

BANCA D'ITALIA

Bollettino Economico



Numero 27 Ottobre 1996

BANCA D'ITALIA

Bollettino Economico

del Servizio Studi

Numero 27 Ottobre 1996

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>	18
<i>L'andamento dei prezzi</i>	37
<i>La finanza pubblica</i>	46
<i>La politica monetaria, gli intermediari e i mercati finanziari</i>	54
<i>Prospettive economiche a breve termine, prezzi e politica monetaria</i> ..	71

Note

<i>I "New Arrangements to Borrow"</i>	1*
<i>I conti delle Amministrazioni pubbliche: alcuni confronti internazionali</i>	5*
<i>L'evoluzione del mercato telematico dei titoli di Stato</i>	11*
<i>L'offerta di prodotti e di servizi da parte delle banche</i>	15*

Documenti

<i>Primo rapporto sullo stato di avanzamento del progetto TARGET</i>	23*
<i>Risposta del Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria e dell'International Organization of Securities Commissions alla Richiesta dei Capi di Governo dei Paesi del G7 al Summit di Halifax del giugno 1995</i>	38*

Interventi

<i>Intervento del Governatore della Banca d'Italia al Comitato interministeriale per la programmazione economica - CIPE, settembre 1996</i> ..	59*
<i>L'arte del banchiere centrale, Antonio Fazio, ottobre 1996</i>	62*
<i>Attività conoscitiva preliminare all'esame dei Documenti di bilancio relativi alla manovra di finanza pubblica per gli anni 1997-99, Antonio Fazio, ottobre 1996</i>	65*
<i>L'economia e le banche del Mezzogiorno, Vincenzo Desario, settembre 1996</i>	71*
<i>Intervento del Presidente del Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, Tommaso Padoa-Schioppa, giugno 1996</i>	79*
<i>Pagamenti al dettaglio: sviluppi recenti e banche centrali, Tommaso Padoa-Schioppa, settembre 1996</i>	93*

Appendice

<i>Serie statistiche</i>	1a
<i>Note metodologiche</i>	57a
<i>Principali provvedimenti di politica economica</i>	65a
<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>Recenti andamenti delle bilance delle partite correnti</i>	10
<i>Stato della congiuntura: indicazioni da un'indagine su un campione di imprese manifatturiere</i> ...	20
<i>L'evoluzione dei movimenti di capitale e il cambio della lira nel corso dell'anno</i>	32
<i>L'evoluzione delle aspettative d'inflazione nell'ultimo biennio</i>	40
<i>L'evoluzione degli obiettivi di finanza pubblica per il 1996</i>	48
<i>Gli interventi della Banca d'Italia sul mercato monetario</i>	58
<i>La modifica del trattamento fiscale degli interessi sui depositi</i>	62
<i>I saldi finanziari delle imprese e delle famiglie</i> ..	64
<i>La manovra di bilancio per il 1997</i>	74

La congiuntura e le politiche economiche

L'economia internazionale

Mentre negli Stati Uniti l'espansione è continuata con vigore nel 1996, trainata dalla domanda interna in tutte le sue componenti, in Europa si è protratta la fase di debolezza del ciclo. La situazione congiunturale nella Unione europea (UE) riflette, tuttavia, andamenti difforni da paese a paese: alla crescita robusta nel Regno Unito e in altri paesi ha corrisposto il ristagno dell'economia in Francia e in Italia. In Germania i dati più recenti confermano il recupero dell'attività dai livelli depressi della fine del 1995 e dei primi mesi di quest'anno. In generale, l'impulso proveniente dagli investimenti si è attenuato, risentendo dell'elevato livello dei tassi d'interesse reali e delle incerte prospettive della domanda, mentre la ripresa dei consumi privati stenta a consolidarsi in un contesto di crescita contenuta dei redditi da lavoro e di perdurante, elevata disoccupazione. In Giappone la ripresa, avviatasi nella seconda metà del 1995, ha segnato un'accelerazione nei primi mesi del 1996; l'hanno favorita provvedimenti fiscali espansivi approvati sul finire del 1995, i cui effetti si stanno, tuttavia, attenuando.

Al di fuori dell'area dei paesi più industrializzati il continuo, rapido sviluppo delle economie asiatiche si è accompagnato alla ripresa dell'attività in America latina e a una crescita più vigorosa in Africa e nell'Europa centrale e orientale.

L'espansione del commercio mondiale è rallentata nel corso dell'anno, risentendo della dinamica moderata degli scambi dei paesi industriali; nel 1996 il tasso di crescita dovrebbe ridursi al 6,7 per cento, dal 9 circa nel 1995.

Nei paesi industriali, con l'eccezione del Giappone, la politica fiscale ha mantenuto un indirizzo restrittivo, volto al risanamento dei conti pubblici attraverso provvedimenti di carattere anche strutturale, riguardanti in modo particolare la sicurezza sociale. In Europa i governi, pur nella consapevolezza delle difficoltà dovute alla debole congiuntura, hanno rinnovato gli sforzi diretti alla riduzione dei disavanzi pubblici. Ciò è avvenuto contemporaneamente in quasi tutti i paesi, al fine di rispettare entro il 1997 i parametri fissati dal Trattato di Maastricht per l'adesione all'Unione economica e monetaria.

In un contesto caratterizzato da tassi di inflazione bassi (in media poco al di sopra del 2 per cento) e dall'assenza di tensioni sui mercati dei cambi, l'orientamento delle politiche monetarie ha rispecchiato le differenti posizioni cicliche. All'arresto, a partire dai primi mesi del 1996, della fase di distensione delle condizioni monetarie negli Stati Uniti ha corrisposto una discesa graduale dei tassi d'interesse a breve termine in Europa. In Giappone la politica monetaria ha mantenuto l'indirizzo fortemente espansivo assunto lo scorso anno.

Il conseguente ampliamento del divario dei tassi d'interesse tra gli Stati Uniti e gli altri paesi e la crescita sostenuta dell'economia americana hanno favorito il rafforzamento del dollaro nei confronti delle principali monete. Con il prevalere di condizioni monetarie più distese in Germania, le valute europee si sono apprezzate nei confronti del marco; si è ridotto il grado di dispersione all'interno della banda di oscillazione delle valute partecipanti agli Accordi europei

di cambio (AEC). A tali accordi il 12 ottobre scorso ha aderito la Finlandia.

Anche in ragione della forza della crescita e delle incertezze sul riequilibrio del bilancio federale negli Stati Uniti i tassi d'interesse a lungo termine hanno subito un rialzo nella prima metà del 1996, per poi stabilizzarsi in estate. Dopo circa un anno, i rendimenti sui titoli a dieci anni del Tesoro americano sono tornati, da aprile, a superare quelli tedeschi. Questi ultimi, dopo l'aumento registrato nei primi tre mesi del 1996, si sono mantenuti su livelli elevati nonostante la discesa dell'inflazione e la debolezza della congiuntura.

La congiuntura, l'inflazione e le bilance dei pagamenti nei principali paesi industriali

Negli Stati Uniti l'attività produttiva ha continuato a espandersi nella prima parte di quest'anno. Il prodotto è aumentato, rispetto al semestre precedente, del 2,2 per cento su base annua (tav. 1). L'elevata redditività delle imprese e le prospettive favorevoli di domanda hanno influito sugli investimenti, cresciuti di circa l'8 per cento in ragione d'anno. L'accresciuta ricchezza delle famiglie, favorita anche dall'ampia rivalutazione dei corsi azionari, ha contribuito a sostenere i consumi privati, aumentati di circa il 3 per cento contro poco più del 2 nel semestre precedente. L'apporto dell'estero, positivo nella seconda parte del 1995, è risultato negativo nella prima metà di quest'anno, in seguito al forte aumento delle importazioni.

L'espansione è proseguita nei mesi estivi: in settembre la produzione industriale si è situata su un livello superiore del 3,5 per cento rispetto a dodici mesi prima (fig. 1 e tav. a2).

Nel primo semestre l'occupazione è aumentata di circa 1,6 milioni di unità; l'incremento si aggiunge agli oltre 7 milioni di nuovi posti di lavoro creati nel periodo compreso tra l'uscita dalla recessione nel 1991 e la fine del 1995. Nei primi nove mesi del 1996 il tasso di disoccupazione, seppur con oscillazioni, si è mantenuto su livelli molto bassi: in settembre era del 5,2 per cento.

Tav. 1

Prodotto e domanda interna dei principali paesi industriali (1)

(variazioni percentuali rispetto al periodo precedente,
in ragione d'anno)

PAESI	1995	1995 II sem.	1996 I sem.	1996 (2)
Stati Uniti				
PIL	2,0	2,1	2,2	2,4
Domanda interna	2,0	1,3	2,6	2,5
Giappone				
PNL	0,8	3,6	6,3	3,5
Domanda interna	1,6	5,3	7,8	4,9
Germania				
PIL	2,1	0,9	0,5	1,3
Domanda interna	2,2	1,0	-0,1	0,9
Francia				
PIL	2,2	..	1,5	1,3
Domanda interna	2,1	1,0	0,3	1,2
Italia				
PIL	3,0	1,5	0,5	0,8
Domanda interna	2,3	3,1	-0,7	0,9
Regno Unito				
PIL	2,4	1,9	2,1	2,2
Domanda interna	1,5	2,3	2,5	2,4
Canada				
PIL	2,3	0,6	1,2	1,4
Domanda interna	1,1	-0,2	0,8	0,5
UE				
PIL	2,5	1,4	1,6	1,6
Domanda interna	2,1	1,9	1,2	1,5

Fonte: FMI, OCSE, Istat e statistiche nazionali.

(1) Dati a prezzi costanti. - (2) Per l'Italia *Relazione previsionale e programmatica*, settembre 1996; per gli altri paesi previsioni dell'FMI, *World Economic Outlook*, ottobre 1996; per il Giappone, le previsioni per il 1996 si riferiscono al PIL.

A differenza di quanto avvenuto in analoghe fasi cicliche, livelli della disoccupazione così contenuti non si sono accompagnati a tensioni inflazionistiche: tra gennaio e settembre l'aumento dei prezzi al consumo sui dodici mesi si è mantenuto entro il 3 per cento (fig. 2). Questo risultato è stato facilitato dalla rapidità con cui il mercato del lavoro, che resta contrassegnato da una dinamica moderata dei salari, ha saputo adattarsi alle ristrutturazioni che hanno interessato numerosi comparti dell'economia, sotto la spinta della diffusione di nuove tecnologie e di nuovi sistemi di organizzazione del lavoro.

Fig. 1



In Giappone l'inversione ciclica avviatasi nella seconda metà del 1995 ha registrato una forte accelerazione nel primo semestre di quest'anno: la variazione del prodotto sul semestre precedente è stata del 6,3 per cento in ragione d'anno. Questo aumento si è però concentrato nel primo trimestre, in seguito al dispiegarsi degli effetti della manovra fiscale espansiva decisa nel settembre del 1995. Gli investimenti, sostenuti dalla componente pubblica e stimolati dal basso costo del denaro e dalla ripresa dei profitti delle imprese, hanno fornito il contributo più rilevante alla crescita del prodotto. Anche i consumi privati hanno complessivamente sostenuto l'attività produttiva, nonostante la flessione registrata nel secondo trimestre. Le esportazioni nette hanno invece sottratto 1,4 punti percentuali alla crescita.

Nonostante la ripresa, il grado di utilizzo della capacità produttiva si è mantenuto su un livello di poco superiore all'80 per cento, circa dieci punti al di sotto dei valori raggiunti alla fine degli anni ottanta, e il tasso di disoccupazione è rimasto su valori per il Giappone storicamente elevati (3,3 per cento in agosto).

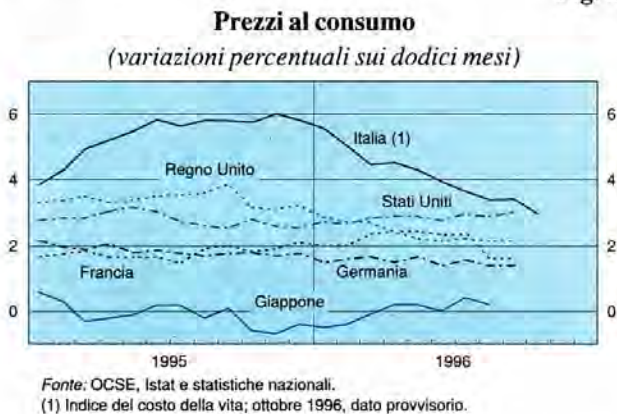
A conferma della congiuntura ancora debole, i prezzi al consumo, tornati a crescere dall'aprile scorso dopo la caduta registrata nella media del 1995, hanno segnato in agosto un aumento sui dodici mesi di appena lo 0,2 per cento; è proseguito il calo dei prezzi alla produzione (-0,9 per cento in luglio), diminuiti di circa il 6 per cento negli ultimi sei anni.

Secondo stime preliminari, nella prima metà del 1996 l'espansione del PIL della UE si dovrebbe situare attorno all'1,5 per cento in ragione d'anno, come

nel semestre precedente. Gli andamenti congiunturali, tuttavia, differiscono significativamente tra paesi.

Alla debolezza del ciclo in Germania – dove, nonostante l'accelerazione registrata nel secondo trimestre, il prodotto è aumentato, nei primi sei mesi, di appena lo 0,5 per cento in ragione d'anno – ha fatto riscontro la crescita più robusta nel Regno Unito (2,1 per cento), in Spagna (2,2 per cento) e in alcuni altri paesi della UE; in Francia l'incremento dell'1,5 per cento ha fatto seguito alla stasi della seconda metà del 1995. In Germania e in Francia la dinamica del PIL ha rispecchiato il contributo positivo della componente estera: nel primo paese, grazie alla contrazione delle importazioni (-0,8 per cento), nel secondo, per la ripresa delle esportazioni (4,1 per cento). Nel Regno Unito, invece, l'attività produttiva è stata trainata dalla domanda interna.

Fig. 2



Nella media del semestre si è registrata in Germania, in Francia e nel Regno Unito una dinamica dei consumi privati più sostenuta rispetto al semestre precedente, quando essi erano cresciuti di circa l'1 per cento. I fattori sottostanti sono, tuttavia, di natura e durata diverse. In Francia l'aumento, che nel semestre è stato pari al 3,8 per cento in ragione d'anno, si è concentrato nei primi tre mesi, favorito dall'introduzione di agevolazioni fiscali, di carattere temporaneo, per l'acquisto di autoveicoli. Nel Regno Unito e in Germania la crescita dei consumi, pari rispettivamente al 3,3 e all'1,9 per cento, è stata più continua e sorretta da aumenti del reddito disponibile; nel primo paese ha riflesso un incremento dell'occupazione, nel secondo è risultata da sgravi fiscali in favore delle famiglie meno abbienti. In Germania e in Fran-

cia gli investimenti hanno subito una contrazione, rispettivamente, del 5,8 e dell'1,1 per cento su base annua. Il dato della Germania risente della forte riduzione degli investimenti in costruzioni avvenuta nei primi mesi dell'anno, a cui hanno contribuito condizioni climatiche sfavorevoli. Nonostante il miglioramento della redditività delle imprese e l'indebolimento del marco, gli investimenti in macchinari e attrezzature hanno continuato a essere scoraggiati dagli alti tassi di interesse reali e dall'incertezza sull'andamento della domanda. Anche in Francia questa incertezza ha ridimensionato i piani di investimento. Al contrario, nel Regno Unito le attese positive circa la crescita dei consumi e la forte dinamica delle esportazioni hanno creato un clima favorevole agli investimenti (fig. 3), aumentati nella prima metà dell'anno del 6,6 per cento.

Fig. 3



Fonte: OCSE, Isco e statistiche nazionali.

(1) Risultato dei sondaggi periodici presso le imprese; saldi in percentuale delle risposte degli operatori. - (2) Dati trimestrali. - (3) Regioni occidentali.

I diversi andamenti congiunturali si sono riflessi sul mercato del lavoro. Il tasso di disoccupazione nel complesso dei paesi della UE rimane molto elevato, al di sopra dell'11 per cento; in Germania e in Francia esso è aumentato, raggiungendo rispettivamente il 10,4 e il 12,6 per cento. Nel Regno Unito, invece, si è ridotto, scendendo al 7,4 per cento, il valore più basso dal 1990; questo miglioramento riflette la sostenuta espansione dell'attività economica nel periodo 1993-96 e l'accresciuta flessibilità del mercato del lavoro.

Grazie agli ampi margini di capacità inutilizzata, a una dinamica salariale contenuta e a politiche monetarie caute, l'inflazione nella UE è ulteriormente scesa: in agosto l'aumento dei prezzi al consumo sui do-

dici mesi è stato del 2,3 per cento, contro il 3,0 del dicembre 1995. Rispetto alla fine dell'anno scorso, in settembre l'inflazione al consumo è diminuita dall'1,8 per cento all'1,4 in Germania; in Francia e nel Regno Unito essa si è ridotta dal 2,1 all'1,6 per cento e dal 3,2 al 2,1, rispettivamente. È pressoché nulla in Svezia e in Finlandia.

