Dal 1989 la voce "movimenti dei capitali bancari" si riferisce anche agli istituti di credito speciale. La voce "variazioni 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 espone 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; si ricorda che quest'ultima è stata soppressa a decorrere dal 15 aprile 1993 ai sensi del decreto legislativo n. 96 del 1993) sia secondo la definizione tradizionale, sia secondo la nuova definizione. Si ricorda che nella nuova definizione sono esclusi dal comparto *aziende autonome ed enti assimilati* le Ferrovie, i Monopoli e i Telefoni. Nella prima tavola si perviene alla individuazione del fabbisogno come somma del disavanzo della gestione di bilancio e del saldo delle operazioni della tesoreria e degli altri enti appartenenti al settore. Dai dati concernenti la gestione di bilancio sono escluse le partite contabili che trovano compenso in movimenti della gestione di tesoreria, le accensioni e i rimborsi dei prestiti e le regolazioni debitorie che si riferiscono a enti interni al settore statale o si traducono in meri giri contabili tra bilancio e tesoreria statale. La voce "altre operazioni" comprende il saldo delle operazioni di tesoreria, le spese delle aziende autonome ed enti assimilati non finanziate con entrate proprie o con apporti del Tesoro e della Cassa DD.PP., gli impieghi della Cassa

DD.PP. (esclusi quelli in favore del Tesoro e delle aziende autonome) e, fino al mese di aprile del 1993, il disavanzo dell'Agenda per il Mezzogiorno. 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 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 del settore statale. I dati sono riportati sia secondo la definizione tradizionale del settore, sia secondo la nuova definizione; si ricorda che nella nuova definizione sono esclusi dal comparto *aziende autonome ed enti assimilati* le Ferrovie, i Monopoli e i Telefoni. 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 non coincide quindi con i flussi riportati nella tavola a20. I CTE privi dell'apposita stampigliatura per la circolazione all'estero e i BTE sono compresi nei debiti interni. I titoli a medio e a lungo termine includono le obbligazioni emesse dal Crediop per conto del Tesoro, delle aziende autonome ed enti assimilati; 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. Dal gennaio 1989 la consistenza degli impieghi delle istituzioni creditizie è tratta dalla Centrale dei rischi; per i periodi precedenti la consistenza delle aziende di credito è desunta dalla Matrice dei Conti e quella degli istituti di credito speciale dalla Centrale dei rischi. I debiti esteri includono solo i debiti contratti direttamente in valuta e i Certificati del Tesoro in Ecu 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. a22

La voce "Estero" corrisponde alla variazione della posizione netta sull'estero di BI-UIC, al netto degli aggiusta-

menti di cambio. La voce "Tesoro" è composta dalle sottoscrizioni nette di titoli di Stato all'emissione da parte di BI-UIC, 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." includono il conto di riserva, i depositi liberi delle aziende di credito non soggette a riserva obbligatoria e i depositi a cauzione assegni circolari. Fino al maggio del 1991 i depositi presso B.I. comprendono la riserva obbligatoria sulla raccolta netta in valuta. La voce "riserva obbligatoria" corrisponde all'obbligo medio di riserva nel periodo di mantenimento (15 del mese indicato-14 del mese successivo); fino al maggio del 1991 comprende la riserva obbligatoria sulla raccolta netta in valuta. Le "altre voci" comprendono la cassa contante e il margine disponibile sulle anticipazioni ordinarie.

Riguardo al finanziamento del Tesoro, i dati degli ultimi mesi relativi al fabbisogno (che comprende i consolidamenti in titoli ed è riferito alla definizione che include le aziende autonome) e alla copertura non monetaria sono provvisori.

La voce "collocamento netto di titoli sul mercato primario" corrisponde alle sottoscrizioni nette del sistema (il segno - indica acquisti netti). 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 degli ICS in favore delle aziende autonome.

#### Tav. a23

I dati relativi alla consistenza della base monetaria dell'estero sono al lordo degli aggiustamenti di cambio. La consistenza della base monetaria dell'estero coincide pertanto con la posizione netta sull'estero di BI-UIC. Anche la consistenza degli "altri settori" viene pubblicata omettendo la correzione per gli aggiustamenti di valutazione. Le operazioni pronti contro termine in valuta sono calcolate con riferimento ai cambi di fine mese.

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; quello del dicembre 1993 include i titoli emessi dal Tesoro (controvalore di 30.670 miliardi) per la costituzione di un conto transitorio, confluito nel mese successivo nel conto "disponibilità del Tesoro per il servizio di tesoreria".

La voce "depositi presso B.I." include il conto di riserva, i depositi liberi delle aziende di credito non soggette a riserva obbligatoria e i depositi a cauzione assegni circola-

ri; comprende, fino al maggio del 1991, la riserva obbligatoria sulla raccolta netta in valuta. La voce "riserva obbligatoria" corrisponde all'obbligo medio di riserva nel periodo di mantenimento (15 del mese indicato-14 del mese successivo); comprende, fino a maggio del 1991, la riserva obbligatoria sulla raccolta netta in valuta. Le "altre voci" comprendono la cassa contante e il margine disponibile sulle anticipazioni ordinarie.

#### Tav. a24

Stime della media dei dati giornalieri nel periodo di mantenimento della riserva obbligatoria (15 del mese indicato-14 del mese successivo).

I "depositi presso B.I." comprendono il conto di riserva, i depositi liberi delle aziende di credito non soggette a riserva obbligatoria e i depositi a cauzione assegni circolari. Fino al maggio del 1991, includono la riserva obbligatoria sulla raccolta netta in valuta. La media della cassa contante è stimata sulla base delle segnalazioni bancarie decedali.

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. a25

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.

#### Tav. a26

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. a27

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. a28

Il tasso applicato è quello medio ponderato dell'asta corrispondente alla data dell'operazione. La voce "ammontare massimo" indica i BOT in eccesso di una quota predeterminata, che sono stati sottoscritti all'asta dal gruppo degli intermediari che la Banca d'Italia si è dichiarata disposta a fi-

nanziare ("cintura"); dal gennaio 1994 questi finanziamenti sono stati aboliti.

#### Tav. a29

Metodo dell'asta competitiva sullo *spread* (punti *forward*) tra tasso di cambio a pronti e quello a termine.

I punti *forward* sono i punti da sommare al tasso di cambio a pronti per determinare quello a termine.

I rendimenti sono espressi in valori percentuali, le quantità in milioni di marchi o dollari, il tasso di cambio a pronti e i punti *forward* in lire.

I tassi di rendimento sono tassi "indicativi" calcolati con riferimento allo *spread* tra il cambio a pronti e quello a termine e al tasso di interesse LIBOR sulla valuta dell'operazione.

#### Tav. a31

I dati relativi al tasso di sconto 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.

I tassi sulle operazioni pronti contro termine in titoli e in valuta 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. a32

I dati annuali sono relativi al mese di dicembre.

I tassi interbancari sui conti liberi sono ottenuti come media centrata mensile delle segnalazioni decedali 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 clientela sono tratti dalle segnalazioni decedali 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. a33**

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.

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 fino al novembre del 1991, successivamente è composta dai mezzi propri, dai fondi rischi e dalle passività subordinate raccolte dalle dipendenze interne ed estere; 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 "provista sull'estero".

**Tav. a34**

La voce "titoli" comprende i titoli in ECU, mentre quelli in valuta emessi da non residenti sono inclusi nelle "altre attività" sull'estero.

**Tav. a35**

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.

I tassi di crescita a 12 mesi non sono aggiustati per le modifiche di valutazione dovute alle variazioni dei cambi.

**Tav. a36**

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). Eventuali mancate quadrature sono dovute agli arrotondamenti.

**Tav. a37**

I dati relativi alle SIM includono, per il IV trimestre 1992, anche l'attività delle commissionarie.

I titoli obbligazionari includono i certificati di deposito con scadenza superiore ai 18 mesi.

**Tav. a38**

Tra le emissioni effettuate dal settore pubblico sono compresi titoli di Stato (BTP e CCT) per il controvalore di 30.670 miliardi, collocati direttamente nel portafoglio della Banca d'Italia per la costituzione del conto "Disponibilità del Tesoro per il servizio di tesoreria".

**Tav. a39**

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. a40**

Per i CCT viene indicato il rendimento atteso nell'ipotesi di invarianza dei tassi. Il rendimento del CTE si riferisce a un investimento in ECU e non è quindi confrontabile con i rendimenti attesi da investimenti in lire. Per i CTO viene indicato il rendimento nell'ipotesi che il titolo non venga rimborsato anticipatamente.

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

30 dicembre 1983 per i BTP

27 giugno 1989 per i CTO

31 dicembre 1984 per i fondi comuni.

Gli indici di capitalizzazione sono calcolati con riferimento ai titoli quotati alla Borsa valori di Milano; i valori sono medie di dati giornalieri nel periodo considerato.

**Tav. a41**

Per la definizione di moneta del settore non statale cfr.: *Relazione annuale per il 1992 - Glossario*. La M2 corrisponde alla definizione di M3 "armonizzata" a livello UE.

La voce "conti correnti bancari" comprende i depositi in conto corrente liberi in lire e valuta.

Le "altre voci" della moneta M1 comprendono gli assegni circolari, i vaglia cambiari e i depositi in conto corrente presso il Tesoro.

La voce “depositi a risparmio bancari” comprende i depositi a risparmio e in conto corrente vincolati in lire e in valuta.

La moneta M2 “estesa” include i depositi presso le filiali estere di banche italiane.