Le bilance dei pagamenti correnti dei tre principali paesi industriali hanno risentito delle differenti posizioni cicliche, del ritorno dei tassi di cambio su livelli più coerenti con le tendenze di fondo delle economie e, nel caso del Giappone, di mutamenti di carattere strutturale (cfr. il riquadro: *Recenti andamenti delle bilance delle partite correnti*). Il riassorbimento, ancorché modesto, del disavanzo nei conti con l'estero degli Stati Uniti avviato lo scorso anno ha subito una battuta d'arresto. A causa della forte crescita della domanda interna, nel primo semestre di quest'anno i saldi passivi delle merci e delle partite correnti sono risaliti a circa 90 e 74 miliardi di dollari. Si è invece accentuata la correzione degli avanzi commerciale e corrente del Giappone, risultati rispettivamente pari a circa 41 e 34 miliardi di dollari, quasi la metà rispetto al corrispondente semestre del 1995. In confronto con lo stesso periodo, l'attivo commerciale della Germania è rimasto invariato, di poco inferiore ai 30 miliardi di dollari, mentre il disavanzo corrente è raddoppiato, raggiugnendosi a circa 6 miliardi di dollari; vi ha contribuito, in particolare, il mutamento di segno del saldo dei redditi da capitale, passato da un attivo di poco inferiore ai 4 miliardi a un passivo di circa 450 milioni.

Le politiche economiche

In base a recenti stime dell'FMI, nella media dei principali paesi industriali il disavanzo delle Amministrazioni pubbliche scenderebbe nel 1996 dal 3,3 al 2,9 per cento del PIL, per effetto della riduzione della componente del disavanzo indipendente dal ciclo, scesa dal 2,5 al 2,1 per cento.

Negli Stati Uniti, nell'esercizio finanziario che si è chiuso in settembre, il disavanzo federale è diminuito di 55 miliardi di dollari: è sceso a 109 miliardi (dal 2,2 all'1,4 per cento del PIL), il livello più basso dal 1981, inferiore di 36 miliardi a quanto previsto dalla

legge di bilancio approvata lo scorso aprile. Il risultato è da attribuirsi in primo luogo all'intensità della fase espansiva, superiore alle attese. Positivi effetti sul gettito sono provenuti da guadagni in conto capitale sui titoli azionari, eccezionalmente elevati e colpiti da forti aliquote.

In agosto è stata definitivamente approvata la riforma del sistema di sicurezza sociale. Nelle valutazioni del Congressional Budget Office, essa dovrebbe garantire risparmi complessivi per 55 miliardi di dollari, di cui 3 nel 1997. La riforma decentra ai singoli Stati la gestione dei sussidi di povertà, da cui vengono esclusi gli immigrati legali privi della cittadinanza americana, e limita il periodo di fruizione a cinque anni, nell'arco della vita, di cui solo due in forma continuativa. Nello stesso mese è stata approvata la riforma sanitaria proposta dal Congresso. Essa vieta alle società di assicurazione di sospendere la copertura in caso di cambio o di perdita del posto di lavoro e riconosce la possibilità di aprire speciali conti di risparmio, esenti da imposta, in cui depositare fondi per la copertura di future spese mediche. La riforma, al contrario di quella proposta dal Presidente nel 1993 e respinta dal Congresso l'anno successivo, non affronta il problema dell'estensione dell'assicurazione sanitaria ai circa 40 milioni di cittadini che ne sono tuttora sprovvisti.

Nell'esercizio terminante il prossimo marzo, il disavanzo delle Amministrazioni pubbliche del Giappone dovrebbe salire dal 4,1 al 4,4 per cento del PIL (dal 6,8 al 7,0 per cento al netto dell'avanzo della previdenza sociale). Il deterioramento è da attribuirsi principalmente agli ulteriori sgravi di imposta in favore dei redditi da capitale, in vigore dall'inizio di quest'anno. Si sarebbe del tutto esaurito lo stimolo espansivo della spesa pubblica, avviatosi nel settembre dell'anno scorso. Nel 1997 la politica di bilancio dovrebbe ritornare a un'impostazione restrittiva, a cui contribuirebbero l'abolizione, già prevista nella riforma varata nel 1994, degli sgravi fiscali in favore dei redditi personali e l'aumento dal 3 al 5 per cento dell'imposta indiretta sui consumi, che dovrebbe consentire maggiori entrate stimate in circa 4.000 miliardi di yen (0,8 per cento del PIL).

Nella media della UE il disavanzo delle Amministrazioni pubbliche dovrebbe diminuire nel 1996 dal

5,0 al 4,4 per cento del PIL mentre l'incidenza del debito sul PIL dovrebbe aumentare di circa due punti, al 74 per cento. Rispetto ai criteri fissati dal Trattato di Maastricht, solo il Lussemburgo, la Danimarca, l'Irlanda e i Paesi Bassi dovrebbero conseguire quest'anno un disavanzo inferiore al 3,0 per cento del PIL; la Francia e il Regno Unito, oltre al Lussemburgo, registrerebbero un rapporto tra debito pubblico e prodotto inferiore al 60 per cento.

In Germania, in base a stime ufficiali, il disavanzo dovrebbe salire dal 3,5 al 3,9 per cento del PIL. Gli effetti positivi del congelamento di gran parte degli stanziamenti di spesa, deciso lo scorso marzo, dovrebbero essere vanificati da una perdita di gettito, stimata in 22 miliardi di marchi, conseguente a una crescita inferiore alle previsioni (1,3 per cento, contro una stima del 2,5). Nel 1997, secondo le valutazioni ufficiali basate su previsioni di crescita comprese tra il 2,3 e il 2,5 per cento, il disavanzo dovrebbe essere contenuto al 3,0 per cento del PIL. A fronte del minor gettito conseguente alla riforma fiscale presentata in maggio sono previsti risparmi sulle spese per complessivi 70 miliardi di marchi (cfr. Relazione annuale della Banca d'Italia per l'anno 1995), di cui 37 già approvati dal Parlamento. Per i rimanenti provvedimenti, la maggioranza dei quali richiede anche l'assenso del Consiglio federale (Bundesrat) in quanto direttamente rilevanti per la finanza locale, è ancora incerta l'approvazione definitiva entro il 19 dicembre, come prescritto dalla legge di bilancio.

Secondo valutazioni preliminari, in Francia il disavanzo delle Amministrazioni pubbliche dovrebbe diminuire di circa 35 miliardi di franchi, a 288 miliardi (dal 4,8 al 4,0 per cento del PIL). Al risultato contribuirebbe il congelamento degli stanziamenti di spesa per 20 miliardi, deciso lo scorso marzo per compensare gli effetti sfavorevoli di una crescita inferiore alle attese. Il disavanzo della sicurezza sociale si ridurrebbe da 65 a 50 miliardi di franchi, ben al di sopra dell'obiettivo di 16 miliardi previsto dalla riforma approvata nel novembre del 1995. In base alla legge di bilancio per il 1997, il disavanzo delle Amministrazioni pubbliche scenderebbe al 3,0 per cento del PIL. Per effetto di tagli per circa 60 miliardi, la spesa complessiva rimarrebbe invariata in termini nominali.

Recenti andamenti delle bilance delle partite correnti

Negli ultimi anni le partite correnti dei principali paesi industriali, valutati in rapporto al PIL, hanno mostrato andamenti difforni: alla forte riduzione dell'attivo giapponese ha fatto riscontro un miglioramento dell'avanzo della UE; il disavanzo statunitense non ha invece segnato apprezzabili correzioni.

Secondo le stime dei principali organismi internazionali (cfr. tavola), tali andamenti dovrebbero proseguire nel 1996-97. Il disavanzo degli Stati Uniti, in leggera contrazione dai valori massimi del 1994 (2,1 per cento del PIL), si porterebbe nel 1997 appena al di sotto del 2 per cento. L'avanzo corrente del Giappone si ridurrebbe quest'anno e il prossimo, fino a circa l'1,5 per cento del PIL: superava il 3 per cento nel 1993. L'attivo della UE salirebbe dallo 0,7 allo 0,9 per cento del PIL nel 1997.

All'origine di questo processo stanno fattori di ordine congiunturale, nonché mutamenti strutturali che hanno modificato le caratteristiche dell'interscambio commerciale di alcuni paesi.

In Giappone l'avanzo corrente rispetto al PIL ha cominciato a contrarsi dal 1993. Alla riduzione dell'avanzo commerciale si è associato l'ampliamento del disavanzo nei servizi, anche a causa dell'incremento dei viaggi all'estero.

Nonostante la perdita di competitività legata all'apprezzamento dello yen fino al secondo trimestre del 1995, il volume delle esportazioni di beni e servizi, sospinto da una domanda estera sostenuta, ha continuato ad aumentare tra il 1992 e il 1995 al tasso medio del 3,9 per cento l'anno. La crescita media annua delle quantità di beni e servizi importati è stata del 5,6 per cento nello stesso periodo e ha raggiunto il 13,5 per cento nel 1995, anche a causa delle misure di stimolo fiscale assunte dal Governo per sostenere la domanda interna. Il volume delle importazioni di beni e servizi in rapporto al PIL reale ha superato così nel 1995 il 12 per cento (dal 9 per cento nel 1992). Le importazioni di prodotti tessili, in particolare, hanno raggiunto il 30 per cento dell'offerta totale (dal 15 all'inizio del decennio).

Bilance delle partite correnti di alcuni paesi
(in percentuale del PIL)

PAESI	1993	1994	1995	1996 (1)	1997 (1)
Stati Uniti	-1,5	-2,1	-2,0	-2,0	-1,9
Giappone	3,1	2,8	2,2	1,4	1,5
Paesi della UE ...	0,1	0,3	0,7	0,7	0,9
Argentina	-3,1	-3,7	-1,4	-2,2	-2,7
Brasile	-0,2	-0,3	-2,6	-2,4	-2,5
Messico	-6,5	-7,9	-0,3	-0,9	-1,1
Cina	-2,7	0,6	0,2	-1,2	-1,5
India	-0,4	-0,6	-1,4	-2,2	-2,5
Indonesia	-1,6	-1,7	-3,7	-3,6	-3,7
Malaysia	-4,6	-5,9	-8,3	-8,2	-6,9
Tailandia	-4,9	-5,5	-8,1	-7,9	-7,5
Russia	3,4	1,2	1,3	-0,4	-1,3
Repubblica ceca .	2,2	-0,1	-4,2	-4,7	-3,7
Ungheria	-9,0	-9,4	-5,6	-4,0	-3,3

Fonte: FMI, OCSE.
(1) Previsioni.

I mutamenti strutturali intervenuti inducono a ritenere che la correzione in atto sia permanente. La riforma del sistema di distribuzione al dettaglio, che ha incentivato l'apertura del mercato interno e stimolato la concorrenza, e la diffusione di grandi magazzini, con l'offerta di beni di consumo a basso prezzo (prevalentemente capi di abbigliamento importati dal Sud-Est asiatico), hanno accresciuto le importazioni. Il numero di catene di distribuzione che importano tra il 15 e il 30 per cento delle merci in vendita è passato dal 30 al 50 per cento circa del totale dall'inizio del decennio.

L'aumento degli investimenti diretti giapponesi, soprattutto nell'area asiatica, riflette il trasferimento

all'estero di parte della produzione destinata al mercato nazionale; è questo un altro fattore che ha contribuito ad accrescere le importazioni di beni di consumo. Nell'ultimo decennio la quota di produzione delle imprese nazionali effettuata all'estero è più che raddoppiata, fino al 10 per cento nel 1995. Il fenomeno ha riguardato soprattutto il comparto delle automobili (37 per cento). L'insediamento di strutture produttive all'estero da parte delle imprese nipponiche è stato favorito, oltre che dal basso costo del lavoro nei paesi ospitanti, dall'apprezzamento dello yen: le re-importazioni delle aziende giapponesi dalle proprie filiali estere hanno raggiunto nel 1995 il 14 per cento delle importazioni totali di merci del Giappone. Nel complesso, risentendo significativamente di questo fenomeno, tra il 1985 e il 1993 le esportazioni giapponesi di beni capitali sono cresciute dal 22 al 29 per cento del totale; nello stesso periodo, la quota dei beni di consumo sul totale delle importazioni è passata dal 14 al 26 per cento.

Negli Stati Uniti, tra il 1992 e il 1995, nonostante il deprezzamento del dollaro, il forte sviluppo della domanda interna si è tradotto in un aumento delle importazioni di beni e servizi, cresciute in quantità a un tasso medio annuo superiore al 9 per cento. Il rapporto tra il volume delle importazioni di beni e servizi e il PIL è aumentato, da livelli di poco superiori al 10 per cento della fine dello scorso decennio, fino al 13,5 per cento circa del 1995. I guadagni di competitività derivanti dall'andamento del cambio e dall'evoluzione favorevole del costo del lavoro e la rapida crescita della domanda estera, principalmente dal Canada e, fino al 1994, dal Messico, hanno stimolato le esportazioni di beni e servizi (accresciutesi di circa il 7 per cento medio annuo, in quantità, tra il 1992 e il 1995). Il recente rallentamento della crescita dell'attività produttiva di taluni importanti partner commerciali potrebbe, peraltro, contenere la prosecuzione di questa tendenza favorevole. Continua l'accumulo del debito netto del paese verso l'estero (814 miliardi di dollari alla fine del 1995).

La UE presenta squilibri nei conti con l'estero assai contenuti; i movimenti dei cambi hanno tuttavia modificato le posizioni relative all'interno dell'area. In Finlandia, Svezia, Spagna, nel Regno Unito e in Italia le partite correnti sono sensibilmente migliorate dal 1993 riflettendo, con intensità diversa da paese a paese, il deprezzamento del cambio e una dinamica contenuta della domanda interna.

All'interno del gruppo dei PVS si sono formati negli anni novanta disavanzi di parte corrente di dimensioni non trascurabili in rapporto al prodotto. Tra i paesi asiatici, è indicativo il caso della Malaysia e della Thailandia, dove, a causa del forte sviluppo della domanda interna, il disavanzo ha superato l'8 per cento del PIL. Un peggioramento, sia pure di dimensioni più contenute in rapporto al PIL, si è registrato anche in Cina, in India e in Indonesia. Tra i paesi dell'Europa centrale e orientale, la ripresa della domanda interna ha determinato l'aggravarsi del disavanzo corrente nella Repubblica ceca, fino a quasi il 5 per cento del prodotto. Anche in Ungheria il disavanzo rimane elevato, oltre il 5 per cento del PIL, seppure in diminuzione. In Russia, dove l'avanzo è andato riducendosi negli ultimi anni, per il biennio 1996-97 si prevede un ulteriore peggioramento.

Si può notare che l'ampliamento dei disavanzi di parte corrente si è accompagnato, nei paesi del Sud-Est asiatico e dell'Europa centrale e orientale, alla crescita degli investimenti diretti provenienti dall'estero. Nell'ultimo quinquennio (1991-95) i flussi di investimenti indirizzati verso il Sud-Est asiatico hanno superato i 40 miliardi di dollari (circa la metà nella sola Cina), triplicandosi rispetto al quinquennio precedente; quelli diretti nei paesi dell'Europa centrale e orientale hanno raggiunto gli 11 miliardi, da un valore medio trascurabile nei cinque anni precedenti. L'aumento degli investimenti diretti tende a stimolare le importazioni di beni capitali nei paesi ospitanti, determinando così un ampliamento dei disavanzi commerciali. Nel lungo periodo, però, gli investimenti, traducendosi in maggiori esportazioni, possono contribuire al riassorbimento degli squilibri.

Alla riduzione del disavanzo dovrebbe inoltre contribuire il versamento straordinario di 37,5 miliardi di franchi (0,5 per cento del PIL) da parte di France Télécom, fissato nell'accordo per la privatizzazione della società, a fronte di futuri esborsi previdenziali a carico dello Stato. L'ammissibilità di tale posta per il calcolo del disavanzo rilevante ai fini dei criteri fissati dal Trattato di Maastricht è dubbia; sarà oggetto di decisione da parte della Commissione della UE.

Nel 1996 nel Regno Unito il disavanzo delle Amministrazioni pubbliche dovrebbe scendere dal 5,8 al 4,2 per cento del PIL. Il risultato è meno favorevole dell'obiettivo fissato al 3,8 per cento; riflette soprattutto una crescita dell'economia di circa un punto inferiore a quanto previsto nella legge di bilancio (3 per cento).

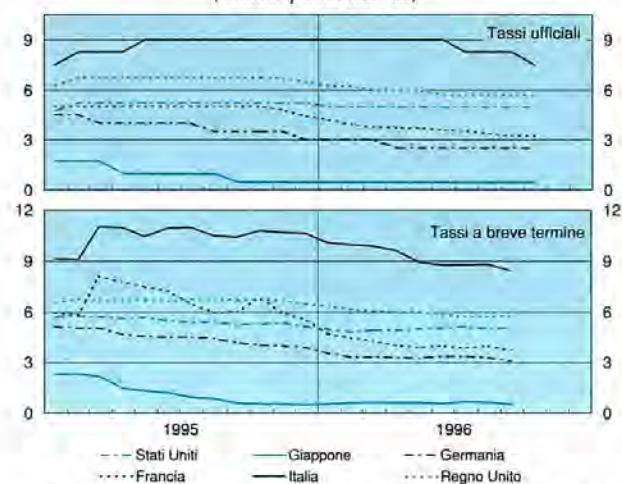
Nel corso dell'anno l'assenza di significative tensioni sui prezzi e sui cambi ha consentito alla politica monetaria, nella maggior parte dei paesi industriali, di assumere un orientamento volto più decisamente al sostegno dell'attività produttiva.

Negli Stati Uniti la fase di distensione delle condizioni monetarie iniziata nella primavera del 1995 si è arrestata in gennaio con l'ultimo ribasso di un quarto di punto del tasso di sconto e di quello sui *federal funds*, rispettivamente, al 5 e al 5,25 per cento (fig. 4). Da allora i due tassi sono rimasti invariati. Condizioni sostanzialmente stabili hanno caratterizzato il mercato monetario: tra febbraio e settembre il tasso sui buoni del Tesoro a tre mesi è aumentato di circa 30 centesimi di punto, raggiungendo il 5,1 per cento. Nei primi mesi dell'anno, la crescita sostenuta dell'attività, la bassa disoccupazione e la ripresa dei salari orari alimentavano aspettative di un inasprimento delle condizioni monetarie, corroborate anche dagli aumenti di M2 e di M3 superiori alle fasce di riferimento, rispettivamente, dell'1-5 e del 2-6 per cento. In giugno l'aumento atteso per la fine dell'anno del tasso d'interesse a tre mesi, desumibile dalle quotazioni dei contratti *futures*, era di poco inferiore a un punto percentuale. Nei mesi estivi queste valutazioni venivano riviste sulla base di attese di rallentamento della congiuntura conseguente al rialzo dei tassi a lungo termine e all'apprezzamento del dollaro; la crescita di M2 e di M3 ritornava in prossimità dei limiti superiori

delle fasce. Alla fine di settembre le aspettative di un aumento dei tassi si sono pressoché esaurite.

Fig. 4

Tassi d'interesse ufficiali e a breve termine (1)
(valori percentuali)



(1) Per i tassi a breve termine, dati medi mensili. Per i tassi ufficiali, dati di fine mese; ottobre 1996, ultimo dato disponibile. Per fonti e definizioni cfr. nell'Appendice la tav. a5.

In Giappone la politica monetaria ha mantenuto un orientamento espansivo al fine di favorire il consolidamento della ripresa e il risanamento delle condizioni patrimoniali e reddituali del sistema bancario. Questo orientamento non ha trovato ostacoli nell'andamento degli aggregati monetari. I tassi a breve sono rimasti stabili sui livelli storicamente bassi raggiunti nell'estate dello scorso anno, di poco superiori al tasso di sconto, pari allo 0,5 per cento dal settembre del 1995. Le aspettative di un irrigidimento della politica monetaria, affermatesi all'inizio dell'anno in seguito alla rapida accelerazione del prodotto, sono state riviste nei mesi successivi alla luce dell'incerto vigore della ripresa: come rilevato dalle quotazioni dei contratti *futures* con regolamento a dicembre, da un aumento atteso dei tassi a breve di circa un punto percentuale in aprile si è scesi a valori quasi nulli alla fine di settembre.

In Germania, in seguito all'andamento assai contenuto dell'inflazione e al rallentamento della crescita della moneta, la Bundesbank ha favorito la discesa dei tassi a breve. Dopo la riduzione in aprile di mezzo punto percentuale del tasso di sconto e di quello sulle anticipazioni, rispettivamente al 2,5 e al 4,5 per cento, la banca centrale tedesca ha portato alla fine di agosto

il tasso sulle operazioni pronti contro termine al 3,0 per cento (dal 3,3 di febbraio). Tra gennaio e settembre i tassi del mercato monetario sono scesi di circa 45 centesimi, al 3,1 per cento. Dopo il forte aumento nel primo trimestre, la crescita di M3 è rallentata nei mesi successivi avvicinandosi alla fascia di riferimento del 4-7 per cento (8,4 per cento in settembre).

Negli altri paesi europei la crescita moderata, la discesa dell'inflazione e l'indebolimento del marco tedesco hanno favorito un allentamento delle condizioni monetarie, sebbene con intensità diversa tra paesi. La Banca d'Inghilterra ha portato il tasso base dal 6,5 per cento di dicembre al 5,75 di giugno, per poi mantenerlo invariato nei mesi successivi. Rispetto alla fine del 1995, la Banca di Francia ha abbassato il tasso di intervento sul mercato monetario e quello *pensions* di oltre un punto percentuale; alla metà di ottobre erano pari al 3,25 e al 4,75 per cento, rispettivamente. Nello stesso periodo riduzioni più significative si sono registrate in Spagna e in Svezia, dove i tassi ufficiali di riferimento sono stati abbassati di 2,25 e 2,5 punti percentuali, al 6,75 e al 4,5 per cento, rispettivamente. Queste tendenze si sono trasmesse ai tassi sul mercato monetario, determinando una riduzione del differenziale d'interesse con la Germania.

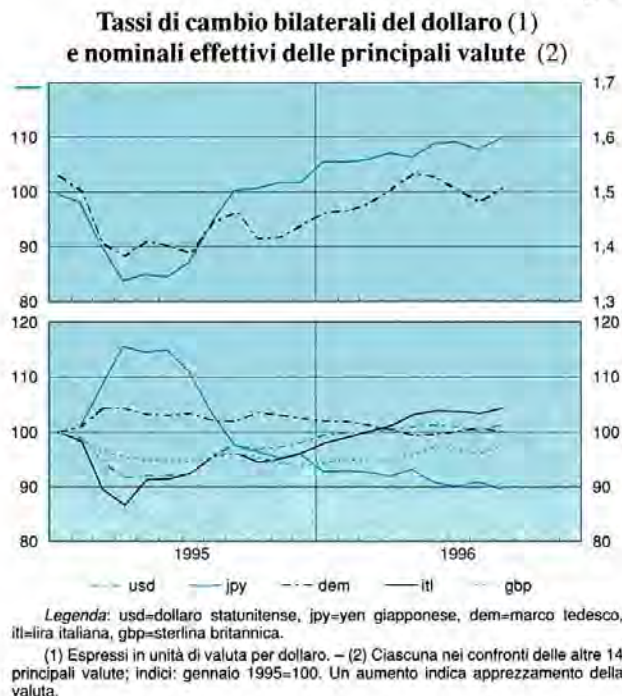
I tassi di cambio e i mercati finanziari

La fase di stabilità dei mercati valutari iniziata verso la metà dello scorso anno, dopo il riassorbimento delle acute turbolenze conseguite alla crisi finanziaria del Messico, è continuata nel 1996.

L'ampliamento del differenziale di rendimento rispetto al marco e allo yen e il protrarsi della fase di espansione dell'economia americana hanno favorito, nei primi mesi dell'anno, il rafforzamento del dollaro, attenuatosi poi nel corso dell'estate (fig. 5). In settembre la valuta americana risultava apprezzata del 3,2 per cento in termini effettivi rispetto alla fine del 1995. Corrispondentemente è proseguito il ridimensionamento del valore esterno dello yen per le perduranti incertezze sulla ripresa dell'economia e l'orientamento espansivo delle politiche economiche. Dopo la marcata correzione avvenuta lo scorso anno (la flessione tra aprile e dicembre era stata del 17,1 per cento), nel

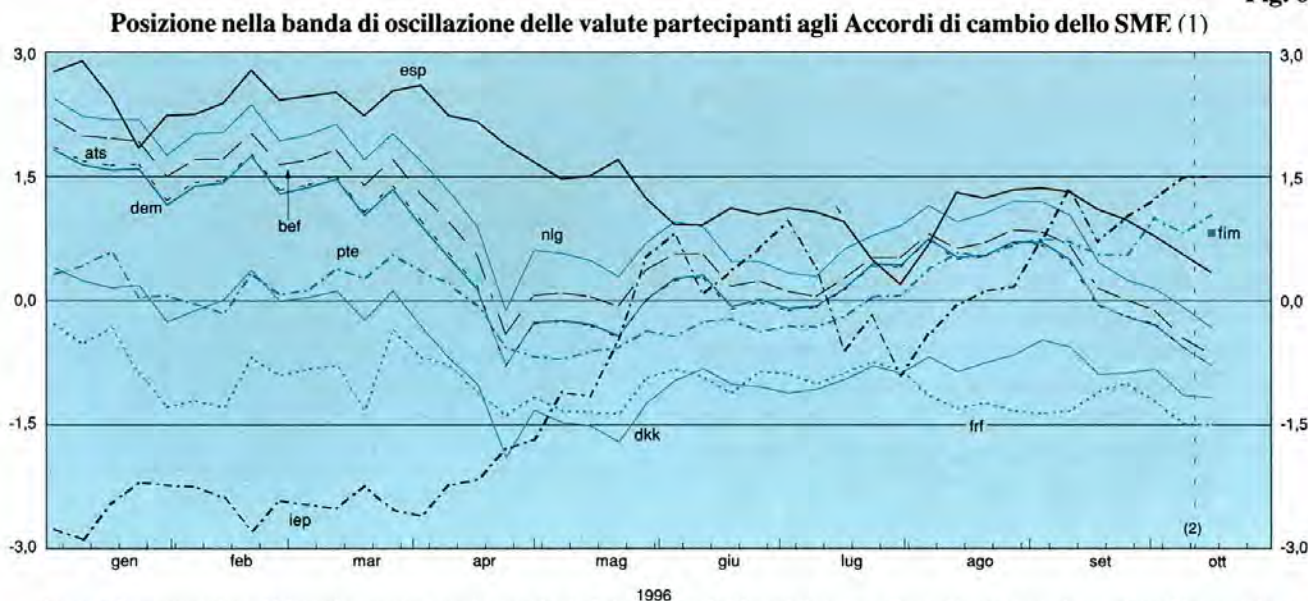
1996 la valuta giapponese ha continuato a deprezzarsi sebbene con un ritmo assai più contenuto: rispetto alla fine del 1995, lo yen registrava in settembre, in termini effettivi, un deprezzamento del 6,6 per cento.

Fig. 5



Nel corso dell'anno la debolezza della congiuntura e la graduale distensione delle condizioni monetarie in Germania hanno determinato un indebolimento del marco; in settembre la valuta tedesca si era deprezzata in termini effettivi del 2,3 per cento rispetto al dicembre scorso. Vi ha corrisposto un lieve apprezzamento delle altre valute partecipanti agli AEC nei confronti del marco. Il grado di dispersione all'interno della banda di oscillazione si è ridotto a partire dall'aprile scorso, allorché si è confermato l'orientamento più espansivo della politica monetaria della Germania (fig. 6). Le pressioni sul franco francese manifestatesi in agosto, alimentate dai timori che la stasi congiunturale in quel paese potesse dare luogo a un allentamento eccessivo della politica monetaria, sono rientrate nel mese di settembre, in seguito al nuovo ritocco verso il basso dei tassi di interesse da parte della Bundesbank e alla presentazione da parte del governo francese della legge finanziaria per il 1997.

Fig. 6



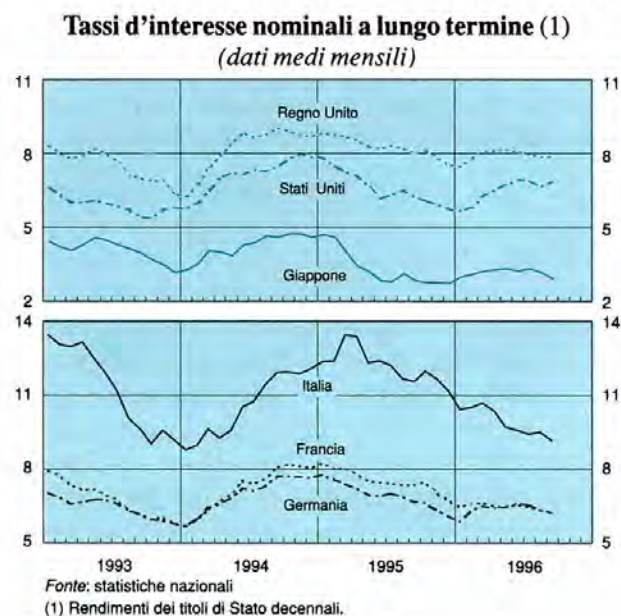
Negli Stati Uniti il ritmo sostenuto della crescita e le incertezze sul riequilibrio del bilancio federale hanno provocato, da febbraio, un'inversione nella discesa dei tassi di interesse a lungo termine iniziata alla fine del 1994 (fig. 7). Da aprile il differenziale di rendimento con titoli tedeschi aventi caratteristiche analoghe, che da circa un anno era divenuto negativo, è tornato a essere positivo. In giugno i rendimenti delle obbligazioni a dieci anni erano aumentati, rispetto all'inizio dell'anno, di circa 130 centesimi di punto, al 6,9 per cento. Nei mesi successivi, con lo svanire dei timori di un surriscaldamento dell'economia, essi sono rimasti pressoché invariati.

Nel corso del primo semestre, incrementi, seppure di entità minore, sono stati registrati dai rendimenti obbligazionari in Giappone e in Germania. Nei mesi successivi tali aumenti si sono riassorbiti per intero nel primo paese e in parte nel secondo.

Depurati dell'inflazione corrente, negli Stati Uniti i tassi a lungo termine, dopo un incremento di oltre un punto nella prima parte dell'anno, che li ha portati al 4 per cento, si sono situati in settembre intorno al 3,7; in Germania essi sono aumentati fino a raggiungere

valori prossimi al 5 per cento, ampiamente superiori al tasso di crescita dell'economia. In Giappone sono diminuiti, rispetto all'inizio dell'anno, di circa 50 centesimi di punto, risultando di poco inferiori al 3 per cento.

Fig. 7



Gli indici azionari delle principali borse, in rialzo dall'inizio del 1995, sono ulteriormente aumentati nel corso dell'anno; nuovi massimi storici sono stati raggiunti negli Stati Uniti, nel Regno Unito e in Germania.

Rispetto al dicembre del 1995, i maggiori guadagni sono stati conseguiti in Germania e in Francia, con rialzi prossimi al 12 per cento. Aumenti significativi dei corsi si sono registrati anche negli Stati Uniti (9,8 per cento) e nel Regno Unito (8,7 per cento). Al contrario in Giappone, dopo un modesto aumento fino a giugno, gli indici azionari hanno subito una flessione a causa dell'incertezza sulla ripresa economica; complessivamente l'aumento fino a settembre è stato del 2,5 per cento.

Gli andamenti nel resto del mondo

Nel resto del mondo la crescita procede con vigore, con ritmi stimati per il 1996 di poco inferiori al 6 per cento.

Spicca per dinamismo l'Asia, con un tasso di sviluppo che dovrebbe risultare prossimo all'8 per cento. Il leggero rallentamento rispetto allo scorso anno è la conseguenza delle politiche di contenimento della domanda seguite da paesi come la Thailandia, la Malaysia, l'Indonesia, e la Corea del Sud, dove maggiori erano i pericoli di surriscaldamento dell'economia. In Cina, nonostante la riduzione del ritmo di crescita, l'elevato tasso di utilizzo della capacità produttiva e la rapida espansione del credito alimentano l'inflazione. In Asia l'aumento dei prezzi dovrebbe mediamente ridursi, nell'anno, di circa 3 punti, all'8 per cento. I disavanzi delle partite correnti di molti paesi dell'area, pur mostrando segni di stabilizzazione, si manterrebbero elevati in rapporto al PIL.

In America latina il prodotto ha ripreso a crescere dopo il forte rallentamento dello scorso anno provocato dalla crisi finanziaria messicana; nel 1996 il ritmo di sviluppo dovrebbe raggiuagliarsi al 3,0 per cento. L'espansione procede con vigore in Cile; in Messico e in Argentina l'economia è in ripresa dopo la recessione del 1995, mentre in Brasile l'azione di stabilizzazione ha determinato un rallentamento della crescita. Nel complesso dell'area il tasso di inflazione

dovrebbe scendere, nell'anno, al 20 per cento circa, dal 36 del 1995; il disavanzo delle partite correnti si amplierebbe, invece, raggiungendo i 36 miliardi di dollari, contro i 33 registrati nel 1995.