I dati medi sono calcolati come medie mensili di dati giornalieri per tutte le componenti ad eccezione dei depositi postali e altre voci minori, per cui si utilizzano medie mobili su due periodi dei dati di fine mese.

#### Tav. a42

Per la definizione di attività liquide del settore non statale cfr.: *Relazione annuale per il 1992 – Glossario*. Le attività liquide corrispondono alla definizione di M4 “armonizzata” a livello UE.

La voce “titoli acquistati pronti contro termine” include dal gennaio 1990 i titoli in valuta emessi da residenti.

Le consistenze di BOT e BTE sono al valore nominale.

#### Tav. a43

Attività finanziarie del settore non statale al netto delle azioni. Dal dicembre 1988 si è proceduto a una revisione delle procedure per il calcolo delle attività finanziarie sull'estero del settore non statale, riprendendo la metodologia dei nuovi Conti Finanziari (cfr.: *Relazione annuale per il 1992 – Note metodologiche*, tavv. aD38-aD41). L'entità della discontinuità statistica suggerisce di pubblicare i soli dati rivisti.

Tutte le consistenze sono calcolate al valore nominale, con l'eccezione delle quote di fondi comuni, espresse al valore di mercato.

La voce “titoli di Stato” comprende CCT, BTP, CTE, CTS, Certificati ordinari, CTO, CTR, Certificati per Enti mutualistici, Cartelle della Cassa DD.PP., Rendita 5% e Prestiti Edilizia Scolastica. Sono esclusi i titoli di Stato acquistati dal settore non statale pronti contro termine, già compresi nelle attività liquide.

La voce “altre obbligazioni” comprende obbligazioni emesse da imprese (pubbliche e private), ICS e Enti territoriali residenti. Sono escluse le obbligazioni acquistate dal settore non statale pronti contro termine, già comprese nelle attività liquide.

La voce “altre attività finanziarie” comprende i conti correnti di Enti ammassatori presso ICS, crediti di Istituti di previdenza, Assicurazioni, Enti territoriali e privati verso ICS, conti correnti di consorzi agrari presso ICS, depositi cauzionali di imprese, titoli atipici, prestiti della Repubblica nel portafoglio del settore non statale. Dal dicembre 1992, alcune categorie di fondi gestiti dagli ICS, in precedenza comprese tra le attività del settore non statale, non

sono più riportate nel bilancio degli istituti. I dati relativi al periodo dicembre 1974–novembre 1992 sono stati corretti per eliminare la discontinuità statistica.

Il “totale attività finanziarie” include i depositi presso le filiali estere di banche italiane, i titoli esteri e i prestiti (a breve e a medio-lungo termine) all'estero del settore non statale.

#### Tav. a44

Dal dicembre 1988 si è proceduto a una revisione delle procedure per il calcolo dei “finanziamenti esteri al settore non statale”, riprendendo la metodologia dei nuovi conti finanziari (cfr.: *Relazione annuale per il 1992 – Note metodologiche*, tavv. aD38 – aD41).

Al fine di evitare una discontinuità statistica, i dati delle segnalazioni di vigilanza relativi agli impieghi degli ICS sono stati corretti per il periodo dicembre 1974–novembre 1992; a partire dal successivo mese di dicembre, infatti, nella definizione del credito speciale non sono più comprese alcune categorie di fondi gestiti per conto di Enti pubblici.

I “finanziamenti al settore non statale” comprendono gli impieghi in valuta. I dati settorizzati precedenti al 1989 sono parzialmente stimati.

La voce “finanziamenti esteri” comprende prestiti esteri e obbligazioni emesse dal settore non statale di possesso estero.

I “finanziamenti al settore statale” corrispondono al debito del settore statale al valore nominale, al netto delle obbligazioni del settore non statale detenute dalla Cassa Depositi e Prestiti.

#### Tav. a45

La tavola è riferita alla moneta M2 interna di fine periodo. Per la definizione di moneta del settore non statale cfr.: *Relazione annuale per il 1992 – Glossario*.

I dati delle “riserve ufficiali” differiscono dalle statistiche tratte dalla bilancia dei pagamenti; le discrepanze, di importo modesto, riflettono differenti metodi nella valutazione di alcune poste della posizione sull'estero di BI-UIC.

La voce “crediti al settore non statale” si riferisce alle attività verso il settore non statale delle aziende di credito.

La voce “crediti al settore statale” si riferisce alle attività verso il settore statale delle aziende di credito e della Banca d'Italia.

La voce “altre partite” comprende i finanziamenti delle aziende di credito e della Banca d'Italia agli ICS, gli “altri settori” della base monetaria, voci patrimoniali e residue nel bilancio delle aziende di credito.

## Principali provvedimenti di politica economica

### 27 ottobre – Provvedimenti fiscali: *Istituzione del Fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato.*

Gli acquirenti di beni del patrimonio immobiliare o di partecipazioni dello Stato, dei quali per legge sia disposta la dismissione, possono regolare la loro posizione debitoria anche in titoli di Stato. Con decreto del Ministro del tesoro sono stabiliti i tipi di titoli utilizzabili in tali transazioni.

Presso la Direzione generale del Tesoro è istituito il Fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato, con lo scopo di ridurre la consistenza dei titoli di Stato in circolazione. L'amministrazione del Fondo è curata dal Ministro del tesoro coadiuvato da un comitato consultivo.

Sono conferiti al Fondo: a) i titoli di Stato e gli altri proventi ricevuti in pagamento di beni del patrimonio immobiliare o di partecipazioni dello Stato; b) i dividendi dovuti allo Stato da parte delle società per azioni derivate dalla trasformazione degli enti pubblici; c) gli utili che gli enti pubblici devono versare per statuto o per legge allo Stato; d) il gettito derivante da entrate straordinarie (nei limiti stabiliti dai singoli provvedimenti); e) eventuali assegnazioni da parte del Ministero del tesoro; f) i proventi derivanti da donazioni o lasciti destinati al conseguimento delle finalità del Fondo; g) i proventi derivanti dalla vendita di beni confiscati dall'autorità giudiziaria e corrispondenti a somme sottratte illecitamente alla pubblica amministrazione.

Le disponibilità del Fondo sono interamente impiegate per l'acquisto di titoli di Stato. Le disponibilità liquide, in attesa di essere impiegate per l'acquisto dei titoli, devono essere versate in apposito conto corrente infruttifero presso la Tesoreria dello Stato. I titoli di Stato acquistati devono essere annullati.

(L. 27.10.93, n. 432; G. U. 2.11.93, n. 257)

### 29 ottobre – Provvedimenti fiscali: *Armonizzazione delle disposizioni in materia di accise e di IVA con quelle recate da direttive comunitarie e altre disposizioni tributarie.*

Viene convertito in legge, con modificazioni, il DL 30.8.93, n. 331. In particolare, vengono apportate sostanziali modifiche alla disciplina della *minimum tax*, tali da sancirne il suo graduale superamento. A partire dal 1° 1.94 la maggiore imposta dovuta in base al "contributo diretto lavorativo" cessa di essere iscritta a ruolo in via automatica per divenire parametro dell'accertamento induttivo; quest'ultimo, a sua volta, a partire dal 1995 sarà sostituito da accertamenti basati sugli studi di settore. In materia di IVA, vengono apportate modifiche marginali alle aliquote (riduzione al 4 per cento dell'aliquota sulle opere di eliminazione delle barriere architettoniche e sulle prestazioni di carattere socio-sanitario delle cooperative sociali; esenzione per le prestazioni socio-sanitarie, di assistenza domiciliare o ambulatoriale). Viene inoltre stabilita l'abolizione, dal 1994, dell'imposta di fabbricazione sui sacchetti di plastica.

(L. 29.10.93, n. 427; G. U. 29.10.93, n. 255)

### 10 novembre – Provvedimenti fiscali: *Disposizioni correttive del D. Lgs. 3.2.93, n. 29, recante norme per la razionalizzazione dell'organizzazione delle amministrazioni pubbliche e la revisione della disciplina in materia di pubblico impiego.*

Sono modificati gli articoli numero 3, 13, 15, 18, 20, 27, 28, 29, 30, 31, 32, 33, 35, 45, 48, 50, 51, 52, 54 e 73 del D. Lgs. n. 29 del 1993, in particolare è previsto che all'interno delle amministrazioni pubbliche, ove già non esistano, siano istituiti servizi di controllo interno, o nuclei di valutazione, con il compito di verificare, mediante valutazioni comparative dei costi e dei rendimenti, la realizzazione degli obiettivi e la corretta ed economica gestione delle risorse pubbli-

che. I servizi o i nuclei determinano annualmente i parametri di riferimento del controllo. Tali organi operano in posizione di autonomia e rispondono unicamente agli organi di direzione politica. All'istituzione degli organi si provvede con regolamenti delle singole amministrazioni da emanarsi entro il 1°2.94.

(D. Lgs. 10.11.93, n. 470; Supp. Ord. G. U. 24.11.93, n. 276)

**11 novembre – Provvedimenti fiscali:** *Disposizioni urgenti in materia di acconto delle imposte sui redditi per l'anno 1993.*

Viene convertito in legge il DL 10.9.93, n. 357, in cui veniva stabilita la riduzione dal 98 al 95 per cento della misura dell'acconto relativo alle imposte sui redditi, per il periodo di imposta 1993.

(L. 11.11.93, n. 447; G. U. 12.11.93, n. 266)

**18 novembre – Provvedimenti fiscali:** *Rimborso ai non residenti delle ritenute convenzionali sui titoli di Stato.*

Viene convertito in legge il DL 24.9.93, n. 377, in cui venivano definiti i nuovi criteri per il rimborso della ritenuta sui titoli di Stato ai non residenti.