In Africa la riduzione degli squilibri della finanza pubblica e le riforme volte alla liberalizzazione del commercio estero e allo sviluppo del settore privato hanno favorito una ripresa della crescita: dopo due anni in cui essa è stata prossima al 3 per cento, potrebbe giungere al 5 nel 1996. L'inflazione è rallentata per il terzo anno consecutivo e il disavanzo delle partite correnti dovrebbe ridursi leggermente in rapporto alle esportazioni.

Nelle economie dell'Europa centrale e orientale dove il processo di riforma è più avanzato si consolida la crescita dell'attività produttiva avviata nel 1994. All'impulso proveniente dalla dinamica delle esportazioni si è affiancato l'apporto positivo della domanda interna. Il tasso di inflazione dovrebbe ridursi quest'anno, nella media dei paesi dell'area, dal 26 al 21 per cento. In Russia, dopo anni di severa recessione, la caduta del prodotto dovrebbe limitarsi all'1,3 per cento, dal 4,0 del 1995; l'inflazione dovrebbe scendere dal 190 al 51 per cento.

Gli afflussi di capitale verso le economie dei PVS e dell'Est europeo sono proseguiti, intensificandosi, nel primo semestre. Le emissioni sui mercati internazionali di obbligazioni da parte di operatori di questi paesi hanno quasi raggiunto i 46 miliardi di dollari, pari a circa l'80 per cento del totale registrato nell'intero 1995. Anche i collocamenti di titoli azionari sono aumentati, rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, di circa 1,5 miliardi di dollari, risultando di poco inferiori ai 5 miliardi.

Le prospettive

Secondo le più recenti stime dell'FMI, dalla seconda metà di quest'anno lo sfasamento del ciclo tra i principali paesi industriali dovrebbe attenuarsi; nel 1997 la loro crescita salirebbe dal 2,3 al 2,5 per cento (tav. 2).

Tali valutazioni si fondano, in particolare, sul miglioramento in atto della congiuntura nella UE, dove nel prossimo anno il ritmo di crescita è previsto au-

mentare dall'1,6 al 2,5 per cento. In particolare, in Germania e in Francia una politica monetaria più distesa e tassi di cambio stabili sui livelli attuali dovrebbero dare impulso alla domanda interna e alle esportazioni. Lo scenario previsivo per questi due paesi, nel complesso favorevole, rimane però segnato da rischi. Essi derivano non solo dai possibili effetti restrittivi dell'azione di riequilibrio dei conti pubblici e dal livello tuttora elevato dei tassi d'interesse reali a lungo termine, ma anche dall'andamento dei consumi, che potrebbe risentire negativamente degli effetti delle riforme del sistema di sicurezza sociale attualmente in discussione.

Meno incerta appare l'evoluzione congiunturale nelle altre principali economie. Nel Regno Unito l'attività economica dovrebbe continuare a beneficiare

di una sostenuta crescita dei consumi. Negli Stati Uniti l'aumento dei tassi d'interesse sulle lunghe scadenze e il rafforzamento del dollaro sui mercati valutari dovrebbero contribuire a moderare l'espansione dell'economia. Per il Giappone si stima che la fase espansiva possa proseguire, seppure con ritmi più moderati di quelli registrati nella prima metà del 1996.

Un contributo significativo alla ripresa proverrà anche nel 1997 dalla dinamica del commercio mondiale, che dovrebbe espandersi con ritmi superiori al 7 per cento. Gli scambi troveranno sostegno nella prosecuzione della crescita dei PVS (6,2 per cento), in particolare di quelli asiatici (7,5 per cento); nelle economie ex socialiste l'aumento del prodotto si dovrebbe collocare al 4 per cento circa.

Tav. 2

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

	1995	1996 (1)	1997 (1)		1995	1996 (1)	1997 (1)
PIL (2)				Bilancio correnti (5)			
Paesi industriali	2,1	2,3	2,5	Paesi industriali	22,3	2,5	9,7
di cui: Stati Uniti	2,0	2,4	2,3	di cui: Stati Uniti	-148,2	-149,5	-149,8
Giappone	0,9	3,5	2,7	Giappone	111,4	66,7	70,7
UE	2,5	1,6	2,5	Germania	-16,7	-18,8	-17,4
Germania	2,1	1,3	2,4				
PVS	5,9	6,3	6,2	PVS	-90,2	-112,2	-125,9
Prezzi al consumo				Tasso di disoccupazione (6)			
Paesi industriali	2,4	2,3	2,4	Paesi industriali	7,7	7,8	7,6
di cui: Stati Uniti	2,8	2,8	2,8	di cui: Stati Uniti	5,6	5,6	5,6
Giappone	-0,1	0,2	1,3	Giappone	3,2	3,5	3,4
UE	3,1	2,6	2,3	UE	11,1	11,4	11,0
Germania	1,8	1,6	1,7	Germania	9,4	10,3	10,0
Saldi del bilancio pubblico (3)				Commercio mondiale (7)	8,9	6,7	7,2
Stati Uniti	-2,0	-1,3	-1,4	Esportazioni (7)			
Giappone	-3,1	-3,9	-2,3	Paesi industriali	7,3	4,3	6,0
Germania	-3,5	-4,0	-3,0	PVS	11,5	10,3	10,7
Tassi di interesse a breve termine (4)				Importazioni (7)			
Stati Uniti	6,1	5,6	6,0	Paesi industriali	7,8	5,3	5,5
Giappone	1,3	1,0	2,4	PVS	11,6	11,3	10,1
Germania	4,6	3,3	3,8				

Fonte: FMI, statistiche nazionali.

(1) Previsioni dell'FMI, *World Economic Outlook*, ottobre 1996. - (2) A prezzi costanti. - (3) In percentuale del prodotto. - (4) Dati medi; tassi interbancari a 6 mesi sul mercato di Londra. - (5) Milardi di dollari. - (6) Livello. - (7) Beni e servizi a prezzi costanti.

L'inflazione nella media dei paesi industriali si manterrebbe su livelli assai contenuti, di poco superiori al 2 per cento; dovrebbe proseguire la sua riduzione nella UE. Con ritmi di crescita dell'attività intorno al 2,5 per cento, dovrebbero migliorare lievemente le condizioni del mercato del lavoro: il tasso di disoccupazione nei paesi industriali dovrebbe scendere dal 7,8 al 7,6 per cento, nella UE dall'11,4 all'11.

Nel 1997 gli squilibri esterni dei principali paesi rimarrebbero pressoché invariati: il disavanzo corrente degli Stati Uniti dovrebbe mantenersi prossimo ai 150 miliardi di dollari (pari a circa il 2 per cento del PIL); quello della Germania scenderebbe a circa 17 miliardi (poco meno dell'1 per cento del PIL); l'attivo del Giappone, pur risalendo attorno ai 70 miliardi di dollari, risulterebbe come quest'anno pari a circa l'1,5 per cento del PIL.

Le disparità nell'evoluzione ciclica delle principali economie, seppure in attenuazione, continueranno a condizionare l'orientamento delle politiche monetarie. Negli Stati Uniti, qualora il rallentamento

atteso dell'economia tardasse a manifestarsi, la politica monetaria si dovrebbe muovere in senso restrittivo. In Giappone le condizioni monetarie potrebbero restare invariate, per favorire il consolidarsi della ripresa a fronte di un orientamento più severo della politica di bilancio. Nella UE l'assenza di pressioni inflazionistiche, margini ancora ampi di capacità inutilizzata e una configurazione dei cambi coerente con gli andamenti di fondo delle economie offrono ad alcuni paesi spazio per un'ulteriore distensione delle condizioni monetarie. Ne potrà derivare un sollievo per le economie che soffrono di una congiuntura ancora debole e dove quindi è più arduo il risanamento dei bilanci pubblici, che vede tutti gli Stati membri della UE simultaneamente impegnati per l'adesione alla moneta unica nel 1999. L'azione di risanamento potrà produrre nel breve periodo effetti negativi sull'attività economica; tuttavia, quanto maggiore sarà il contenuto strutturale di tale azione, tanto più questi effetti negativi saranno compensati dai benefici del recupero di fiducia e dell'abbassamento del premio per il rischio sui titoli del debito pubblico.

La congiuntura e la bilancia dei pagamenti in Italia

Nel primo semestre del 1996 il prodotto interno lordo è risultato sostanzialmente invariato rispetto alla seconda metà del 1995. La crescita, assai sostenuta nel precedente biennio (tav. 3), pur senza volgersi in recessione è stata arrestata dal cumularsi di quattro fattori: il deterioramento del quadro congiunturale nell'Europa continentale; le misure di risanamento delle finanze pubbliche; l'azione di contenimento monetario volta all'ulteriore riduzione del tasso d'inflazione; il graduale recupero del cambio della lira che queste politiche hanno determinato. Segnali positivi provenienti dalle economie europee permettono ora di configurare una ripresa, seppure con ritmi molto moderati.

Il rallentamento degli scorsi mesi è dovuto al venire meno del contributo delle esportazioni e degli investimenti, le due componenti della domanda che più

avevano sostenuto la crescita nel periodo 1994-95. Il minore stimolo della domanda estera, soprattutto dei paesi della UE, e la concomitanza del recupero della lira con un'accelerazione dei prezzi all'esportazione hanno determinato una diminuzione del volume delle nostre vendite all'estero. Gli investimenti hanno risentito del peggioramento delle prospettive di sviluppo e dell'esaurirsi degli incentivi fiscali.

Assai modesto è rimasto l'apporto fornito dai consumi. Le diffuse preoccupazioni sull'evoluzione dell'economia e, in particolare, del mercato del lavoro, lo sforzo di risanamento finanziario dello Stato, la prospettiva di ulteriori misure fiscali restrittive e la lenta crescita del reddito disponibile, corrente e atteso, che ne è conseguita hanno indotto le famiglie a formulare piani di spesa ancora molto contenuti.

Tav. 3

Conto economico delle risorse e degli impieghi

(dati destagionalizzati a prezzi costanti; variazioni percentuali sul periodo precedente in ragione d'anno)

VOCI	1995					1996		
	Anno	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	I trim.	II trim.	6 mesi (1)
PIL	3,0	6,3	0,8	2,4	0,3	1,7	-1,6	1,0
Importazioni	9,6	0,3	16,0	10,7	-1,4	-6,7	-19,2	-0,3
Totale risorse	4,1	5,2	3,3	3,9	..	0,2	-4,9	0,8
Investimenti fissi lordi	5,9	10,2	7,3	4,0	6,0	-2,4	2,5	3,0
Costruzioni	0,5	4,5	1,1	2,2	6,3	-1,6	2,0	2,1
Macchine, attrezzature e mezzi di trasporto	11,5	16,2	13,5	5,6	5,7	-3,2	3,0	3,9
Consumi delle famiglie	1,7	2,5	2,8	1,3	0,1	0,2	0,4	0,8
Altri impieghi interni	1,1	-11,8	-12,2	16,0	11,0	1,3	-29,6	0,7
Totale domanda interna	2,3	0,9	0,6	4,3	3,1	-0,1	-5,6	1,2
Esportazioni	11,6	24,7	14,6	2,1	-11,2	1,0	-2,0	-0,8

Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Variazione percentuale sul periodo corrispondente del 1995.

Nonostante l'apprezzamento del cambio reale della lira, in seguito al ristagno della domanda si è accentuata la caduta delle importazioni. Questa evoluzione ha più che compensato la contrazione delle quantità esportate, rendendo positivo il contributo dell'interscambio con l'estero alla crescita. Anche a seguito del notevole miglioramento delle ragioni di scambio, si è ampliato l'attivo di parte corrente della bilancia dei pagamenti; si è ulteriormente ridotto il debito netto dell'Italia verso l'estero.

La ripresa dell'occupazione, in atto dalla metà del 1995, è rimasta assai modesta. Si sono aggravate le differenze tra le due principali aree del Paese: alla crescita del numero di occupati nel Centro-Nord ha fatto riscontro un'ulteriore riduzione nel Mezzogiorno.

Il prodotto lordo e la domanda

Nella media dei primi sei mesi del 1996 il PIL è aumentato dello 0,3 per cento rispetto alla seconda metà del 1995 (fig. 8): all'incremento nel primo trimestre è seguita una contrazione nel secondo. La domanda interna non ha sostenuto lo sviluppo del PIL: il suo apporto alla crescita è risultato negativo per tre decimi di punto; a fronte di un considerevole decumulo di scorte, consumi e investimenti sono rimasti sostanzialmente stazionari. Fra le componenti estere, le importazioni hanno subito un forte calo, superiore a quello delle esportazioni. Segnali di un miglioramento del quadro congiunturale provengono dalle informazioni più recenti sull'evoluzione dell'attività economica.

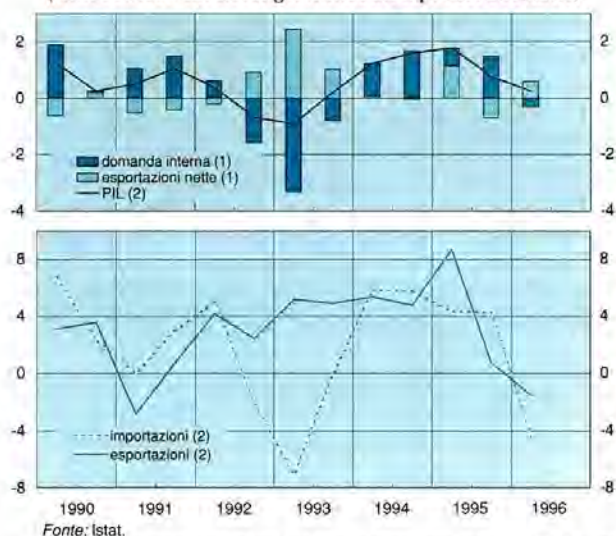
Investimenti, consumi e scorte

Gli investimenti fissi lordi sono cresciuti dello 0,4 per cento nei primi sei mesi del 1996 rispetto al semestre precedente. Vi hanno contribuito sia gli acquisti di impianti, attrezzature, macchinari e mezzi di trasporto, sia le costruzioni e le opere pubbliche.

Gli investimenti in impianti, attrezzature, macchinari e mezzi di trasporto hanno risentito degli effetti prociclici degli incentivi previsti dalla legge 8 agosto 1994, n. 489 (cosiddetta legge Tremonti), in vigore, per la maggior parte delle imprese, fino allo scorso aprile. La possibilità di usufruire di cospicue

Fig. 8

Prodotto lordo e componenti della domanda (dati semestrali destagionalizzati a prezzi costanti)



Fonte: Istat.

(1) Contributo alla crescita del PIL sul periodo precedente, punti percentuali. - (2) Variazioni percentuali sul periodo precedente.

agevolazioni fiscali aveva indotto le imprese ad anticipare al 1995 gli acquisti di beni capitale, accelerando l'attuazione dei piani di spesa. L'effetto delle agevolazioni si è protratto nel primo semestre dell'anno in corso, durante il quale gli investimenti hanno registrato una lieve crescita (0,2 per cento rispetto al semestre precedente). Nei mesi successivi il processo di accumulazione potrebbe aver subito una battuta d'arresto, come già anticipato dai contenuti piani di espansione predisposti all'inizio dell'anno. La progressiva riduzione dei ritmi produttivi, manifestatasi anche nel minore grado di utilizzazione degli impianti, ha avvalorato le previsioni negative sull'evoluzione della domanda segnalate, fin dall'inizio dell'anno, dall'andamento del "clima di opinione" delle imprese rilevato dall'Isco. In presenza di elevati tassi d'interesse reali, le imprese non si sarebbero sostanzialmente discostate dai piani d'investimento, molto cauti, formulati all'inizio del 1996 (cfr. il riquadro: *Stato della congiuntura: indicazioni dall'indagine su un campione di imprese manifatturiere*). Lo confermerebbe anche l'indicatore degli ordini di macchine utensili elaborato dall'associazione di costruttori (Ucimu). A una forte contrazione nella prima metà dell'anno ha fatto seguito l'avvio di una ripresa nel terzo trimestre.

Stato della congiuntura: indicazioni da un'indagine su un campione di imprese manifatturiere

Nelle ultime due settimane di settembre le Filiali della Banca d'Italia hanno condotto l'usuale sondaggio telefonico sull'attività delle imprese del settore manifatturiero, intervistando 717 aziende con almeno 50 addetti, estratte dal campione utilizzato per l'indagine sugli investimenti eseguita dalla Banca all'inizio dell'anno (cfr. nota alla tav. 1). Il sondaggio è di natura congiunturale e consente di ottenere informazioni sugli investimenti nell'anno in corso e sui programmi per quello successivo, sull'andamento della domanda e della redditività, sulle politiche di prezzo e sull'occupazione.

Nel trimestre estivo la dinamica degli ordini è risultata stabile o in calo in tre quarti delle imprese del campione. Segnali incoraggianti emergono, invece, per i prossimi mesi.