(L. 18.11.93, n. 467; G. U. 20.11.93, n. 273)

**22 novembre – Provvedimenti fiscali:** *Disposizioni urgenti per l'adeguamento delle detrazioni di imposta e dei limiti di reddito ai fini dell'imposta sul reddito delle persone fisiche per l'anno 1993.*

Il decreto recepisce alcune norme già previste nel disegno di legge finanziaria e in quello di accompagnamento. Si tratta dell'aumento dell'ulteriore detrazione per lavoro dipendente e di altre disposizioni in materia di imposte sui redditi a copertura della perdita di gettito connessa con tale provvedimento. In particolare, l'ulteriore detrazione prevista per i redditi da lavoro dipendente non superiori a 13,9 milioni viene aumentata da 227.000 a 267.000 e contestualmente viene estesa ai redditi compresi tra 13,9 e 60,12 milio-

ni, per un ammontare decrescente al crescere della base imponibile.

(DL 22.11.93, n. 469; G. U. 22.11.93, n. 274)

**26 novembre – Provvedimenti monetari, creditizi e finanziari:** *Disciplina del conto intrattenuto dal Tesoro presso la Banca d'Italia per il servizio di tesoreria e modifica della disciplina della riserva obbligatoria degli enti creditizi.*

Le principali disposizioni della legge 26 novembre 1993, n. 483, sono le seguenti (cfr. il riquadro: *Le riforme del conto corrente di tesoreria e della riserva obbligatoria*):

- la Banca d'Italia non può concedere anticipazioni di alcun tipo al Tesoro;
- il debito sul conto corrente presso la Banca d'Italia, quale risulta al 31 dicembre 1993, viene convertito in titoli di Stato all'1 per cento, la cui durata viene stabilita dal Ministro del Tesoro con proprio decreto;
- entro un mese dalla data della pubblicazione della legge, il Ministro del tesoro procede all'emissione di titoli, da collocare presso la Banca d'Italia a rendimenti di mercato, per un netto ricavo di almeno 30.000 miliardi; l'importo netto dell'emissione viene trasferito in un conto istituito presso la Banca d'Italia, denominato "Disponibilità del Tesoro per il servizio di tesoreria" e utilizzato per assicurare il regolare svolgimento del servizio medesimo;
- le somme giacenti nel conto non possono essere utilizzate in modo duraturo per la copertura del fabbisogno del Tesoro; il conto non può presentare saldi a debito del Tesoro; sono previste "soglie", il cui superamento richiede l'adozione di interventi correttivi (cfr. il riquadro sopra citato).
- la Banca d'Italia disciplina la riserva obbligatoria; è esclusa da qualsiasi obbligo di riserva la raccolta effettuata attraverso l'emissione di obbligazioni e certificati di deposito aventi scadenza originaria non inferiore a diciotto mesi; l'ammontare della riserva non può eccedere il 17,5 per cento della raccolta soggetta; sulle somme depositate

la Banca d'Italia corrisponde una remunerazione determinata dalla Banca stessa, che non può essere superiore al tasso ufficiale di sconto.

(L. 26.11.93, n. 483; G. U. 1.12.93, n. 282)

**26 novembre – Provvedimenti fiscali:** *Norme urgenti in materia di imposta sostitutiva di talune plusvalenze, nonché di termini per il consono previdenziale.*

Vengono riproposte le norme contenute nel DL 27.9.93, n. 380.

(DL 26.11.93, n. 476; G.U. 27.11.93, n. 279)

**26 novembre – Provvedimenti fiscali:** *Disposizioni urgenti in materia di acconto dell'imposta sul valore aggiunto.*

Il termine per il versamento dell'acconto IVA di fine anno viene prorogato dal 20 al 27 dicembre. In seguito alla sentenza della corte di giustizia della UE, la quale aveva ritenuto la normativa italiana non conforme al principio secondo cui il versamento di un acconto non deve rappresentare anticipo di un debito d'imposta non ancora esigibile, viene introdotta la possibilità di determinare l'acconto secondo un nuovo criterio, alternativo ai precedenti (storico e previsivo), in base alle operazioni effettuate sino alla data del 20 dicembre 1993.

(DL 26.11.93, n. 477; G. U. 27.11.93, n. 279)

**1° dicembre – Imprese pubbliche:** *Trasformazione dell'Amministrazione delle poste e delle telecomunicazioni in ente pubblico economico e riorganizzazione del Ministero.*

Vengono reiterate le norme contenute nel DL 30.9.93, n. 390, che stabilivano la trasformazione dell'Amministrazione delle poste e delle telecomunicazioni in ente pubblico economico, in vista della sua trasformazione, entro il 1996, in società per azioni.

(DL 1.12.93, n. 487; G. U. 2.12.93, n. 283)

**6 dicembre – Provvedimenti fiscali:** *Semplificazione di talune disposizioni in materia tributaria.*

Vengono semplificate le modalità di compilazione della dichiarazione dei redditi e ridotti gli adempi-

menti a carico del contribuente. Viene altresì ridotto il numero dei contribuenti tenuti alla presentazione della dichiarazione: vengono esclusi i contribuenti con detrazioni (escluse quelle sostitutive degli oneri deducibili) di ammontare tale da esaurire la capienza dell'imposta dovuta e coloro che, in aggiunta al reddito da lavoro dipendente, sono titolari di redditi soggetti a tassazione separata oppure dei redditi catastali dell'abitazione principale per un ammontare non superiore a un milione di lire. Il modello 740, da compilarli adesso in copia unica, viene snellito (riduzione a sole 4 pagine, eliminazione dell'attestazione dei familiari a carico, nonché dei dati relativi al redditometro e ai contitolari dei terreni e dei fabbricati, esclusione degli allegati relativi alla documentazione sulle spese deducibili e alle certificazioni comprovanti le ritenute alla fonte).

Vengono inoltre apportate modifiche alla disciplina degli oneri deducibili e delle detrazioni di imposta; in particolare viene fissata nella misura unica del 27 per cento la percentuale di oneri deducibili detraibile dall'imposta. Vengono semplificate le modalità di determinazione del reddito delle abitazioni concesse in locazione. Viene semplificata la procedura per la domanda di assistenza fiscale da parte di lavoratori dipendenti e pensionati.

Viene prorogato al 30 giugno il termine per la presentazione della dichiarazione. La soprattassa per omesso o insufficiente versamento delle imposte viene fissata nella misura unica dello 0,5 per cento per i versamenti effettuati entro il 20 giugno e del 3 per cento per quelli effettuati entro il 24 giugno, abolendo l'obbligo di pagamento degli interessi.

(DL 6.12.93, n. 503; G. U. 7.12.93, n. 287)

**7 dicembre – Provvedimenti fiscali:** *Modificazioni al D. Lgs. 30.12.92, n. 502, recante norme per il riordino della disciplina in materia sanitaria, a norma dell'art. 1 della L. 23.10.92, n. 421.*

Il presente decreto modifica alcune delle norme contenute nel decreto legislativo n. 502 del 1992. Le nuove norme dispongono che con il Piano sanitario nazionale si stabiliscano: a) le aree prioritarie di intervento anche ai fini del riequilibrio territoriale delle condizioni sanitarie della popolazione; b) i livelli uniformi di assistenza sanitaria da individuare sulla

base anche dei dati epidemiologici e clinici, con la specificazione delle prestazioni da garantire a tutti i cittadini, rapportati al volume delle risorse a disposizione; c) i progetti-obiettivo da realizzare anche mediante l'integrazione funzionale e operativa dei servizi sanitari e dei servizi socio-assistenziali degli enti locali; d) le esigenze prioritarie in materia di ricerca biomedica e di ricerca sanitaria applicata, considerata anche la sanità pubblica veterinaria; e) gli indirizzi relativi alla formazione di base del personale; f) le misure e gli indicatori per la verifica dei livelli di assistenza effettivamente assicurati in rapporto a quelli previsti; g) i finanziamenti relativi a ciascun anno di validità del piano in coerenza con i livelli uniformi di assistenza.

L'Unità sanitaria locale (USL) è un'azienda che si configura come ente strumentale della regione, ha personalità giuridica pubblica, autonomia organizzativa, amministrativa, patrimoniale, contabile, gestionale e tecnica, ad essa spetta assicurare i livelli uniformi di assistenza, a livello regionale. Le regioni devono, nell'ambito della propria competenza e sentite le provincie interessate, entro il 31.3.94: a) provvedere alla riduzione del numero delle USL; b) provvedere all'articolazione delle USL in distretti; c) stabilire i criteri per la definizione dei rapporti attivi e passivi facenti capo alle preesistenti USL; d) provvedere al finanziamento delle USL; e) operare controlli sulle USL; f) far sì che le USL e le aziende ospedaliere non ricorrano a qualsiasi forma di indebitamento, fatte salve: 1) l'anticipazione da parte del tesoriere, nella misura massima di un dodicesimo dell'ammontare annuo delle entrate previste nel bilancio di competenza; 2) la contrazione di mutui di durata non superiore a 10 anni per spese di investimento e previa autorizzazione regionale (l'ammontare delle rate, per capitale e interessi, non può superare il 15 per cento delle entrate proprie correnti); g) stabilire i criteri per la definizione delle dotazioni organiche e degli uffici dirigenziali delle USL e degli ospedali e per l'applicazione della mobilità del personale.