Gli ordini ricevuti alla fine di settembre erano stabili o in diminuzione rispetto alla fine di giugno, al netto della stagionalità, rispettivamente nel 35 e nel 40 per cento delle imprese; in quelle restanti gli ordini erano in aumento (tav. 1). L'andamento stabile o cedente degli ordini sembra avere interessato la maggioranza dei settori produttivi, indipendentemente dalla quota di fatturato esportata e dalla destinazione economica dei prodotti (anche se la diminuzione sarebbe stata più accentuata tra le aziende che producono beni di investimento).

Per quanto riguarda le previsioni circa il momento di inversione del ciclo, poco meno della metà delle imprese che hanno segnalato un calo degli ordini nel terzo trimestre (imprese dove si concentra il 40 per cento dell'occupazione nell'universo di riferi-

Tav. 1

Principali risultati del sondaggio congiunturale presso le imprese manifatturiere del settembre 1996 (1)
(composizione percentuale delle risposte)

RISPOSTE	Numero di addetti					Totale
	Da 50 a 99	Da 100 a 199	Da 200 a 499	Da 500 a 999	Oltre 999	
Risultato previsto per l'esercizio 1996						
Utile	68,7	75,3	74,2	73,3	77,2	71,4
Pareggio	14,4	18,2	12,1	13,4	10,9	15,2
Perdita	16,9	6,5	13,7	13,3	11,9	13,4
Spesa per investimenti nel 1996 rispetto a quella programmata						
Più alta	17,0	21,0	19,2	10,9	14,6	18,3
Praticamente uguale	62,1	54,4	56,8	58,6	49,1	58,7
Più bassa	20,9	24,6	24,0	30,5	36,3	23,0
Spesa per investimenti programmata per il 1997						
In aumento	30,7	29,4	30,6	27,3	31,2	30,2
Stabile	55,0	47,4	51,3	48,7	46,3	51,9
In calo	14,3	23,2	18,1	24,0	22,5	17,9
Occupazione alla fine del 1996 rispetto a quella programmata						
Più alta	15,1	14,9	15,8	15,9	8,9	13,0
Praticamente uguale	65,0	69,0	51,3	50,8	40,2	53,3
Più bassa	19,9	16,1	32,9	33,3	50,9	33,7
Tendenza degli ordini a fine settembre rispetto a fine giugno						
Ordini in aumento	26,8	27,1	19,6	23,7	15,7	25,6
Ordini stabili	29,6	39,6	43,8	38,9	39,1	34,7
Ordini in calo	43,6	33,3	36,6	37,4	45,2	39,7
Tasso annuo di variazione dei prezzi alla produzione previsto per la fine del 1996						
Superiore al 3 per cento	33,2	27,5	22,3	18,6	19,3	23,9
Fra 0,5 e 3 per cento	11,9	14,7	11,0	23,0	21,1	16,6
Fra -0,5 e 0,5 per cento	30,3	31,1	37,2	34,2	25,3	30,5
Fra -3 e -0,5 per cento	9,5	7,2	14,1	12,0	15,5	12,1
Inferiore a -3 per cento	15,1	19,5	15,4	12,2	18,8	16,9
Tasso annuo di variazione dei prezzi alla produzione previsto per la fine del 1997						
Superiore al 3 per cento	23,4	21,6	20,0	16,3	11,6	17,6
Fra 0,5 e 3 per cento	26,3	32,2	27,6	37,8	45,9	35,7
Fra -0,5 e 0,5 per cento	43,0	33,0	40,6	41,2	27,1	34,9
Fra -3 e -0,5 per cento	2,4	9,7	9,5	4,7	10,7	8,2
Inferiore a -3 per cento	4,9	3,5	2,3	—	4,7	3,6
Totale	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

(1) Il sondaggio, condotto mediante interviste telefoniche nel periodo compreso tra il 16 settembre e il 3 ottobre 1996, ha riguardato un campione di 717 imprese manifatturiere con almeno 50 addetti. Il campione è stato estratto da quello più ampio oggetto della tradizionale indagine sugli investimenti condotta dalla Banca ogni anno, sulla base di una stratificazione secondo la classe di addetti e l'attività economica. Le imprese di dimensione maggiore e quelle del settore automobilistico sono state tutte inserite nel campione; per gli altri strati, si è provveduto a un'estrazione casuale delle imprese, ponendo il vincolo di assicurare una numerosità all'incirca costante tra i vari strati, nonché un'adeguata numerosità per le tre aree geografiche. La stima degli aggregati è stata effettuata utilizzando per ogni unità del campione un coefficiente di ponderazione che, a livello di strato, tiene conto del rapporto tra numero di imprese rilevate e numero di imprese presenti nell'universo di riferimento. Per le variabili occupazione e prezzi, il sistema di ponderazione è basato sul rapporto tra gli addetti. Le stime delle percentuali, sul totale del campione, hanno errori standard non superiori al 2 per cento, ovvero intervalli di confidenza, al 95 per cento, al massimo pari a 4 punti percentuali. Per domini più ristretti (ad esempio, per classi di addetti o per settore di attività economica), essendo le statistiche basate su una numerosità campionaria più bassa, gli errori standard risultano più elevati. Ad esempio, le stime fornite per classe dimensionale dovrebbero presentare errori standard pari a circa due volte quelli relativi all'intero campione.

mento) prevede entro i primi tre mesi del 1997 l'avvio di una ripresa o l'arresto del calo. Fra le imprese nelle quali gli ordini a fine settembre risultavano in aumento (a cui corrisponde il 21 per cento dell'occupazione), circa due terzi prevedono per i prossimi mesi il proseguimento di tale tendenza o la sua ulteriore accelerazione.

Gli investimenti delle imprese della trasformazione industriale con almeno 50 addetti potrebbero diminuire, a prezzi costanti, fra il 1995 e il 1996 non meno del 7 per cento stimato sulla base dell'indagine eseguita dalla Banca d'Italia all'inizio dell'anno (cfr. la Relazione annuale della Banca d'Italia sul 1995). La maggioranza (59 per cento) delle imprese manifatturiere effettuerebbe nell'insieme del 1996 una spesa per beni capitale in linea con quella prevista alla fine dell'anno scorso; il 18 per cento effettuerebbe una spesa superiore a quella programmata; il restante 23 per cento rivedrebbe i piani al ribasso. Il ridimensionamento delle intenzioni di spesa proviene in larga parte dalle imprese con 500 e oltre addetti (i cui programmi di investimento iniziali erano assai superiori alla media).

Tra le imprese che investono meno di quanto programmato, il 34 per cento ne ha indicato il motivo in un andamento della domanda diverso da quello previsto, il 22 per cento ha menzionato fattori finanziari.

Per il 1997, il 30 per cento delle imprese avrebbe in programma un aumento della spesa nominale per beni capitale rispetto al 1996, mentre il 18 per cento ha dichiarato intenzioni di segno opposto. I programmi al rialzo sono particolarmente diffusi nel settore dei beni di investimento.

La crescita dell'occupazione prevista alla fine dello scorso anno per il 1996 (0,3 per cento) è stata rivista al ribasso. Ponderando per il numero degli occupati, oltre la metà delle imprese manterrebbe l'occupazione in linea con quanto programmato; il 13 per cento effettuerebbe correzioni al rialzo, il 34 per cento al ribasso. La frequenza delle correzioni al ribasso sale al 40 per cento nel Nord e al 51 nelle imprese con oltre 999 addetti, che peraltro già programmano di ridurre l'occupazione nell'anno in corso. Al contrario, le imprese con meno di 200 addetti accrescerebbero l'occupazione, secondo le previsioni.

Il 1996 ha registrato un'ulteriore intensificazione della contrattazione salariale aziendale. Il 46 per cento delle imprese ha concesso incrementi salariali aggiuntivi rispetto a quanto stabilito nei contratti nazionali, o prevede di farlo entro la fine dell'anno (33 per cento nell'anno precedente). La percentuale cresce progressivamente con la dimensione d'impresa (tav. 2). Nelle imprese che hanno concesso incrementi, questi sono valutabili nell'1,5-2 per cento delle retribuzioni di fatto.

La dinamica dei prezzi alla produzione resterebbe moderata nella seconda parte del 1996 e nel 1997. L'aumento medio dei prezzi alla produzione previsto per la fine dell'anno in corso rispetto al dicembre 1995 dovrebbe ammontare a meno di mezzo punto percentuale. Tale risultato deriva da una distribuzione nella quale solo il 30 per cento delle imprese manterrebbe inalterati i propri prezzi, mentre i modesti incrementi decisi dal 40 per cento delle imprese sarebbero bilanciati dalle più elevate riduzioni medie praticate dal restante 30 per cento (più frequenti tra le imprese che producono beni intermedi e prodotti di base).

Nelle previsioni per il 1997 verrebbero meno le riduzioni più accentuate e la dinamica media dei prezzi alla produzione si assesterebbe poco al di sopra dell'1 per cento.

Tav. 2

**Incrementi retributivi concessi nel 1996
in aggiunta ai contratti nazionali di categoria
(composizione percentuale delle risposte) (1)**

INCREMENTI RETRIBUTIVI	Numero di addetti					Totale
	Da 50 a 99	Da 100 a 199	Da 200 a 499	Da 500 a 999	Oltre 999	
Non concessi	73,7	68,2	54,4	48,3	38,2	54,2
Concessi	26,3	31,8	45,6	51,7	61,8	45,8
di importo:						
superiore al 2 per cento	12,6	13,6	21,3	15,5	21,1	17,6
tra 1 e 2 per cento	10,1	14,8	15,5	21,4	30,8	20,3
inferiore all'1 per cento	3,6	3,4	8,8	14,8	9,9	7,9
Totale ...	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

(1) Valori ponderati per il numero di occupati.

Tra le determinanti delle politiche di prezzo seguite nel 1996 sul mercato interno, si segnala il ruolo preponderante dei costi di produzione, effettivi e attesi, e delle condizioni di domanda, variabili indicate entrambe da circa un terzo delle imprese come fattori di maggiore rilievo. Seguono, in ordine di importanza, i comportamenti dei concorrenti e le strategie di mercato. Combinando le variazioni dei prezzi attese per la fine del 1996 con le loro determinanti, emerge che le imprese che hanno aumentato i prezzi nel 1996 sono state prevalentemente guidate dai costi; quelle che hanno invece ridotto i prezzi hanno prestato maggiore attenzione alle condizioni di domanda (tav. 3).

La quota delle imprese del campione che prevede di chiudere il 1996 in utile è rimasta, infine, su livelli particolarmente elevati, seppur in lieve diminuzione rispetto allo scorso anno (71 per cento contro 75); la percentuale delle aziende che si attendono un "forte utile" è però scesa dal 19 al 13 per cento.

Tav. 3

**Determinanti e variazioni previste
dei prezzi alla produzione nel 1996
(composizione percentuale delle risposte) (1)**

DETERMINANTI DELLE POLITICHE DI PREZZO (2)	Variazioni previste dei prezzi a fine 1996 rispetto a fine 1995			Totale
	Aumento	Stabilità	Riduzione	
Costi di produzione effettivi ed attesi ...	41,1	26,0	21,2	30,4
Condizioni di domanda	25,5	36,6	39,4	33,1
Comportamenti dei concorrenti	18,1	21,6	27,9	22,1
Proprie strategie di mercato	9,7	10,4	9,8	10,0
Altri fattori	5,6	5,4	1,7	4,4
Totale ...	100,0	100,0	100,0	100,0

(1) Valori ponderati per il numero di occupati. — (2) La domanda presentata nel sondaggio prevedeva di indicare le prime due determinanti delle politiche di prezzo, in ordine di importanza. Quando le imprese hanno fornito due risposte, queste sono state ponderate con coefficienti pari rispettivamente a 0,6 e 0,4 (i risultati rimangono stabili applicando diversi coefficienti di ponderazione).

Gli investimenti in costruzioni sono aumentati dello 0,6 per cento rispetto al secondo semestre del 1995, mostrando un lieve rallentamento (tav. 3). Un ruolo particolarmente importante dovrebbe avere svolto il settore delle opere pubbliche, dove si sarebbero cominciati a manifestare gli effetti dell'eccezionale incremento dei bandi di gara registrato nel corso dell'ultimo biennio. Anche per il futuro si mantengono buone prospettive di crescita: secondo il Cresme (Centro ricerche economico e sociologiche sull'edilizia), nei primi otto mesi dell'anno l'importo nominale dei bandi di gara sarebbe stato superiore del 25,4 per cento a quello dello stesso periodo del 1995.

La moderata evoluzione dei consumi risente dell'ancora debole dinamica del reddito disponibile corrente e delle incertezze delle famiglie circa quello futuro. Valutato in termini reali, il reddito disponibile corrente sarebbe tornato a crescere dopo tre anni di diminuzione per il ridursi delle perdite da inflazione sulle attività finanziarie nette.

Dopo la frenata dell'ultimo trimestre del 1995, i consumi sono aumentati, sul periodo precedente, di appena lo 0,1 per cento sia nel primo, sia nel secondo trimestre del 1996 (0,1 per cento nel complesso del primo semestre).

Variazioni modeste hanno caratterizzato la spesa per servizi e quella per beni semidurevoli (rispettivamente, 0,3 e 0,1 per cento nel primo semestre sul periodo precedente); sono aumentati dello 0,2 per cento gli acquisti di beni non durevoli, fra cui sono tornati a crescere anche i consumi alimentari (0,4 per cento). Si è invece ridotta dello 0,7 per cento la spesa per beni durevoli, sulla quale ha influito negativamente la diminuzione, dell'1,8 per cento, degli acquisti di mezzi di trasporto. In base alle informazioni sulle immatricolazioni di auto e alle intenzioni di spesa rilevate dall'indagine dell'Isco sulle famiglie, questi ultimi potrebbero aver registrato un'ulteriore diminuzione nel terzo trimestre. In questo caso, come anche per altre categorie di beni durevoli (per esempio, gli elettrodomestici), sembra che i consumatori abbiano allungato il periodo di sfruttamento del bene, ricorrendo in misura maggiore a interventi di manutenzione.

Fig. 9

Clima di fiducia, attese di disoccupazione e percezione delle condizioni economiche del Paese nelle famiglie consumatrici (1)



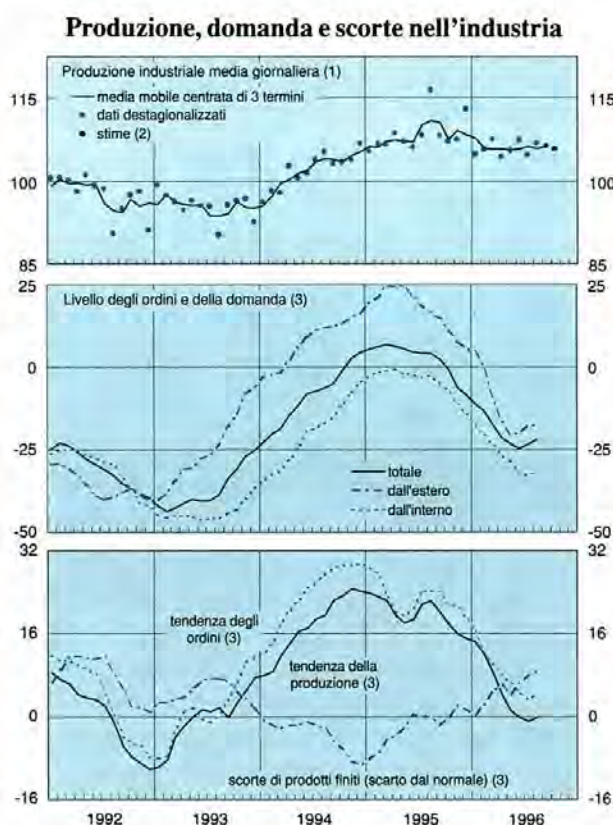
Fonte: elaborazioni su dati Isco.

(1) Fino al 1994 nei mesi di agosto non si effettuavano rilevazioni; i dati venivano calcolati come medie semplici di quelli adiacenti. Dal gennaio 1995 l'intervista viene svolta per via telefonica e non più diretta; inoltre, l'intervistato non è più il capofamiglia, ma un qualsiasi membro adulto che contribuisce alla formazione del reddito familiare. - (2) Indice: 1980=100. - (3) Quota percentuale di intervistati che prevedono un incremento della disoccupazione nei successivi dodici mesi. - (4) Quota percentuale di intervistati che prevedono un peggioramento della situazione economica del Paese nei successivi dodici mesi.