È soppressa la norma che prevedeva la possibilità di introdurre per particolari tipologie di prestazioni "forme di assistenza differenziate". Si prevede invece la possibilità di istituire fondi integrativi sanitari finalizzati a fornire prestazioni aggiuntive rispetto a quel-

le assicurate dal SSN. Le fonti istitutive dei fondi possono essere le seguenti: a) contratti e accordi collettivi, accordi di lavoratori, promossi da sindacati firmatari di contratti collettivi nazionali di lavoro; b) accordi tra lavoratori autonomi o liberi professionisti, promossi dai loro sindacati o da associazioni aventi rilievo almeno provinciale; c) regolamenti di enti o aziende o enti locali o associazioni senza scopo di lucro giuridicamente riconosciute. Il fondo sanitario può essere gestito direttamente o può essere dato in gestione a un'impresa di mutuo soccorso o a un'impresa assicurativa autorizzata. Entro centoventi giorni dall'entrata in vigore del D. Lgs. 517/93 sono dettate disposizioni relative agli ordinamenti dei fondi integrativi sanitari.

Il Fondo sanitario nazionale entro il 15 ottobre di ogni anno e con riferimento al triennio successivo, è ripartito dal CIPE, su proposta del Ministero della sanità, sentita la Conferenza permanente per i rapporti fra lo Stato, le regioni e le provincie autonome, sulla base di un sistema di coefficienti parametrici.

Il Fondo sanitario nazionale in conto capitale assicura quote di finanziamento destinate al riequilibrio a favore delle regioni particolarmente svantaggiate sulla base di indicatori qualitativi e quantitativi di assistenza sanitaria. Il Fondo sanitario nazionale di parte corrente assicura altresì, nel corso del primo triennio di applicazione del presente decreto, quote di finanziamento destinate alle regioni che presentano servizi e prestazioni eccedenti quelli da garantire comunque a tutti i cittadini rapportati agli standard di riferimento.

Il Governo, con atto regolamentare, sentita la Conferenza permanente dei rapporti tra lo Stato, le regioni e le provincie autonome, adegua la disciplina concorsuale del personale del Servizio sanitario nazionale alle norme contenute nel presente decreto e nel D. Lgs. 29/93.

(D. Lgs. 7.12.93, n. 517; Supp. Ord. G. U. 15.12.93, n. 293)

#### **14 dicembre – Provvedimenti fiscali: Adeguamento per l'anno 1994 delle detrazioni di imposta.**

In base alla variazione dell'indice del costo della vita rilevata ad agosto 1993, vengono aumentati, a

partire dal 1° gennaio 1994, del 4,5 per cento gli importi delle detrazioni di imposta e dei limiti di reddito per poterne fruire.

(DPCM del 14.12.93; G. U. 22.12.93, n. 299)

**23 dicembre – Provvedimenti fiscali:** *Ulteriori modifiche al D. Lgs. 29.2.93, n. 29, sul pubblico impiego.*

Sono modificati gli articoli numero 2, 4, 6, 7, 8, 12, 14, 16, 17, 19, 21, 24, 26, 28, 35, 36, 38, 42, 43, 44, 47, 49, 53, 57, 58, 59, 60, 61, 63, 64, 65, 68, 69, 70, 72, 73 e 74 del D. Lgs. n. 29 del 1993; in particolare, è previsto che in attesa di una specifica disciplina il rapporto d'impiego dei professori e ricercatori universitari sia regolato dalle vigenti disposizioni. Le competenze del Ministero dell'università e della ricerca scientifica e tecnologica relative al personale tecnico e amministrativo universitario, sono devolute alle Università di appartenenza.

Per la Presidenza del consiglio dei ministri, per il Ministero degli affari esteri e per le amministrazioni che esercitano competenze istituzionali in materia di difesa e sicurezza dello Stato sono fatte salve le particolari disposizioni dettate dalle normative di settore.

È elevato da 29 a 32 anni il limite di età previsto per la partecipazione al periodo biennale di formazione e lavoro.

Mentre la previgente normativa demandava solo al Ministro del tesoro il controllo sui bilanci e sui costi (con particolare riferimento al costo del lavoro), attualmente tale compito è demandato al Ministro del tesoro d'intesa con la Presidenza del Consiglio dei Ministri, Dipartimento della funzione pubblica.

(D. Lgs. 23.12.93, n. 546; Supp. Ord. G. U. 29.12.93, n. 304)

**24 dicembre – Provvedimenti fiscali:** *Interventi correttivi di finanza pubblica.*

**Organizzazione della pubblica amministrazione** – Il Governo è delegato ad emanare, entro nove mesi dalla data di entrata in vigore della presente legge, provvedimenti legislativi diretti a: a) riordinare,

sopprimere e fondere i Ministeri e le amministrazioni a ordinamento autonomo; b) istituire organismi indipendenti per la regolazione dei servizi di rilevante interesse pubblico; c) riordinare i servizi tecnici nazionali che operano presso la Presidenza del Consiglio dei Ministri. Nell'emanare i decreti il Governo dovrà tener conto delle norme contenute nella L. 241/90 e nel D.Lgs. 29/93, e mirare a eliminare duplicazioni organizzative e funzionali e a razionalizzare la distribuzione delle competenze. La riorganizzazione dovrà avvenire tenendo conto del principio della separazione tra politica e amministrazione.

Sono soppressi i Ministeri dei trasporti e della marina mercantile. I dipendenti e le relative competenze vengono trasferiti al Ministero dei trasporti e della navigazione e a quello dell'Ambiente. Sono soppressi tutti i comitati interministeriali che prevedano per legge la partecipazione di più Ministri o di loro delegati, ad eccezione del CICR, del Comitato relativo alla salvaguardia di Venezia, del CIPE, del Comitato per le informazioni e la sicurezza e del Comitato per i servizi tecnici nazionali e gli interventi nel settore della difesa del suolo.

Entro sei mesi dall'entrata in vigore della presente legge, il Governo dovrà emanare un decreto legislativo diretto a promuovere l'istituzione di organizzazioni di previdenza per le categorie professionali che ne sono prive, ovvero a riordinare le funzioni in materia di previdenza di dette categorie in enti già esistenti, operanti a favore di altre categorie professionali. Sempre entro sei mesi, il Governo dovrà provvedere al riordino degli enti pubblici non economici con funzioni analoghe o collegate, tenendo conto dei seguenti criteri: fusione degli enti che svolgono funzioni omologhe o complementari, contenimento della spesa complessiva, riduzione del numero degli organi di amministrazione e di revisione e trasformazione in associazioni o persone giuridiche di diritto privato degli enti a struttura associativa o che non svolgono funzioni di rilevante interesse pubblico.

**Pubblico impiego** – Le amministrazioni pubbliche provvedono entro il 31.12.94 (successivamente con cadenza biennale), alla verifica dei carichi di lavoro, che deve essere effettuata con riferimento alla quantità totale di atti o di operazioni prodotti nella media degli ultimi tre anni ai tempi standard di esecu-

zione delle attività. Il Dipartimento della funzione pubblica verifica la congruità delle metodologie utilizzate per determinare i suddetti carichi. Le dotazioni organiche delle amministrazioni pubbliche sono provvisoriamente rideterminate in misura pari ai posti coperti al 31.8.93, nonchè ai posti per i quali, alla stessa data, risulti in corso di espletamento un concorso o sia stata pubblicato o autorizzato oppure siano avviate le prove di selezione tramite le liste di collocamento. Fino al 31.12.96 le amministrazioni pubbliche possono provvedere, previa verifica dei carichi di lavoro, a coprire i posti resisi vacanti a causa di cessazioni dal servizio, mediante procedure di mobilità, per il 5 per cento, e con nuove assunzioni nel limite del 10 per cento. I sopraddetti divieti non si applicano agli enti locali che negli ultimi quattro esercizi non abbiano dichiarato il dissesto ai sensi dell'art. 25 del DL 66/89, convertito nella L. 144/89 e il cui conto consuntivo non presenti condizioni di squilibrio.

Continuano ad applicarsi nel triennio 1994-96 le norme contenute nei commi 5 e 6 dell'art. 7 della L. 438/92 in base alle quali tutte le indennità, compensi e gratifiche dovevano essere devolute nel 1993 nella stessa misura del 1992 e le indennità di missione e trasferimento potevano essere rivalutate in misura non superiore al tasso di inflazione programmato.

Il congedo straordinario di cui possono godere i dipendenti civili dello Stato (DPR 10.1.57, n. 3, art. 37) nel corso dell'anno non può superare i 45 giorni. Per il primo giorno di ogni periodo ininterrotto di congedo straordinario spettano al pubblico dipendente tutti gli assegni ridotti di un terzo, escluse le indennità per servizi e funzioni di carattere speciale e per prestazioni di lavoro straordinario. Sono abrogate le disposizioni vigenti in materia di congedo straordinario per cure termali.

I dipendenti che risultassero in esubero in conseguenza dell'attuazione delle operazioni di riordino e di fusione sono collocati in disponibilità, essi percepiscono un'indennità pari all'80 per cento dello stipendio; l'indennità mensile non può comunque essere superiore a 1.500.000 di lire lorde. Il periodo di disponibilità è utile ai fini del trattamento di quiescenza, la durata massima è di 24 mesi, nel caso di proroga (è ammessa solamente per ulteriori 12 mesi) l'assegno è ridotto di un ulteriore 20 per cento. Nel caso il

dipendente non accetti il trasferimento presso un'altra amministrazione o non si verifichi una vacanza di posti, al termine della disponibilità il dipendente è licenziato.