La prudenza dei comportamenti di spesa delle famiglie è colta dal loro "clima di fiducia". Fra giugno e ottobre, l'indicatore calcolato dall'Isco ha riassorbito il miglioramento intervenuto nella scorsa primavera. Si conferma così un movimento oscillante attorno ai livelli precedenti la crisi economico-finanziaria del 1992, segno del perdurare di condizioni d'incertezza (fig. 9). È cresciuta la quota di famiglie che si aspettano un forte aumento della disoccupazione, come quella di coloro che reputano la situazione economica propria e del Paese in peggioramento; è anche andata aumentando la proporzione di famiglie che prevede per i successivi dodici mesi una minore possibilità di risparmiare.

Il ristagno della domanda interna, la diminuzione di quella estera e il prevalere di attese pessimistiche avrebbero indotto gli imprenditori a giudicare eccessivi i livelli di scorte, come emerge dall'indicatore dell'Isco relativo alle giacenze di prodotti finiti (fig. 10). Ne sarebbe derivata, nel secondo trimestre, la decisione di attingere in modo cospicuo al magazzino, con effetti depressivi per l'attività produttiva. Nel complesso del primo semestre la variazione delle scorte, secondo la valutazione dell'Istat (che include anche le discrepanze statistiche tra le stime della domanda e dell'offerta della contabilità nazionale), ha influito negativamente alla crescita del PIL per circa quattro decimi di punto; la riduzione si è concentrata interamente nel secondo trimestre (con un contributo alla crescita del PIL sul primo trimestre di -1,6 punti percentuali), dopo tre trimestri di apporto positivo.

Fig. 10



Fonte: elaborazioni su dati Istat e Isco-ME.

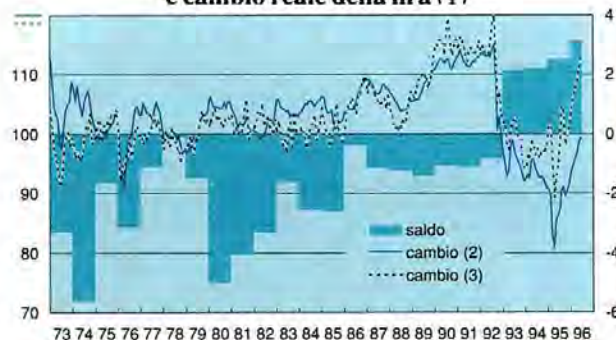
(1) Indice: 1990=100. Dati rettificati per il diverso numero di giornate lavorative nel mese. — (2) Basate sui consumi elettrici e sull'indicatore Isco-ME "Tendenza della produzione". — (3) Medie mobili di 3 termini dei saldi fra le risposte positive ("alto", "in aumento") e negative ("basso", "in diminuzione") date dagli operatori nelle inchieste Isco-ME. Dati destagionalizzati ad eccezione delle scorte di prodotti finiti.

Esportazioni e importazioni

Nel primo semestre del 1996 le esportazioni di beni e servizi in quantità sono diminuite dell'1,5 per cento rispetto al semestre precedente. Esse hanno risentito della debole congiuntura dei nostri principali mercati di sbocco europei (la crescita delle importazioni di Germania e Francia, paesi che assorbono oltre il 30 per cento delle nostre vendite all'estero, è scesa rispettivamente da 6,6 e 5,4 per cento del 1995 a 2,3 e 0,3 per cento nel primo semestre del 1996, rispetto allo stesso semestre del 1995) e di una minore competitività, riconducibile sia al cospicuo aumento dei prezzi in lire delle nostre esportazioni, sia al recupero del cambio della lira dai valori eccezionalmente bassi del 1995 (tav. 4; cfr. il capitolo: *L'andamento dei prezzi*). Misurato con i prezzi dell'*output* interno, il cambio reale della lira nei confronti delle principali economie industriali è tornato sui livelli medi dei mesi immediatamente successivi all'uscita della lira dal Sistema monetario europeo, nel settembre 1992, e prevalenti nel 1979, anno di costituzione dello SME. Decisamente più apprezzato, in assoluto e rispetto a quelle date, appare il cambio reale calcolato con i valori medi unitari all'esportazione (fig. 11).

Fig. 11

Saldo mercantile (cif-fob) dell'Italia e cambio reale della lira (1)



Fonte: elaborazioni su dati Istat e OCSE.

(1) Il saldo mercantile è in percentuale del PIL; scala di destra. I cambi effettivi reali sono indici 1979=100; un loro aumento indica apprezzamento del cambio. I dati relativi al 1996 si riferiscono al primo semestre. — (2) Tasso di cambio effettivo reale basato sui prezzi alla produzione di manufatti. — (3) Tasso di cambio effettivo reale basato sui valori medi unitari delle esportazioni.

Anche scontando un lieve miglioramento nella seconda parte dell'anno, è prevedibile che nella media del 1996 la quota di mercato a prezzi costanti degli esportatori italiani subisca un ridimensionamento dopo tre anni di incremento.

Tav. 4

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

VOCI	1995					1996		
	Anno	I trimestre	II trimestre	III trimestre	IV trimestre	I trimestre	II trimestre	Gen.-Mag.
Esportazioni di beni (1)								
Valori	22,3	17,3	27,2	25,0	19,7	10,4	1,4	8,5
Valori medi unitari	9,3	4,3	8,5	11,3	13,0	11,9	....	9,4
Quantità	11,9	12,4	17,2	12,4	6,0	-1,1	....	-0,7
Importazioni di beni (1)								
Valori	22,0	21,5	27,2	25,0	15,4	6,7	-7,5	3,1
Valori medi unitari	12,3	10,1	14,4	13,7	11,1	5,7	....	3,5
Quantità	8,7	10,3	11,1	10,1	3,8	1,2	....	-0,3
Esportazioni di beni/importazioni di beni (1)								
Valori	0,2	-3,5	0,0	0,0	3,7	3,5	9,6	5,2
Valori medi unitari	-2,7	-5,3	-5,2	-2,1	1,7	5,9	....	5,7
Quantità	2,9	1,9	5,5	2,1	2,1	-2,3	....	-0,4
Esportazioni di beni e servizi (2)								
Valori a prezzi correnti	22,3	16,6	27,3	25,3	20,3	12,6	2,8	7,4 (3)
Deflatore	9,6	5,0	8,8	11,5	12,9	11,0	5,7	8,3 (3)
Valori a prezzi 1990	11,6	11,1	16,9	12,4	6,5	1,4	-2,7	-0,8 (3)
Importazioni di beni e servizi (2)								
Valori a prezzi correnti	22,5	21,1	26,8	25,9	17,1	8,6	-5,7	1,2 (3)
Deflatore	11,9	10,2	14,4	12,6	10,3	4,5	-0,8	1,8 (3)
Valori a prezzi 1990	9,6	9,9	10,8	11,8	6,2	4,0	-5,0	-0,6 (3)
Per memoria:								
Cambio reale della lira (4)								
Globale	-5,5	-5,4	-11,5	-3,6	-1,4	7,9	16,5	11,5
All'esportazione	1,6	3,5	-5,4	6,1	2,5	6,9	....	12,1
All'importazione	-4,6	-4,1	-10,2	-2,7	-1,3	8,2	....	12,0
Domanda interna	2,3	3,5	1,3	2,2	2,2	2,0	0,4	1,2 (3)

Fonte: elaborazioni su dati Istat, OCSE e FMI.

(1) Dati di fonte doganale. - (2) Dati di contabilità nazionale. - (3) Primo semestre. - (4) Il segno (-) indica un guadagno di competitività; il cambio reale globale è basato sui prezzi alla produzione dei manufatti; quello all'esportazioni e alle importazioni sui valori medi unitari dei due flussi di scambio.

Nei primi cinque mesi dell'anno, la riduzione delle quantità di merci vendute rispetto allo stesso periodo del 1995 si è concentrata nei settori che producono beni di consumo non alimentare e beni intermedi (tav. 5). Per contro, le esportazioni di macchine agricole e industriali (esclusi gli autoveicoli) sono aumentate del 6,6 per cento, risentendo ancora dell'elevata domanda registrata nel quarto trimestre del 1995. Tale incremento dovrebbe tuttavia essersi riassorbito nei mesi estivi, visto il calo degli ordini nel corso dell'anno (secondo i dati dell'Ucimu, dopo

l'intensa crescita del precedente biennio gli ordini di macchine utensili dall'estero sarebbero diminuiti di oltre il 20 per cento nei primi nove mesi del 1996, rispetto all'analogo periodo del 1995). La ripresa in Europa del mercato dei veicoli industriali (per quelli con peso superiore a 3,5 tonnellate le immatricolazioni sono cresciute del 7,4 per cento nel primo semestre rispetto allo stesso periodo del 1995) ha sostenuto l'espansione delle esportazioni di mezzi di trasporto diversi dalle automobili e di quelle del comparto della gomma e plastica (tav. 5).

Alla contrazione del volume delle nostre vendite all'estero ha concorso il blocco delle agevolazioni al finanziamento dei crediti alle esportazioni, in seguito all'esaurirsi, nell'aprile del 1995, dei fondi a disposizione della legge 24 maggio 1977, n. 227 (cosiddetta legge Ossola). Alcune stime indicano che il valore dei contratti bloccati in attesa delle agevolazioni si aggirerebbe sui 16.000 miliardi; i provvedimenti in materia recentemente approvati dal CICR dovrebbero sanare la situazione a partire dal 1997.

Nel primo semestre le quantità di beni e servizi importate hanno registrato un ulteriore calo, pari al 4,4 per cento rispetto al semestre precedente. Al netto dei fattori stagionali, i dati mensili di fonte doganale sulle importazioni di merci indicano una continua riduzione iniziata nella seconda parte del 1995 e dive-

nuta più rilevante nel corso del 1996, in seguito all'indebolirsi delle componenti della domanda interna. Gli effetti del rallentamento ciclico hanno sopravanzato quelli del recupero di competitività dei manufatti importati, i cui prezzi in lire nei primi cinque mesi dell'anno sono diminuiti dell'1,3 per cento rispetto al secondo semestre del 1995, a fronte del modesto aumento di quelli dell'*output* venduto sul mercato interno e dei prezzi al consumo (cfr. il capitolo: *L'andamento dei prezzi*).

La riduzione delle quantità importate rispetto al secondo semestre del 1995 ha interessato pressoché tutti i comparti della trasformazione industriale, ma è stata particolarmente accentuata per i beni intermedi e per quelli d'investimento che hanno risentito del venire meno delle agevolazioni fiscali (tav. 5).

Tav. 5

Esportazioni e importazioni di manufatti dell'Italia, per settore*(a prezzi costanti; variazioni percentuali)*

SETTORI	Esportazioni		Importazioni	
	gen.-mag. 96 gen.-mag. 95 (1)	gen.-mag. 96 ago.-dic. 95 (2)	gen.-mag. 96 gen.-mag. 95 (1)	gen.-mag. 96 ago.-dic. 95 (2)
Minerali ferrosi e non ferrosi	-6,1	-2,5	-4,9	-11,4
Minerali non metalliferi	-3,3	-6,3	-2,1	-9,8
Prodotti chimici	-2,9	-4,9	-7,2	-6,5
Prodotti in metallo	3,8	1,4	9,0	-2,1
Macchine agricole e industriali	6,6	-3,3	14,0	-4,8
Macchine per ufficio	-0,4	-10,3	-3,7	-10,7
Materiale elettrico	5,4	3,7	-4,5	-10,7
Autoveicoli	0,2	-5,7	9,9	1,2
Altri mezzi di trasporto	26,5	7,8	30,6	21,0
Alimentari, bevande, tabacchi	3,4	-2,2	4,8	-2,2
Tessile abbigliamento	-3,5	1,1	-8,8	-5,4
Cuoio e calzature	0,2	-7,8	5,7	-0,2
Legno e mobili	-0,8	-9,2	8,5	-4,2
Carta e stampa	1,6	-1,5	-16,7	-9,5
Gomma e plastica	8,1	-2,7	-2,8	-6,7
Totale trasformazione industriale ...	0,6	-3,3	-1,1	-6,2

Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Dati grezzi. - (2) Dati destagionalizzati.

La produzione industriale e il valore aggiunto nei settori dell'economia

Nei primi otto mesi del 1996 la produzione industriale è diminuita, ritornando sui livelli della fine del 1994 (fig. 10). Nella media del periodo l'indice, valutato su base giornaliera e corretto per i fattori stagionali, è risultato inferiore del 2,3 per cento rispetto allo stesso periodo del 1995. Nei mesi di settembre e ottobre, secondo stime ottenute sulla base dei consumi di elettricità e degli indicatori di tendenza dell'Isco, vi sarebbe stato un lieve miglioramento: l'indice medio del bimestre mostrerebbe un valore di poco superiore a quello relativo al periodo da gennaio ad agosto.

Il calo della produzione ha determinato una diminuzione del grado di utilizzo della capacità. In seguito alla minore domanda proveniente dall'estero, i margini di utilizzo si sono ampliati anche nei settori esportatori, in cui, alla fine dello scorso anno, essi avevano raggiunto i livelli minimi storici.

Differenze marcate nell'andamento della produzione industriale si rilevano considerando la destinazione economica dei beni prodotti. Nei primi otto mesi del 1996 si è registrata una diminuzione dell'indice per i beni di consumo e per quelli intermedi del 2,0 per cento, rispetto allo stesso periodo del 1995. Per i beni d'investimento, invece, c'è stato un aumento del 4,8 per cento, grazie ai residui effetti degli incentivi fiscali descritti nel paragrafo precedente. Tranne che per i settori dove la produzione è prevalentemente destinata ai beni d'investimento, la diminuzione dei livelli di attività è stata considerevole nelle branche dove maggiore è la propensione all'esportazione (tessile e abbigliamento, gomma e plastica, altri prodotti industriali).

L'andamento della produzione industriale è risultato particolarmente sfavorevole nelle regioni meridionali. L'indagine congiunturale effettuata dal Mediocredito centrale su un campione di piccole e medie imprese segnala per il primo semestre dell'anno rispetto al corrispondente periodo del 1995 una crescita della produzione di oltre il 4 per cento nelle regioni settentrionali e una diminuzione di circa l'1 in quelle del Mezzogiorno.

Per l'industria manifatturiera la dinamica del valore aggiunto al costo dei fattori, valutato a prezzi costanti, è stata simile a quella della produzione: nel primo semestre dell'anno, esso è risultato inferiore dello 0,4 per cento rispetto al periodo corrispondente del 1995; le stime dell'indice della produzione industriale per il terzo trimestre e gli indicatori congiunturali derivati dai sondaggi mensili condotti dall'Isco alla fine di agosto escludono ulteriori diminuzioni nella seconda metà dell'anno.

Negli altri settori si sono registrati aumenti del valore aggiunto nel complesso modesti, con l'eccezione delle costruzioni, dove la crescita ha superato il 3 per cento. Nei servizi (1,6 per cento) la dinamica ha risentito del fiacco andamento dei consumi, che ha frenato l'attività del comparto commerciale. Le vendite al dettaglio rilevate dall'Istat, valutate a prezzi costanti e al netto dei fattori stagionali, sono diminuite del 2,1 per cento. Continua tuttavia la ristrutturazione del settore, di cui è segno la rapida modifica delle quote di mercato: mentre nella piccola e media distribuzione le vendite sono diminuite del 3,0 per cento, nella grande distribuzione esse sono cresciute del 3,4 per cento.

La debolezza del quadro congiunturale in Europa e il contestuale recupero del valore della lira hanno determinato una riduzione dell'attività nel settore turistico, dopo i buoni risultati dello scorso anno (cfr. anche il paragrafo: *La bilancia dei pagamenti di parte corrente*). Le prime informazioni sulla stagione estiva, relative alle sole strutture alberghiere nel periodo di Ferragosto, segnalano una crescita degli arrivi a fronte di una contrazione delle presenze (5,5 e -4,2 per cento, rispettivamente, per i turisti stranieri; 3,4 e -5,4 per cento per quelli italiani). La permanenza media dei turisti sarebbe quindi scesa a 5,3 giornate contro le 6 dello scorso anno.