**Sanità** – Per l'anno 1994, le USL non possono procedere alla copertura dei posti resisi vacanti dal 1°7.93 e non coperti. Le regioni possono assumere personale sia amministrativo che sanitario nella misura del 50 per cento dei posti vacanti e sempre dopo aver applicato l'istituto della mobilità.

Entro il 31.12.93 la Commissione unica del farmaco deve procedere alla riclassificazione delle specialità medicinali suddividendole in tre classi: a) farmaci essenziali e per la cura delle malattie croniche; b) farmaci di rilevante interesse terapeutico; c) farmaci diversi da quelli di cui ai punti a) e b). I farmaci collocati nella fascia a) sono a totale carico del SSN, l'assistito partecipa con una quota fissa per ricetta pari a L. 5.000; per i farmaci della fascia b) l'assistito deve una quota pari al 50 per cento del prezzo di vendita; i farmaci della fascia c) sono a totale carico dell'assistito. Tutti i cittadini devono pagare le prestazioni di diagnostica strumentale e di laboratorio fino all'importo massimo di L. 100.000 per ricetta. I cittadini di età inferiore ai 10 anni e superiore ai 60 anni, nonchè coloro che sono affetti dalle forme morbose indicate nel DM 1.2.91 sono soggetti soltanto al pagamento di L. 5.000 per ricetta. La riclassificazione dei farmaci è effettuata in modo da garantire che l'onere a carico del SSN per l'assistenza farmaceutica nell'anno 1994 non superi i 10.000 miliardi. A decorrere dal 1°1.94 i prezzi delle specialità medicinali, sono sottoposti a regime di sorveglianza secondo le modalità indicate dal CIPE.

**Previdenza e assistenza** – Con regolamento da emanare ai sensi della L. 400/88, art. 17, 2° c., entro novanta giorni dall'entrata in vigore della presente legge, si deve provvedere al riordino dei procedimenti in materia di invalidità civile, cecità civile e sordomutismo, sulla base dei seguenti criteri: a) semplificazione dei procedimenti; b) distinzione del procedimento di accertamento sanitario dal procedimento per la concessione delle provvidenze; c) soppressione dei comitati provinciali di assistenza e beneficenza e devoluzione delle funzioni concernenti le provvidenze in favore dei mutilati civili ai prefetti.

A decorrere dal 1° 1.94, pur restando in vigore l'attuale disciplina in materia di perequazione automatica delle pensioni previdenziali e assistenziali, spetta, per quelle di importo pari o inferiore a L. 1.000.000 mensili, un ulteriore aumento corrispondente allo scostamento tra il valore di 3,5 punti (art. 2, comma 1bis del DL 384/92, convertito nella L. 438/92) e il valore accertato della variazione tra il 1992 e il 1993 dell'indice medio annuo dei prezzi al consumo. Sempre dal 1° 1.94 è corrispondentemente aumentato l'importo mensile del trattamento minimo di pensione. Gli aumenti concessi alla cosiddette pensioni d'annata, che dovevano avere decorrenza 1° 1.94, sono posticipati in parte al 1° luglio e in parte al 1° 1.95.

I termini stabiliti dall'art. 1, comma 2bis, del DL 384/92, convertito nella L. 438/92, per la decorrenza delle pensioni di anzianità per le quali è richiesta un'anzianità contributiva non inferiore a 35 anni sono posticipati rispettivamente: a) dal 1° maggio al 1° luglio per i soggetti che hanno un'età pari o superiore a 57 anni se uomini e a 52 se donne; b) dal 1° novembre al 1° gennaio dell'anno successivo per i soggetti di età inferiore. Sono esclusi i lavoratori che hanno maturato il diritto alla pensione di anzianità nel 1993 e ne ottengono il trattamento con decorrenza entro il 1994, ad essi continuano ad applicarsi le norme della L. 438.

Ai lavoratori che al 31.12.94 risultano titolari di pensione, ovvero hanno raggiunto i requisiti minimi per la liquidazione della pensione di vecchiaia o di anzianità, continuano ad applicarsi le previgenti norme se più favorevoli.

Con effetto dal 1° 1.94, fermi restando i requisiti richiesti dall'attuale normativa in materia di pensionamento anticipato rispetto all'età stabilita per la cessazione dal servizio, nei confronti di coloro che conseguono il diritto al pensionamento anticipato senza aver raggiunto i 35 anni di versamenti contributivi, l'importo del relativo trattamento è ridotto in proporzione agli anni mancanti al raggiungimento del predetto requisito retributivo; la riduzione del trattamento pensionistico è compresa fra l'1 per cento (nel caso manchi un anno) e il 35 per cento (nel caso manchino 15 anni). Queste norme non si applicano ai lavoratori la cui domanda di pensionamento sia stata accettata

entro il 15.10.93. Entro sessanta giorni dall'entrata in vigore della presente legge, coloro che hanno presentato domanda di pensionamento successivamente al 31.12.92 hanno la facoltà di revocarla ovvero di essere riammessi in servizio.

L'art. 6, commi 5, 6 e 7 del DL 463/83, convertito nella L. 638/83, si deve interpretare nel senso che nel caso di due o più pensioni integrate al trattamento minimo, liquidate prima dell'entrata in vigore del sopradetto decreto, il trattamento minimo spetta su una sola delle pensioni.

La riduzione contributiva concessa ai datori di lavoro agricolo residenti nella zone del Mezzogiorno, fermi restando i limiti di durata previsti dalla L. 48/88, art. 1, 5° c. (10 anni), è fissata nella misura del 40 per cento a decorrere dal 1° 10.94, del 30 per cento a decorrere dal 1° 10.95 e del 20 per cento dal 1° 10.96.

A modifica dell'art. 4, 1° c. lett. b), del D. Lgs. 503/92, che prevede che l'integrazione al minimo delle pensioni a carico dell'assicurazione generale obbligatoria per l'invalidità, la vecchiaia e i superstiti, non spetta alle persone coniugate che abbiano redditi propri superiori a due volte l'ammontare annuo del trattamento minimo del FPLD, calcolato in misura pari a 13 volte l'importo mensile in vigore al 1° gennaio di ogni anno, ovvero redditi cumulati con il coniuge pari a tre volte il trattamento minimo; la nuova norma stabilisce che per i lavoratori andati in pensione successivamente al 31.12.93 e sino al 31.12.94, il predetto limite di reddito sia elevato a cinque volte il trattamento minimo.

#### **Disposizioni diverse in materia di entrate –**

Viene attuato un alleggerimento del carico tributario gravante sugli immobili. La detrazione d'imposta, introdotta dalla legge istitutiva dell'ICI a fronte del reddito figurativo dell'abitazione principale, viene sostituita con una deduzione dal reddito medesimo. Tale deduzione è consentita fino a un ammontare di un milione di lire, nei limiti della capienza del reddito stesso.

Vengono inoltre apportate alcune modifiche marginali, con finalità antielusive, alle regole per la determinazione del reddito di impresa (deducibilità per

cassa dei compensi spettanti, anche in forma di partecipazione all'utile, agli amministratori di società; parziale tassazione dei contributi pubblici per investimenti; limitazione della facoltà di rateizzazione delle plusvalenze ai beni detenuti per almeno tre anni) e di quello da lavoro autonomo (indeducibilità della rendita catastale relativa agli immobili strumentali; estensione della base imponibile per i rivenditori a domicilio; riduzione delle deduzioni forfettarie sui redditi derivanti dalle collaborazioni coordinate e continuative e dall'utilizzazione di opere dell'ingegno).

Vengono sottoposti a tassazione i proventi derivanti da attività qualificabili come illecito civile, penale o amministrativo, se non già sottoposti a sequestro o confisca penale. Nell'ambito della riduzione delle agevolazioni, vengono abrogati alcuni benefici originariamente concessi per calamità naturali e viene limitato il credito di imposta accordato a fronte dell'acquisto di registratori di cassa. In materia di imposte indirette vengono apportate alcune modifiche alla disciplina delle esenzioni e delle detrazioni dell'IVA, viene aggiornata la tabella delle imposte ipotecarie e di visura e soppresse alcune tasse di concessioni governative e l'imposta di bollo su alcuni atti.

(L. 24.12.93, n. 537; Supp. Ord. G. U. 28.12.93, n. 303)

**24 dicembre – Provvedimenti fiscali:** *Disposizioni per la formazione del bilancio annuale e pluriennale dello Stato (legge finanziaria 1994).*

Per l'anno 1994, il limite massimo del saldo netto da finanziare viene determinato in termini di competenza in miliardi 141.970 (al netto di 11.375 miliardi per regolazioni debitorie). Il livello massimo del ricorso al mercato finanziario viene stabilito in 294.700 miliardi.

È stabilito che il maggior gettito derivante da provvedimenti legislativi in ciascun anno del triennio 1994-96 venga interamente destinato alla riduzione del saldo netto da finanziare. Rimane salva la possibilità di disporre parzialmente di tali entrate per far fronte a specifiche situazioni di crisi connesse con calamità naturali, sicurezza del paese ed emergenze economico-finanziarie.

La spesa relativa ai rinnovi contrattuali del triennio 1994-96 per il personale delle Amministrazioni statali, compreso quello delle aziende autonome e delle università, è determinata negli anni 1994, 1995 e 1996 rispettivamente in 480, 2.650 e 4.380 miliardi.

Con riferimento alle misure tributarie, vengono incorporate le norme concernenti l'ulteriore detrazione sul reddito da lavoro dipendente già contenute nel DL 22.11.93, n. 469. Viene inoltre quantificata in 1.100 miliardi la perdita di gettito derivante dalla rivalutazione delle detrazioni d'imposta e dei limiti di reddito per poterne fruire, attuata secondo le disposizioni previste dalla manovra per il 1993 (DL 19.9.92, n. 384, convertito nella L. 14.11.92, n. 438).

Il limite complessivo dei versamenti dello Stato all'INPS, a titolo di pagamenti di bilancio e di anticipazioni di tesoreria è fissato per il 1994 in Mld. 66.800.

(L. 24.12.93, n. 538; Supp.Ord. G. U. 28.12.93, n. 303)

**24 dicembre – Dismissioni:** *Norme in materia di alienazione degli alloggi di edilizia residenziale pubblica.*

Vengono specificate le modalità per l'alienazione di parte degli alloggi dell'edilizia residenziale pubblica. I proventi delle alienazioni rimangono agli enti proprietari e dovranno essere utilizzati per la riqualificazione e l'incremento del patrimonio abitativo pubblico (in misura non inferiore all'80 per cento del ricavato) e il ripiano dei disavanzi di gestione di tali enti.

(L. 24.12.93, n. 560; G. U. 31.12.93, n. 306)

**28 dicembre – Provvedimenti fiscali:** *Regolamento concernente l'istituzione del conto fiscale.*

Vengono precisate le regole da adottare per l'apertura presso i concessionari della riscossione del conto corrente fiscale in favore dei soggetti titolari di reddito di impresa e di lavoro autonomo, che svolgono un'attività per la quale è richiesta la partita IVA.

Vengono inoltre stabiliti i nuovi termini per i versamenti delle imposte effettuati dagli intestatari del

conto corrente fiscale: il versamento delle ritenute sul reddito da lavoro dipendente viene anticipato al giorno 15 di ogni mese, le liquidazioni mensili IVA al giorno 18, le liquidazioni trimestrali al giorno 3.

(DM 28.12.93, n. 567; G. U. 31.12.93, n. 306)

**28 dicembre – Provvedimenti fiscali:** *Modifiche alle tariffe d'estimo.*

Viene stabilita la nuova articolazione geografica delle tariffe d'estimo, che incorpora le correzioni agli estimi vigenti dal 1992, a seguito dei ricorsi presentati alle Commissioni censuarie in base alla L. 24.3.1993, n. 75.

(D. Lgs. 28.12.93, n. 568; Supp. Ord. G. U. 31.12.93, n. 306)

**30 dicembre – Provvedimenti fiscali:** *Disposizioni tributarie urgenti.*

Il provvedimento contiene alcune disposizioni diverse da definire in via legislativa entro il 31.12.1993. Le misure riguardano termini amministrativi, rimborsi contributivi, contenzioso tributario e assistenza fiscale. Viene abrogato l'obbligo dell'autoliquidazione dell'imposta sulle successioni. Viene eliminato il vincolo per l'Amministrazione Autonoma dei Monopoli di Stato di commercializzare i sali da essa prodotti attraverso un'unica società a partecipazione pubblica.

(DL 30.12.93, n. 553; G. U. 30.12.93, n. 305)

**30 dicembre – Provvedimenti fiscali:** *Disposizioni fiscali in materia di reddito di impresa.*

Il provvedimento adegua la disciplina tributaria del reddito di impresa alla nuova normativa civilistica recata dalle direttive comunitarie. Le norme hanno effetto a partire dal reddito prodotto nel 1993 e concernono in particolare: i criteri di valutazione delle rimanenze, dei crediti e debiti in valuta estera, delle partecipazioni in imprese controllate o collegate, dei titoli a reddito fisso immobilizzati; le modalità di contabilizzazione degli ammortamenti anticipati, delle sopravvenienze attive attinenti ai contributi in conto capitale, dei proventi conseguenti alle operazioni pronti contro termine. Subisce modifiche anche la di-

sciplina della deducibilità fiscale della svalutazione di crediti e delle operazioni "fuori bilancio".

(DL 30.12.93, n. 554; G. U. 30.12.93, n. 305)

**30 dicembre – Provvedimenti fiscali:** *Ulteriori interventi correttivi di finanza pubblica per l'anno 1994.*

Viene introdotto un nuovo metodo di calcolo delle liquidazioni periodiche dell'IVA. A partire dalla liquidazione da effettuarsi nel mese di maggio, l'imposta da versare verrà calcolata sulla base delle operazioni effettuate, anziché registrate, nel mese precedente. Subiscono aumenti: dal 12 al 13 per cento l'aliquota intermedia dell'IVA (abbigliamento, calzature, tessuti, vini e alcuni generi alimentari), dal 4 al 9 per cento l'aliquota relativa alla cessione di "secondo case" edificate da cooperative edilizie e di fabbricati ristrutturati e, a decorrere dal 1995, dal 9 al 13 per cento quella gravante sulle utenze telefoniche residenziali. L'aliquota per gli esercizi alberghieri di lusso viene ridotta dal 19 al 13 per cento. Viene soppressa l'esenzione di cui beneficiavano i servizi di smaltimento dei rifiuti solidi urbani, che vengono assoggettati all'aliquota del 4 per cento nel 1994 e del 9 per cento dal 1995. Viene modificato il regime delle detrazioni per i beni strumentali acquisiti mediante contratti di appalto oppure a seguito di operazioni di fusione, di incorporazione o di scissione di imprese. Vengono poste limitazioni alla detrazione forfettaria riconosciuta a fronte di spese di pubblicità e sponsorizzazione sostenute da soggetti che operano nel campo dello spettacolo.

Viene aumentata l'imposta di fabbricazione sulla benzina, penalizzando la tipologia maggiormente inquinante. L'aliquota della benzina senza piombo aumenta di 42 lire al litro (da 869,0 a 911,0 lire al litro), mentre quella relativa alla benzina super aumenta di 58,8 lire al litro (passando da 960,2 a 1.019,1 lire). Viene inoltre elevata l'aliquota minima agevolata per i prodotti alcolici di impiego intermedio, sia di origine vegetale, sia chimica.

Vengono apportate modifiche alla disciplina fiscale delle lotterie istantanee e contestualmente istituito un nuovo concorso pronostici (*totogol*).

In materia di imposte dirette, si stabiliscono l'inclusione nel reddito imponibile degli interessi di dila-

zione e di mora, limitazioni alla facoltà di detrarre le perdite derivanti dal reddito di impresa (ai fini Irpef e Irpeg), l'eliminazione della possibilità di detrarre dall'Irpef il 20 per cento delle provvigioni corrisposte agli intermediari immobiliari, la trasformazione della ritenuta di imposta in ritenuta d'acconto per gli interessi su obbligazioni e titoli similari percepiti da imprenditori individuali e, infine, la riduzione dal 15 al 10 per cento della quota minima di capitale sociale che configura come "qualificate" le partecipazioni detenute da singoli soggetti, con la conseguente estensione del regime analitico di tassazione delle eventuali plusvalenze derivanti dalla cessione di tali quote.

Viene prorogata al 1994 l'imposta straordinaria a fronte dell'immatricolazione delle auto e dei motocicli di lusso, in precedenza soggetti alla soppressa aliquota IVA del 38 per cento.

Viene semplificato il quadro della tassazione degli atti relativi ai conti correnti. La tassa sull'estratto conto, per un importo annuo unificato a lire 33.000 per le persone fisiche, sostituisce la tassa sugli assegni bancari e sulle ricevute; viene anche abolita l'imposta di bollo sugli acquisti di importo unitario superiore alle 50.000 lire effettuati mediante carte di credito.

Viene ridotta dal 9 al 6 per cento (dal 4,5 al 3 per cento su base semestrale) la misura degli interessi sui crediti e sui debiti di imposta.

Viene stabilito l'adeguamento al tasso d'inflazione di alcuni tributi in cifra fissa e dei prezzi di vendita dei tabacchi lavorati, da effettuarsi con decreto ministeriale entro il 30 aprile 1994.

Con riferimento alla tassa sui contratti di trasferimento di titoli o valori, viene prevista l'esenzione dei contratti aventi per oggetto titoli di Stato, se effettuati nell'ambito di mercati regolamentati.

(DL 30.12.93, n. 557; G.U. 30.12.93, n. 305)

**30 dicembre – Provvedimenti fiscali:** *Disposizioni correttive del D. Lgs. 21.4.93, n. 124, recante norme per la disciplina delle forme pensionistiche complementari.*

Il credito d'imposta previsto dal D. Lgs. 124/93 a fronte del prelievo del 15 per cento sulle contribuzio-

ni in favore di ciascun fondo pensione viene attribuito al fondo medesimo. L'importo del credito d'imposta viene calcolato tenendo conto dei tassi annui effettivi di rendimento del fondo.

I fondi pensione sono assoggettati a un'imposta dello 0,125 per cento del loro attivo netto; l'imposta deve essere versata alla tesoreria dello Stato entro il 31 gennaio di ciascun anno.

Per il 1993 l'attivo netto dei fondi pensione è valutato secondo i criteri stabiliti dalla commissione di vigilanza sui fondi stessi. I versamenti d'acconto dell'Irpeg e dell'Ilor effettuati nel 1993 da parte dei fondi si sottraggono dai versamenti sull'imposta sostitutiva sino a compensazione.