Nel settore dei trasporti, si è registrato un ridimensionamento dell'attività soprattutto per le merci. Il trasporto di merci su ferrovia è calato del 4,9 per cento nei primi otto mesi dell'anno rispetto allo stesso periodo del 1995. Il numero di veicoli pesanti transitato sulle autostrade, secondo le statistiche dell'Associazione delle società concessionarie delle autostrade e trafori (Aiscat), ha registrato la crescita più contenuta dal 1994. Il trasporto di passeggeri è aumentato a tassi simili a quelli degli anni passati: nel primo seme-

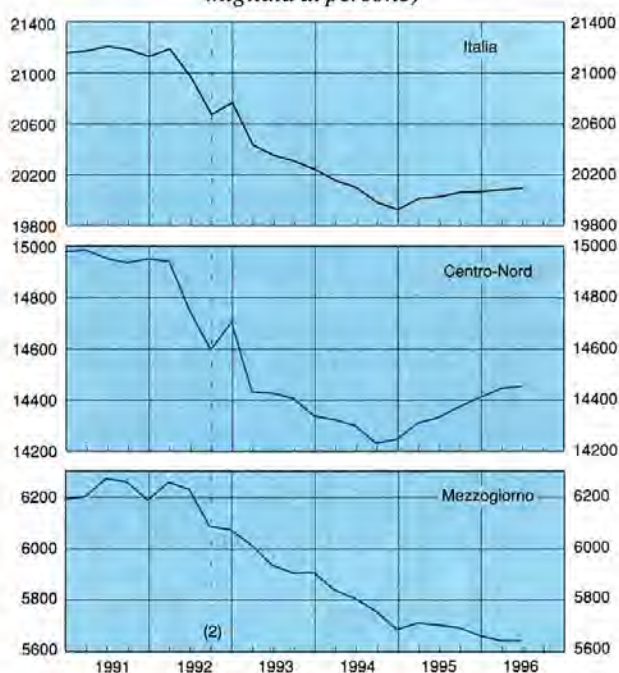
stre il numero di veicoli leggeri transitati sulle autostrade è risultato superiore del 3,1 per cento rispetto allo stesso periodo del 1995; il trasporto di passeggeri su ferrovia del 2,1 per cento. Nel caso del trasporto aereo si è registrato un incremento molto più rilevante, pari all'8,3 per cento.

L'occupazione

Nel corso del 1996 l'occupazione è aumentata in misura assai modesta; nell'indagine sulle forze di lavoro, condotta dall'Istat a luglio, si è registrato, al netto dei fattori stagionali, un incremento di 26.000 unità rispetto allo scorso gennaio (0,1 per cento). In confronto al luglio del 1995, l'aumento del numero di occupati è stato di 67.000 unità (0,3 per cento), frutto di una crescita nel Centro-Nord dello 0,9 per cento (pari a 126.000 unità) e di un calo dell'1,0 per cento nel Mezzogiorno (pari a 59.000 unità; fig. 12).

Fig. 12

Occupazione complessiva nell'indagine sulle forze di lavoro
(dati raccordati e destagionalizzati (1); migliaia di persone)



Fonte: elaborazioni e stime su dati Istat.

(1) La procedura di ricostruzione delle serie storiche dell'occupazione è descritta nella Relazione annuale sul 1994. - (2) Dall'ottobre 1992 l'indagine viene condotta con un nuovo questionario.

Nell'industria, escluso il settore delle costruzioni, sembrano essersi già esauriti gli effetti positivi dell'espansione del periodo 1994-95. Mentre nelle rilevazioni di gennaio e di aprile l'occupazione era risultata in crescita (0,8 e 0,6 per cento, rispettivamente, in confronto a dodici mesi prima), in quella di luglio il peggioramento del quadro congiunturale ha determinato una nuova diminuzione (-0,9 per cento), particolarmente evidente nelle imprese con più di 500 addetti e confermata dalla riduzione delle ore di lavoro straordinario, delle ore effettivamente lavorate e dal maggiore ricorso alla Cassa integrazione guadagni ordinaria. A causa dell'attuale fase di ristagno produttivo non sono prevedibili nei prossimi mesi aumenti di posti di lavoro, come segnalato anche dalle intenzioni delle imprese rilevate dalle inchieste dell'Isco e dal sondaggio congiunturale della Banca d'Italia.

Nel settore delle costruzioni, dopo il lieve incremento nel periodo gennaio-aprile, si è osservato un calo del numero di occupati (-1,1 per cento su dodici mesi, pari a 12.000 unità). L'aumento degli appalti pubblici, tuttavia, dovrebbe tradursi in una crescita dell'attività edilizia, con positive ripercussioni per l'impiego di lavoro. La situazione dell'occupazione è peggiorata maggiormente nel Mezzogiorno (-1,2 per cento, pari a 7.000 unità), dove non sembrano ancora superate le difficoltà che hanno gravato sulle opere pubbliche negli ultimi anni.

Nel terziario, invece, il numero dei posti di lavoro è aumentato in confronto al luglio dello scorso anno (2,7 per cento, pari a 227.000 unità). La crescita è distribuita su tutti i comparti del settore, tranne l'Amministrazione pubblica, che ha accusato un calo di quasi 30.000 unità (-1,7 per cento), e l'istruzione, la sanità e gli altri servizi sociali, dove si è registrata una diminuzione di 5.000 unità (-0,2 per cento). Particolarmente degni di nota sono gli incrementi nel settore del commercio, alberghi e pubblici esercizi e in quello dei trasporti e delle comunicazioni.

È continuato il calo del numero di occupati nel settore agricolo (-6,6 per cento rispetto a dodici mesi prima); esso è stato più accentuato nel Centro-Nord (-12,4 contro -3,0 per cento nel Mezzogiorno).

Il tasso di disoccupazione è risultato in luglio pari all'11,7 per cento, come nello stesso mese del 1995; al netto dei fattori stagionali esso è rimasto invariato rispetto allo scorso aprile. Le diverse dinamiche dell'occupazione hanno ampliato il divario territoriale: nel Mezzogiorno, il numero di persone in cerca di occupazione ha raggiunto il 21,4 per cento del totale delle forze di lavoro, con un aumento di otto decimi di punto rispetto a dodici mesi prima; nel Centro-Nord, invece, il tasso di disoccupazione è leggermente diminuito (dal 7,5 del luglio 1995 al 7,2 per cento), grazie alla riduzione della disoccupazione maschile, che è scesa sotto il 4 per cento, lo stesso livello del luglio del 1993 (il tasso di disoccupazione maschile di breve durata è calato all'1,8 per cento). Il divario tra le due aree ha così superato i quattordici punti percentuali. La disoccupazione femminile e quella giovanile hanno registrato solo un lieve miglioramento, rimanendo su livelli superiori alla media.

La produttività del lavoro nel settore dei beni e servizi destinabili alla vendita è aumentata dell'1,2 per cento nel primo semestre rispetto allo stesso periodo del 1995. La dinamica trimestrale è apparsa in chiaro rallentamento, soprattutto nel comparto manifatturiero dove, nei primi sei mesi del 1996, è risultata di solo l'1,0 per cento superiore al livello del primo semestre del 1995. La decisione delle imprese di limitare gli effetti della contrazione della domanda sull'impiego di lavoro potrebbe essere giustificata anche dall'attesa di una possibile ripresa negli ultimi mesi dell'anno o nei primi del 1997 (cfr. il riquadro: *Stato della congiuntura: indicazioni dall'indagine su un campione di imprese manifatturiere*).

La bilancia dei pagamenti di parte corrente

Secondo dati provvisori e in parte stimati, nei primi sei mesi dell'anno le partite correnti della bilancia dei pagamenti hanno registrato un avanzo di 26.600 miliardi, 8.200 in più rispetto allo stesso periodo del 1995 (tav. 6). Il miglioramento è interamente dipeso dall'ulteriore ampliarsi dell'attivo mercantile, passato, nella valutazione *fob-fob*, da 31.000 a 42.500 miliardi. Il passivo netto nelle partite invisibili è aumentato di 3.200 miliardi: i maggiori trasferimenti netti alla UE sono stati solo in parte compensati dal più ampio attivo nei servizi.

Tav. 6

Bilancia dei pagamenti (saldi in miliardi di lire)

VOCI	1995			1996
	Anno	I semestre	II semestre	I semestre
Totale partite correnti	44.583	18.427	26.156	26.640
Merci	71.744	30.977	40.767	42.470
Partite invisibili ...	-27.161	-12.550	-14.611	-15.830
Viaggi all'estero	24.487	11.850	12.637	12.164
Redditi da capitale	-26.377	-14.106	-12.271	-14.121
Altri servizi e redditi	-20.558	-10.183	-10.375	-8.960
Trasferimenti ..	-4.713	-111	-4.602	-4.913
Movimenti di capitale	-6.888	5.702	-12.590	9.265
Capitali bancari ..	-58.102	-5.461	-52.641	4.529
Capitali non bancari	51.214	11.163	40.051	4.736
Errori e omissioni	-34.785	-16.297	-18.488	-11.409
Variazione riserve ufficiali (1)	-2.910	-7.832	4.922	-24.496

(1) A cambi e a quotazioni costanti. Il segno (-) indica aumento di riserve.

Il contributo positivo degli scambi di merci è proseguito in luglio, quando l'attivo mercantile *cif-fob* è aumentato di oltre 4.800 miliardi rispetto allo stesso mese del 1995. Nei primi sette mesi l'incremento ha quindi raggiunto i 16.200 miliardi rispetto allo stesso periodo del 1995: il ruolo determinante avuto dal miglioramento delle ragioni di scambio rappresenta un elemento di novità rispetto agli ultimi tre anni. Dopo due anni di crescita vigorosa, le importazioni sono diminuite in valore (-1,6 per cento rispetto ai primi sette mesi del 1995), mentre le esportazioni hanno continuato a espandersi con ritmi ridotti (5,9 per cento). Si è dunque arrestata la fase di forte crescita degli scambi con l'estero avviatasi con la svalutazione del 1992 e rafforzata dall'espansione ciclica internazionale del 1994-95.

Dal punto di vista geografico (tav. 7) l'andamento del saldo mercantile *cif-fob* ha rispecchiato lo sfasamento ciclico tra i grandi blocchi regionali. Il miglio-

ramento a prezzi correnti è derivato per due terzi dagli scambi con i paesi extra UE (10.500 miliardi). I rapporti commerciali con i paesi industriali extra europei hanno contribuito solo in misura marginale a questo risultato, nonostante una sensibile crescita delle loro importazioni (rispetto ai primi sei mesi del 1995, quelle statunitensi e nipponiche di beni sono aumentate, rispettivamente del 5,1 e del 4,2 per cento in termini reali; cfr. il capitolo: *L'economia internazionale*). Le esportazioni italiane verso questa area, costituite in buona misura da beni con elevata elasticità di prezzo, hanno presumibilmente risentito più delle altre dell'apprezzamento del cambio reale della lira; si sono fortemente contratte le esportazioni dei settori tessile e meccanico.

Quasi la metà della crescita del saldo verso i paesi extra UE è scaturita dai rapporti commerciali con i paesi dell'Est europeo (4.600 miliardi), area nella quale i progressi verso la stabilizzazione macroeconomica e le riforme strutturali hanno dato, fin dall'anno passato, un forte impulso allo sviluppo del commercio. L'avanzo è aumentato soprattutto nei confronti della Russia, grazie alle nostre vendite di prodotti metalmeccanici e al crollo delle importazioni del comparto metallurgico e di beni tradizionali.

L'attivo verso i PVS dell'America latina si è lievemente contratto anche per il sostanziale blocco delle vendite di autovetture in Brasile, in seguito al forte dazio imposto sui veicoli importati.

Il miglioramento del saldo verso la UE è da collegare alla lieve diminuzione delle importazioni (-0,7 per cento nei primi sette mesi, rispetto all'analogo periodo del 1995); questo andamento è derivato da una caduta degli acquisti di beni del comparto tessile e abbigliamento, cuoio e calzature, (-5,7 per cento) e di beni intermedi (soprattutto di quelli chimici, -4,0 per cento, e dei prodotti della lavorazione dei minerali ferrosi e non ferrosi, -10,8 per cento) che è stata compensata dall'aumento di quelli dei mezzi di trasporto (4,5 per cento) e dei prodotti metalmeccanici (4,8 per cento). Questi ultimi due comparti hanno sostenuto anche le nostre esportazioni, avendo beneficiato, il primo, di una buona ripresa del mercato europeo dei mezzi di trasporto, e il secondo del prolungarsi del ciclo degli investimenti in alcuni paesi europei. Il contributo maggiore all'allargamento dell'avanzo è ve-

nuto dagli scambi con la Francia (1.700 miliardi), grazie alla contrazione delle importazioni e all'aumento delle esportazioni; la crescita delle vendite, tuttavia, si è rivelata insufficiente per mantenere stabile la nostra quota del mercato francese, ridottasi, nelle valutazioni del FMI, di quasi un punto percentuale nella prima metà dell'anno rispetto allo stesso periodo del 1995. L'avanzo con la Spagna ha continuato a crescere (quasi 1.000 miliardi), a causa di un ritmo di espansione delle vendite doppio di quello registrato nei confronti degli altri paesi europei. Meno rilevante è stato il contributo degli scambi con la Germania (800 miliardi), che hanno registrato una riduzione delle nostre vendite.

Nei primi sei mesi dell'anno l'avanzo della voce "viaggi" è salito di 300 miliardi, dagli 11.900 dello stesso periodo dell'anno precedente (tav. 6). Analogamente a quanto accaduto al saldo commerciale, la bilancia turistica è migliorata, nonostante la perdita di competitività e lo sfavorevole andamento della domanda internazionale, grazie alla forte contrazione della spesa per turismo dei residenti. In particolare, quella effettuata all'estero dalle famiglie italiane è diminuita del 14,7 per cento (dell'11,1 in termini reali), con un ulteriore calo dell'incidenza sul complesso dei consumi finali nazionali. Dopo un lungo periodo di crescita, anche la spesa dei turisti stranieri in Italia è diminuita, pur se a tassi più contenuti (-5,1 e -9,4 per cento a prezzi correnti e in termini reali, rispettivamente). La riduzione (la prima dal 1989) è stata determinata non solo dall'indebolimento della crescita dei consumi nei principali paesi europei da cui, tradizionalmente, proviene la maggioranza dei visitatori esteri, ma anche dalla pesante perdita di competitività delle nostre strutture ricettive (-9,3 per cento). Quest'ultima non sembra avere inciso sul numero degli arrivi e delle presenze di turisti stranieri (cresciuti del 5,7 per cento nel primo bimestre e del 23,4 per cento nel primo trimestre, rispettivamente), ma sulla spesa giornaliera pro capite, che nei primi tre mesi si è contratta del 27,8 per cento.

Nel primo semestre del 1996, gli esborsi netti per i servizi di trasporto sono diminuiti di quasi 900 miliardi rispetto ai primi sei mesi del 1995, grazie al forte aumento degli incassi per trasporto passeggeri (27,0 per cento).

Tav. 7

Interscambio commerciale per paese o area a prezzi correnti
(gennaio-luglio)

PAESI E GRUPPI DI PAESI	Esportazioni				Importazioni				Saldo	
	Miliardi di lire		Variazioni percen- tuali	Quote sul totale 1996	Miliardi di lire		Variazioni percen- tuali	Quote sul totale 1996	Miliardi di lire	
	1995	1996			1995	1996			1995	1996
Paesi UE (1)	124.911	129.686	3,8	56,0	115.797	114.932	-0,7	60,2	9.114	14.754
Austria	5.234	5.487	4,8	2,4	4.317	4.257	-1,4	2,2	917	1.230
Belgio-Lussemburgo	6.384	6.461	1,2	2,8	9.326	8.865	-4,9	4,6	-2.942	-2.404
Danimarca	1.831	1.945	6,2	0,8	1.678	1.648	-1,8	0,9	153	297
Finlandia	996	1.133	13,8	0,5	1.105	977	-11,6	0,5	-109	156
Francia	28.696	29.587	3,1	12,8	26.863	26.085	-2,9	13,7	1.833	3.502
Germania	41.581	41.071	-1,2	17,7	36.701	35.332	-3,7	18,5	4.880	5.739
Grecia	3.925	4.281	9,1	1,8	1.416	1.462	3,2	0,8	2.509	2.819
Irlanda	809	904	11,7	0,4	1.743	1.954	12,1	1,0	-934	-1.050
Paesi Bassi	6.419	6.979	8,7	3,0	10.510	10.873	3,5	5,7	-4.091	-3.894
Portogallo	2.915	3.039	4,3	1,3	708	933	31,8	0,5	2.207	2.106
Regno Unito	13.509	14.871	10,1	6,4	11.042	12.067	9,3	6,3	2.467	2.804
Spagna	10.597	11.571	9,2	5,0	7.831	7.884	0,7	4,1	2.766	3.687
Svezia	2.015	2.357	17,0	1,0	2.557	2.595	1,5	1,4	-542	-238
Paesi extra UE	93.593	101.823	8,8	44,0	78.366	76.051	-3,0	39,8	15.227	25.772
Efta (2)	9.622	9.945	3,4	4,3	9.535	9.074	-4,8	4,8	87	871
Europa dell'est (3)	10.101	13.111	29,8	5,7	12.595	11.030	-12,4	5,8	-2.494	2.081
USA	15.788	16.698	5,8	7,2	9.633	9.927	3,1	5,2	6.155	6.771
Giappone	4.972	5.118	2,9	2,2	4.521	3.935	-13,0	2,1	451	1.183
Cina	2.424	2.369	-2,3	1,0	3.741	3.779	1,0	2,0	-1.317	-1.410
NPI Asiatici (4)	8.830	9.701	9,9	4,2	2.957	2.858	-3,3	1,5	5.873	6.843
OPEC (5)	7.345	7.887	7,4	3,4	10.656	11.298	6,0	5,9	-3.311	-3.411
Altri paesi	34.511	36.994	7,2	16,0	24.728	24.150	-2,3	12,6	9.783	12.844
Totale ...	218.504	231.509	6,0	100,0	194.163	190.983	-1,6	100,0	24.341	40.526

(1) I dati sugli scambi con i paesi della UE sottostanti a quelli presentati nella tavola si riferiscono alle sole imprese che, nei due periodi considerati, avevano effettuato acquisti o vendite intracomunitari per importi superiori a 50 milioni di lire. Essi rappresentano quindi solo una parte degli scambi effettuati dal complesso delle imprese esportatrici e importatrici italiane. - (2) Islanda, Norvegia, Svizzera. - (3) Albania, Bulgaria, ex Cecoslovacchia, ex Jugoslavia, ex URSS, Polonia, Romania ed Ungheria. - (4) Corea del Sud, Hong Kong, Singapore, Taiwan. - (5) Algeria, Arabia Saudita, Ecuador, Emirati Arabi, Gabon, Indonesia, Iraq, Kuwait, Libia, Nigeria, Qatar, Venezuela.