(D. Lgs. 30.12.93, n. 585; G. U. 26.1.94, n. 20)

**12 gennaio – Provvedimenti monetari, creditizi e finanziari:** *Conversione in titoli di Stato degli effetti cambiari detenuti dalla Banca d'Italia in dipendenza dei finanziamenti connessi alle campagne di ammasso obbligatorio di prodotti agricoli.*

Con decreto ministeriale del 12 gennaio 1994, visto il decreto-legge 30 dicembre 1993, n.565, il Ministro del Tesoro ha disposto un'emissione di buoni del Tesoro poliennali, da collocare presso la Banca d'Italia, per un valore nominale di 2.894 miliardi, pari all'ammontare al 31 dicembre 1993 delle cambiali possedute dalla Banca d'Italia in dipendenza dei finanziamenti connessi alle campagne di ammasso obbligatorio di prodotti agricoli. I buoni, di durata trentennale e con una cedola nulla, sono emessi alla pari, con godimento 1.2.1994.

(G. U. 31.1.94, n. 24)

**14 gennaio – Provvedimenti fiscali:** *Conversione in legge con modificazioni del DL 19.11.93, n. 465, recante norme per la proroga delle disposizioni in materia di sgravi contributivi.*

Gli sgravi contributivi in favore delle imprese che operano nel Mezzogiorno sono prorogati al 30.11.93. La loro misura è ridotta dal 7,50 al 6 per cento.

Nelle aziende indicate dal CIPE, per i nuovi assunti dal 1<sup>o</sup>.6.93 al 30.11.93, a incremento delle unità effettivamente occupate alla data del 30.11.92, lo

sgravio contributivo degli oneri sociali (art.59 del T.U. delle leggi sugli interventi nel Mezzogiorno) è concesso nella misura del totale dei contributi posti a carico dei datori di lavoro e dovuti all'INPS. L'agevolazione ha durata annuale.

È prorogato al 31.3.1994 il termine stabilito dalla L. 63/93 per regolarizzare la propria posizione contributiva (il termine fissato dal provvedimento era quello del 30.4.93 e con la L. 243/93 era stato già prorogato al 30.9.1993). I soggetti che non abbiano ancora regolarizzato la loro posizioni devono farlo in unica soluzione.

(L. 14.1.94, n. 21; G. U. 15.1.94, n. 11)

**18 gennaio – Provvedimenti fiscali:** *Disposizioni in materia di fiscalizzazione degli oneri sociali e di sgravi contributivi.*

**Fiscalizzazione nazionale** – A decorrere dal 1°1.94 sono resi permanenti gli esoneri contributivi di cui all'art. 2, commi 1, 2, 3 e 4 del DL 71/93 convertito nella L. 151/93 (cfr. Bollettino economico n. 21).

**Sgravi contributivi nel Mezzogiorno** – Gli sgravi contributivi in favore delle imprese che operano nel Mezzogiorno sono prorogati al 30.6.94. La loro misura è ulteriormente ridotta dal 6 al 5 per cento.

Nelle aziende indicate dal CIPE, per i nuovi assunti dal 1°12.93 al 30.6.94, ad incremento delle unità effettivamente occupate alla data del 30.11.93, lo sgravio contributivo degli oneri sociali (art.59 del T.U. delle leggi sugli interventi nel Mezzogiorno) è concesso nella misura del totale dei contributi posti a carico dei datori di lavoro e dovuti all'INPS. L'agevolazione ha durata annuale.

(DL 18.1.94, n. 39; G. U. 19.1.94, n. 14)

**18 gennaio – Provvedimenti fiscali:** *Ulteriori interventi urgenti a sostegno dell'occupazione.*

Anche ai fini della programmazione delle risorse a sostegno del reddito dei lavoratori il CIPE esamina periodicamente l'andamento occupazionale, sia sul piano congiunturale sia su quello strutturale, con riferimento ai settori produttivi e alle aree territoriali e

stabilisce, su proposta del Ministro del lavoro e della previdenza sociale i criteri generali per la gestione degli interventi di trattamento straordinario di integrazione salariale.

In attesa dell'emanazione dei regolamenti necessari per attribuire ad altri organi le competenze dei soppressi comitati (art. 1, 21° c., L. 537/93) ad altri organi, le competenze spettanti al CIPI in materia di trattamento straordinario di integrazione dei salari, sono attribuite al Ministero del tesoro e della previdenza sociale.

Il trattamento di integrazione salariale è concesso, con decreto del Ministro del lavoro e della previdenza sociale, entro 40 giorni dalla richiesta del trattamento. A modifica di quanto contenuto nel 3° comma, dell'art. 1 della L. 2.7.91, n. 223, è previsto che i programmi di ristrutturazione aziendale non possano essere superiori a due anni, sono previste al massimo due proroghe, ciascuna di dodici mesi, per quei programmi che presentano particolari complessità.

Con effetto dal 1°1.1994, l'importo massimo di integrazione salariale, ai sensi dell'art. 1 della L. 427/80, è elevato a L. 1.500.000 lorde, quando la retribuzione di riferimento per il calcolo dell'integrazione medesima, comprensiva dei ratei di mensilità aggiuntive, è superiore a L. 2.700.000. Quest'ultimo importo è annualmente aggiornato sulla base della variazione dell'indice ISTAT dei prezzi al consumo per le famiglie di operai e impiegati.

Le norme in materia di diritto a trattamenti pensionistici di anzianità, contenute nell'art. 1, comma 2bis del DL 384/92, convertito nella L. 438/92 e modificate dall'art. 11, 8° c. della L. 537/93 (si veda il commento alla legge riportato in questo bollettino) non si applicano ai lavoratori che fruiscono dei trattamenti di cassa integrazione guadagni straordinaria e di mobilità e ad alcune tipologie di lavoratori che fruiscono di prepensionamenti.

La percentuale di commisurazione dell'importo del trattamento ordinario di disoccupazione è elevata al 27 per cento sino al 30.6.94 e al 30 per cento sino al 31.12.94.

Nelle aziende interessate da contratti di solidarietà e da programmi di cassa integrazione straordinaria, il cumulo dei benefici per i lavoratori è disciplinato

con decreto del Ministro del lavoro e della previdenza sociale.

La L. 236/93 prevedeva che nelle aree individuate dalla Comunità europea (obiettivi 1 e 2 del regolamento CEE n.2052/88), le integrazioni salariali ordinarie di cui alla L. 164/75, relative alle sospensioni di attività produttiva verificatesi nelle imprese che occupano da cinque a quindici dipendenti, potessero essere concesse per un periodo non superiore a ventiquattro mesi consecutivi, ovvero per più periodi non consecutivi, purchè la durata complessiva nel triennio non fosse superiore ai ventiquattro mesi; il presente decreto ha elevato il limite di quindici dipendenti a cinquanta.

La disciplina in materia di indennità di mobilità è estesa anche alle imprese commerciali e alle agenzie di viaggio e turismo che occupano più di 50 addetti.

Fino al 31.12.95, per le unità produttive interessate da accordi di programma di reindustrializzazione gestiti da un unico soggetto e situate nelle zone in cui sussistono gravi problemi occupazionali, la durata del programma per crisi aziendale può essere fissata in 24 mesi (la L. 223/91 poneva il limite in 12 mesi).

Nelle unità produttive con oltre 500 dipendenti rientranti nel campo di applicazione della disciplina dell'integrazione salariale straordinaria il trattamento è prorogato di ulteriori 12 mesi.

Al fine di favorire le iniziative produttive industriali inserite in piani di recupero dell'occupazione e che coinvolgono aziende con più di 500 dipendenti, il Ministro del lavoro può concedere alle aziende un intervento di sostegno di natura temporanea e straordinaria in misura non superiore a quella indicata nell'art. 1, 2° c., della L. 236/93 (che prevede, per non più di tre anni, l'erogazione di incentivi ai datori di lavoro, per ogni unità lavorativa aggiunta o reimpressa nel processo produttivo occupata a tempo pieno, secondo modulazioni decrescenti che non possono superare complessivamente una annualità del costo medio pro capite del lavoro).

In via sperimentale, alle imprese appartenenti a settori interessati da gravi crisi occupazionali, che danno attuazione a piani occupazionali concordati con le organizzazioni nazionali di categoria dei lavoratori

e dei datori di lavoro, sono riconosciuti sgravi totali o parziali degli oneri previdenziali ed assistenziali per i lavoratori assunti ad incremento dei livelli occupazionali. Sono escluse le aziende che nei dodici mesi precedenti l'assunzione hanno effettuato riduzioni di personale.

Il Ministro del lavoro al fine di promuovere il ricorso al lavoro parziale o a forme di utilizzo flessibile dell'orario di lavoro, può concedere alle imprese: a) una riduzione dell'aliquota contributiva per l'assicurazione generale obbligatoria per l'invalidità, la vecchiaia e i superstiti, relativamente ai contratti di lavoro a tempo parziale stipulati ad incremento degli organici esistenti; b) una riduzione non inferiore allo 0,20 per cento dell'aliquota contributiva prevista per il trattamento di integrazione salariale.

(DL 18.1.94, n. 40; G. U. 19.1.94, n. 14)

**25 gennaio – Provvedimenti fiscali:** *Norme urgenti in materia di imposta sostitutiva di talune plusvalenze, nonché di termini per il condono previdenziale.*

Vengono riproposte le norme contenute nel DL 26.11.93, n. 476.

(DL 25.1.94, n. 58; G. U. 26.1.94, n. 20)

**26 gennaio – Provvedimenti fiscali:** *Disposizioni urgenti in materia di acconto dell'imposta sul valore aggiunto.*

Viene convertito in legge, senza modificazioni, il DL 26.11.93, n. 477.

(L. 26.1.94, n. 55; G. U. 26.1.94, n. 20)

**29 gennaio – Imprese pubbliche:** *Trasformazione dell'Amministrazione delle poste e delle telecomunicazioni in ente pubblico economico e riorganizzazione del Ministero.*

Viene convertito in legge il DL 1.12.93, n. 487

(L. 29.1.94, n. 71; G. U. 31.1.94, n. 24)

**4 febbraio – Provvedimenti fiscali:** *Semplificazioni di talune disposizioni in materia tributaria.*

Vengono riproposte le norme contenute nel DL 6.12.93, n. 503.

(DL 4.2.94, n. 90; G. U. 5.2.94, n. 29)

**14 febbraio – Provvedimenti fiscali:** *Istituzione dell'Istituto nazionale di previdenza per i dipendenti dell'amministrazione pubblica (INPDAP).*

Vengono reiterate le norme contenute nel DL 16.2.93, n. 34, che ha istituito, con effetto dal 18 febbraio 1993, l'Istituto nazionale di previdenza per i dipendenti dell'amministrazione pubblica (INPDAP); l'ente ha personalità giuridica pubblica ed è sottoposto alla vigilanza del Ministero del lavoro e della previdenza sociale e del Ministero del tesoro. All'istituto sono affidati i compiti finora svolti dai seguenti enti di previdenza: ENPAS, INADEL, ENPDEDP, Cassa per le pensioni dei dipendenti degli enti locali, Cassa

per le pensioni degli insegnanti di asilo e di scuole elementari parificate, Cassa per le pensioni ai sanitari e Cassa per le pensioni agli ufficiali giudiziari, agli aiutanti ufficiali giudiziari e ai coadiutori.

L'INPDAP è inserito nella tab. B della L. 29.10.84, n. 720.

(DL 14.2.94, n. 106; G. U. 16.2.94, n. 38)

**17 febbraio – Provvedimenti monetari, creditizi e finanziari:** *Modifica del tasso di sconto e della misura dell'interesse sulle anticipazioni in conto corrente e a scadenza fissa.*

Con provvedimento del 17 febbraio 1994, il Governatore della Banca d'Italia ha variato il tasso di sconto e il tasso di interesse sulle anticipazioni in conto corrente dall'8 per cento al 7,5 per cento, con decorrenza dal giorno 18 febbraio 1994. La maggiorazione sulle anticipazioni a scadenza fissa è rimasta invariata all'1 per cento.

(G.U. 18.2.94, n. 40)

ELENCO DELLE «NOTE» E DEI «DOCUMENTI»  
APPARSI NEI PRECEDENTI NUMERI DEL BOLLETTINO ECONOMICO

TITOLO	NUMERO
<b>NOTE:</b>	
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 . . . . .	» » »
Revisione degli aggregati monetari . . . . .	17 – ottobre 1991
Il sistema pensionistico: ragioni per una riforma . . . . .	» » »
Il progetto di riforma bancaria negli Stati Uniti e lo stato del suo <i>iter</i> parlamentare . . . .	» » »
Recente evoluzione della regolamentazione dei mercati creditizi e finanziari nei paesi della CEE . . . . .	» » »
Sistema dei pagamenti: la procedura «circuito veloce» per i bonifici bancari . . . . .	» » »
Recenti accordi commerciali della CEE con l'EFTA e con alcuni paesi dell'Europa centro-orientale . . . . .	18 – febbraio 1992
Revisione dell'indicatore del prezzo dell' <i>output</i> in Italia e delle serie dei tassi di cambio reali della lira . . . . .	» » »
Recenti interventi legislativi in favore delle piccole imprese: una valutazione dell'impatto macroeconomico e dell'efficacia allocativa . . . . .	» » »
L'attività dei cambiavalute non bancari . . . . .	» » »
Gli indicatori di tasso di cambio effettivo reale elaborati dalla Banca d'Italia . . . . .	19 – ottobre 1992
L'accordo di libero scambio tra Stati Uniti, Canada e Messico: contenuti ed effetti . . . .	» » »
Il ruolo del capitale delle aziende di credito nella legge bancaria del 1991 degli Stati Uniti (FDICIA) e nella sua normativa d'attuazione . . . . .	» » »
La nuova disciplina sui bilanci bancari . . . . .	» » »
Le società di investimento a capitale variabile . . . . .	» » »
Le transazioni nel mercato dei cambi . . . . .	20 – febbraio 1993
Il recepimento della seconda direttiva comunitaria di coordinamento bancario . . . . .	» » »
La bilancia dei pagamenti dell'Italia nel periodo giugno-settembre 1992 . . . . .	» » »
Il ciclo industriale, per settori . . . . .	21 – ottobre 1993
Confronti internazionali fra sistemi fiscali . . . . .	» » »
Progetto assegni: obiettivi conseguiti e sviluppi futuri . . . . .	» » »
Il testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia . . . . .	» » »

TITOLO	NUMERO
<b>DOCUMENTI:</b>	
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 ...	» » »
Questioni poste dalla transizione nell'Europa centrale e orientale .....	17 – ottobre 1991
La Banca centrale europea nella «seconda fase» .....	» » »
Disciplina del funzionamento della compensazione dei recapiti .....	» » »
Disciplina della liquidazione dei valori mobiliari .....	» » »
Trattato sull'Unione Europea (estratti) .....	18 – febbraio 1992
Rapporto sulla consegna contro pagamento ( <i>Delivery versus Payment</i> ) nei sistemi di regolamento delle transazioni in titoli .....	19 – ottobre 1992
Comunicati relativi alle recenti vicende dello SME .....	» » »
Questioni di interesse comune per le banche centrali della Comunità europea nell'ambito dei sistemi di pagamento .....	» » »
Decisione del Consiglio delle Comunità europee del 18 gennaio 1993 riguardante un prestito comunitario a favore della Repubblica italiana .....	20 – febbraio 1993
Rapporto sulle tendenze recenti nelle relazioni interbancarie internazionali .....	» » »
Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia .....	21 – ottobre 1993
Movimenti di capitale e mercato dei cambi: rapporto del G-10 .....	» » »

## 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)

**Temî di discussione** (periodicità variabile):

- n. 198 — *Privatizzare: come? Spunti da una ricognizione comparata dei casi inglese e francese*, di S. CHIRI e F. PANETTA (maggio 1993).
- n. 199 — *Liquidity Effects and the Determinants of Short-Term Interest Rates in Italy*, di I. ANGELONI e A. PRATI (giugno 1993).
- n. 200 — *Nuovi strumenti per la valutazione e la previsione del ciclo economico in Italia*, di G. SCHLITZER (giugno 1993).
- n. 201 — *Controllo e gruppo: natura economica e tutela giuridica*, di F. BARCA, P. CASAVOLA e M. PERASSI (luglio 1993).
- n. 202 — *Forma giuridica, quotazione e struttura proprietaria delle imprese italiane: prime evidenze comparate*, di L. CANNARI, G. MARCHESE e M. PAGNINI (luglio 1993).
- n. 203 — *Crescita, finanziamento e riallocazione del controllo: teoria e prime evidenze empiriche per l'Italia*, di F. BARCA e G. FERRI (luglio 1993).
- n. 204 — *Tutela dei creditori e riallocazione dell'impresa nella normativa fallimentare*, di G. BOCCUZZI e R. CERCONE (luglio 1993).
- n. 205 — *Il trasferimento intergenerazionale delle imprese*, di B. MANZONE e S. TRENTO (luglio 1993).
- n. 206 — *Aspetti economici e normativi dell'attività degli enti creditizi rilevante per la riallocazione della proprietà*, di N. PESARESI (luglio 1993).
- n. 207 — *An Assessment of Systemic Risk in the Italian Clearing System*, di P. ANGELINI, G. MARESCA e D. RUSSO (luglio 1993).
- n. 208 — *La microstruttura del mercato dei titoli di Stato*, di A. SCALIA (agosto 1993).
- n. 209 — *Debt Stabilization under Fiscal Regime Uncertainty*, di F. DRUDI e A. PRATI (settembre 1993).
- n. 210 — *Sulla crescita delle piccole imprese nell'industria manifatturiera italiana*, di L. F. SIGNORINI (settembre 1993).
- n. 211 — *Business Cycles in Italy: a Retrospective Investigation*, di G. SCHLITZER (novembre 1993).
- n. 212 — *La produttività nei servizi destinabili alla vendita: nuove evidenze per un vecchio problema*, di G. PELLEGRINI (novembre 1993).

**Quaderni di ricerca giuridica** (periodicità variabile):

- 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).
- n. 26 *La ristrutturazione della banca pubblica e la disciplina del gruppo creditizio*, di AA.VV. (gennaio 1992).
- n. 27 *Le autorità creditizie e i loro poteri*, di G. SANGIORGIO (marzo 1992).
- n. 28 *Il recepimento della seconda direttiva CEE in materia bancaria, prime riflessioni*, di F. CAPRIGLIONE (marzo 1992).
- n. 29 *Il sistema dei pagamenti. Atti del convegno giuridico*, Perugia (S.A.Di.Ba.), 23-24 ottobre 1992, di AA. VV. (settembre 1993).
- n. 30 *L'amministrazione straordinaria delle banche nella giurisprudenza*, di O. CAPOLINO (ottobre 1993).
- n. 31 *Riflessioni sul gruppo creditizio*, di P. FERRO-LUZZI e P. G. MARCHETTI (dicembre 1993).

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

*Finito di stampare  
presso la Divisione Stampa  
della Banca d'Italia.  
Roma, febbraio 1994*