Nello stesso periodo, il disavanzo della voce "trasferimenti unilaterali" si è ampliato di circa 4.800 miliardi, rispetto al primo semestre del 1995, essenzialmente a causa dei maggiori pagamenti netti in conto corrente alla UE. Ai maggiori trasferimenti in conto IVA (circa 1.900 miliardi) e in conto PNL (circa 3.100 miliardi) sono corrisposti introiti crescenti solo per i fondi agricoli strutturali (Feoga, 2.200 miliardi), mentre quelli legati al Fondo sociale europeo sono diminuiti di oltre 900 miliardi.

I movimenti di capitale, il cambio della lira e la posizione sull'estero del Paese

Alla metà di ottobre il tasso di cambio effettivo nominale della lira, apprezzatosi del 9,3 per cento rispetto alla fine di dicembre dello scorso anno, era ritornato ai livelli di luglio 1994. Vi ha contribuito, in presenza di un continuo miglioramento della posizione netta sull'estero, il consolidarsi di attese di riduzione dell'inflazione e dei tassi d'interesse. Il recupero

del cambio è avvenuto contemporaneamente a deflussi netti di capitali pari, nei primi otto mesi dell'anno, a poco meno di 9.500 miliardi di lire (tav. 8). L'andamento delle transazioni finanziarie con l'estero non è stato uniforme (cfr. il riquadro: *L'evoluzione dei movimenti di capitale e il cambio della lira nel corso dell'anno*). Ai cambi e alle quotazioni medie mensili, nello stesso periodo l'incremento delle attività nette sull'estero della Banca centrale è stato di 21.300 miliardi di lire. Alla fine di agosto il loro controvalore in dollari era tornato ai livelli precedenti la crisi valutaria del 1992.

Gli investimenti di portafoglio dell'estero (tav. 9) hanno dato luogo nei primi otto mesi dell'anno ad afflussi netti di capitali per oltre 50.000 miliardi di lire. Quasi l'80 per cento ha riguardato i titoli di Stato, in particolare BTP e CCT; le emissioni della Repubblica sul mercato primario sono state pari a 8.800 miliardi (18.600 miliardi nell'intero 1995). Gli acquisti netti di azioni quotate presso la borsa italiana sono ammontati, nel primo semestre, a 5.600 miliardi, confermando la ripresa iniziata nella seconda metà del 1995.

Tav. 8

Movimenti di capitale (saldi in miliardi di lire)

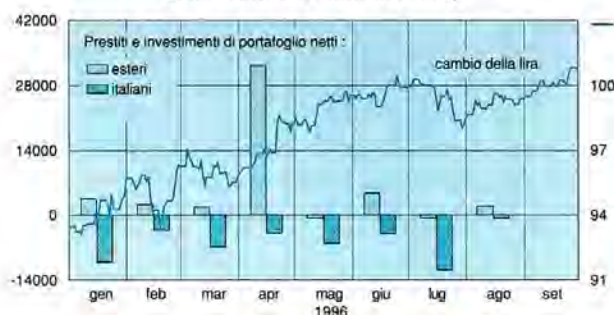
VOCI	1995					1996 (1)		
	Anno	I trimestre	II trimestre	III trimestre	IV trimestre	I trimestre	II trimestre	Lug.-Ago.
Capitali non bancari	51.214	-9.326	20.489	9.655	30.396	-15.847	20.583	-12.077
Esteri	84.675	1.126	29.767	17.563	36.219	8.677	39.388	2.884
Investimenti	69.336	-3.393	18.911	20.137	33.681	5.566	40.782	8.717
di cui: <i>di portafoglio</i> ...	61.490	-5.112	17.549	19.507	29.546	5.609	38.470	6.896
Prestiti	9.656	-2.299	10.703	915	337	1.874	-2.186	-5.833
Crediti commerciali	5.683	6.818	153	-3.489	2.201	1.237	792	....
Italiani	-33.461	-10.452	-9.278	-7.908	-5.823	-24.524	-18.805	-14.961
Investimenti	-21.202	-5.961	-4.456	-7.979	-2.806	-18.985	-12.089	-11.304
di cui: <i>di portafoglio</i> ...	-11.865	-4.918	-682	-6.329	64	-16.759	-10.870	-9.057
Prestiti	-4.444	30	-1.499	-2.618	-357	-3.726	-3.535	-3.657
Crediti commerciali	-7.815	-4.521	-3.323	2.689	-2.660	-1.813	-3.181	....
Capitali bancari	-58.102	4.928	-10.389	-19.564	-33.077	19.461	-14.932	-6.672
In lire	-19.384	5.537	-3.746	-5.053	-16.122	8.021	-5.911	-6.139
In valuta	-38.718	-609	-6.643	-14.511	-16.955	11.440	-9.021	-533
Totale ...	-6.888	-4.398	10.100	-9.909	-2.681	3.614	5.651	-18.749

(1) Dati provvisori.

L'evoluzione dei movimenti di capitale e il cambio della lira nel corso dell'anno

Le partite correnti, positive da oltre tre anni, hanno concorso con le transazioni finanziarie ad assicurare, per la maggior parte del 1996, un eccesso di domanda della nostra valuta; il tasso di cambio effettivo nominale della lira si è così apprezzato, tra la fine di dicembre 1995 e la metà di ottobre, del 9,3 per cento. L'apprezzamento della nostra valuta non è stato tuttavia uniforme; si è associato con andamenti diversi dei movimenti di capitale con l'estero (cfr. figura).

**Cambio della lira
e voci rilevanti dei movimenti di capitale non bancari**
(indice del cambio effettivo nominale della lira, 1994=100;
saldi mensili in miliardi di lire)



Nel primo trimestre gli operatori residenti hanno effettuato investimenti netti di portafoglio all'estero per oltre 16.500 miliardi, mentre gli acquisti netti di titoli italiani da parte dei non residenti sono stati pari a poco più di 5.500 miliardi. La domanda di valuta generata dagli investimenti di portafoglio italiani è stata tuttavia bilanciata da un'offerta di valuta ancora maggiore, connessa in primo luogo con l'avanzo delle partite correnti. La scelta degli investitori esteri di non coprirsi dal rischio di cambio facendosi finanziare dalle banche italiane, come avevano generalmente fatto nel passato, ha inoltre incrementato la domanda di lire per un importo pari a quello degli acquisti di titoli italiani. Le banche hanno infine generato afflussi netti di capitali denominati in valuta per 11.400 miliardi, li hanno convertiti in lire, coprendosi contemporaneamente dal rischio di cambio con operazioni a termine, e li hanno poi utilizzati, presumibilmente, per acquistare titoli nazionali. La lira ha risentito positivamente di questi andamenti e, pur con qualche oscillazione nella seconda metà del trimestre, alla fine di marzo risultava apprezzata del 3,5 per cento rispetto alla media di dicembre dello scorso anno.

In aprile il quadro dei movimenti di capitale è mutato: a fronte di investimenti netti di portafoglio all'estero degli operatori residenti per poco più di 2.000 miliardi e di un incremento delle attività nette in valuta della Banca centrale per

8.000 miliardi, gli investitori esteri hanno effettuato acquisti netti di titoli italiani per oltre 33.000 miliardi, l'importo più elevato mai registrato in un singolo mese. Poco più della metà degli investimenti di portafoglio dei non residenti è stata finanziata dal sistema bancario italiano: le attività sull'estero in lire degli operatori creditizi sono cresciute di 20.400 miliardi, 11.600 dei quali per accensioni nette di "pronti contro termine". La domanda di lire generata da queste transazioni ha avuto un effetto positivo sul tasso di cambio effettivo nominale della nostra valuta, che nel mese si è apprezzato del 2,9 per cento.

Ai forti afflussi per investimenti di portafoglio dell'estero può aver concorso l'attenuarsi delle incertezze sull'evoluzione della situazione politica italiana in seguito alla consultazione elettorale del 21 aprile. Ciò avrebbe indotto gli operatori internazionali a concentrare in aprile quegli investimenti che nei primi mesi dell'anno erano stati rinviati, nonostante che i mercati segnalassero già allora la possibilità di realizzare guadagni in conto capitale in seguito all'attesa riduzione dei tassi di interesse: nella media dei primi quattro mesi del 1996 gli investimenti di portafoglio dell'estero sono ammontati a 9.700 miliardi al mese, livello di poco superiore rispetto a quello medio registrato negli ultimi tre trimestri del 1995.

In maggio e in giugno gli operatori italiani hanno effettuato ingenti investimenti di portafoglio all'estero, generando deflussi netti per oltre 8.500 miliardi, ai quali si sono aggiunte acquisizioni nette di attività in valuta da parte della Banca centrale per 16.000 miliardi. Nello stesso periodo, nonostante che permanessero aspettative di una riduzione dei tassi di interesse, gli operatori esteri hanno effettuato investimenti netti di portafoglio in Italia soltanto per 5.100 miliardi. Le attese di maggiore stabilità del cambio della lira hanno tuttavia indotto una parte degli operatori internazionali a ridurre le operazioni di copertura dal rischio di cambio sugli investimenti in lire: in maggio e in giugno le estinzioni nette di "pronti contro termine" attivi su titoli di Stato dei non residenti con banche italiane sono ammontate a quasi 4.000 miliardi. Il cambio della lira si è apprezzato dell'1,7 per cento tra la fine di aprile e la fine di giugno.

Nel terzo trimestre l'apprezzamento della nostra valuta ha subito un rallentamento. In luglio, la ripresa del marco si è associata con investimenti netti di portafoglio all'estero per quasi 9.600 miliardi, solo in parte bilanciati dagli investimenti netti dell'estero, pari a 3.800 miliardi; il cambio effettivo nominale della lira ha registrato una caduta dell'1,8 per cento rispetto al 30 giugno. Dall'inizio di agosto la lira è tornata progressivamente ad apprezzarsi, raggiungendo a metà ottobre i livelli massimi dell'anno (2,8 per cento rispetto alla fine di luglio).

Tav. 9

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

VOCI	1995			1996
	Anno	I semestre	II semestre	I semestre
Titoli di Stato	50.137	9.225	40.912	33.464
BOT	4.982	-313	5.295	3.881
BTP	12.394	-5.561	17.955	18.142
CTE	-1.802	-696	-1.106	-631
CCT	20.293	10.658	9.635	3.861
CTO	-3.047	-6.081	3.034	-958
Republic of Italy (1)	16.244	9.823	6.421	4.714
Altri	1.073	1.395	-322	4.455
Quote di fondi comuni italiani	27	2	25	-51
Obbligazioni quotate	-823	-476	-347	275
Azioni quotate	8.518	645	7.873	5.620
Altri titoli	140	-41	181	51
Depositi	-12	-8	-4	31
Strumenti derivati ..	1.768	787	981	603
Altri strumenti finanziari	1.629	640	989	1.860
Importi non ripartiti (2)	106	1.663	-1.557	2.226
Totale ...	61.490	12.437	49.053	44.079

(1) Acquisti e vendite da parte di non residenti. - (2) Investimenti finanziari di cui non è specificata la natura, ivi compresi quelli realizzati attraverso banche italiane e inferiori a 20 milioni di lire.

Alla fine di agosto le consistenze di titoli italiani detenuti dagli investitori esteri risultavano pari a 424.900 miliardi (tav. 10). I soli titoli di Stato detenuti dall'estero ammontavano a oltre 321.000 miliardi (di cui il 33,9 per cento denominati in valuta), meno del 20 per cento del totale di quelli in circolazione.

Tra gennaio e agosto gli investitori italiani, in particolare le imprese finanziarie, le famiglie e le

imprese pubbliche, hanno effettuato investimenti di portafoglio all'estero per oltre 36.500 miliardi, quasi il triplo rispetto all'intero 1995. I trasferimenti su depositi e conti correnti esteri hanno rappresentato quasi la metà del totale dei deflussi netti. Dopo la crisi valutaria del 1992 il processo di internazionalizzazione del portafoglio dei residenti non bancari era stato frenato dalla necessità di ridurre le passività nette in valuta verso il sistema bancario nazionale. La forte contrazione di queste ultime, più che dimezzatesi tra la fine del 1992 e quella del 1995 (da 126.700 a 52.600 miliardi), ha presumibilmente indotto gli investitori italiani ad accelerare il processo di diversificazione dei propri portafogli, mantenendo sostanzialmente invariate le passività in valuta verso le banche residenti.

La rivalutazione della lira rispetto alle principali valute e, in misura minore, l'andamento dei corsi azionari e obbligazionari all'estero avrebbero determinato dalla fine dello scorso anno aggiustamenti di cambio e di valutazione negativi sulle attività di portafoglio verso l'estero per quasi 19.500 miliardi. Secondo prime stime, alla fine di agosto le attività estere nel portafoglio degli operatori residenti sarebbero quindi ammontate a 308.200 miliardi.

I prestiti italiani all'estero, inclusi i finanziamenti pronti contro termine a non residenti degli operatori diversi dalle banche, hanno dato luogo, tra gennaio e agosto, a uscite nette di capitali per 10.900 miliardi. I prestiti esteri hanno generato deflussi netti per oltre 6.000 miliardi, in larga parte spiegati dalla conversione, in luglio, di finanziamenti in valuta a residenti da parte di filiali estere di banche italiane in prestiti da parte delle case madri, stimolata dall'abolizione del più favorevole trattamento fiscale riservato al primo tipo di operazioni (cosiddette di "credito passante").

I movimenti di capitale generati da scelte diverse da quelle di portafoglio, investimenti diretti e crediti commerciali, nei primi sei mesi dell'anno hanno dato luogo complessivamente a uscite nette per oltre 4.000 miliardi (2.600 miliardi nel primo semestre del 1995). Gli investimenti diretti italiani all'estero hanno generato, tra gennaio e agosto, deflussi netti per 5.700 miliardi, in lieve contrazione rispetto agli ultimi otto mesi del 1995; un andamento analogo hanno avuto gli investimenti diretti dell'estero. Secondo valutazioni

preliminari, alla fine di agosto le attività sull'estero per investimenti diretti sarebbero ammontate a oltre 168.000 miliardi, le corrispondenti passività nei confronti dei non residenti a 108.500 miliardi.

Nel primo semestre, il rallentamento nella crescita delle esportazioni di merci e quello, ancor più mar-

cato, delle importazioni hanno determinato, rispetto al corrispondente periodo dello scorso anno, un miglioramento del saldo netto dei crediti commerciali concessi dagli operatori residenti, negativo per meno di 5.000 miliardi, e un peggioramento di quello dei crediti concessi dai non residenti, positivo per poco meno di 2.000 miliardi.

Tav. 10

Posizione netta sull'estero dell'Italia
(miliardi di lire)

VOCI	Stocks al dicembre 1995 (1) (a)	Gennaio-agosto 1996			Stocks all'agosto 1996 (1) (e)=(a)+(d)
		Flussi (2) (b)	Aggiustamenti (3) (c)	Variazione dello stock (d)=(b)+(c)	
Capitali non bancari					
Attività	594.462	59.204	-26.770	32.434	626.896
Investimenti diretti	168.492	5.692	-5.934	-242	168.250
Investimenti di portafoglio	290.967	36.686	-19.497	17.189	308.156
Prestiti e crediti commerciali (4)	135.003	16.826	-1.339	15.487	150.490
Passività	661.901	51.097	-5.998	45.099	707.000
Investimenti diretti	103.561	4.090	869	4.959	108.520
Investimenti di portafoglio	374.653	50.975	-755	50.220	424.873
di cui: Titoli di Stato	291.708	31.370	-1.968	29.402	321.110
BOT	10.355	5.812	3	5.815	16.170
BTP	108.221	16.180	4.549	20.729	128.950
CTE	33.850	-646	-1.538	-2.184	31.666
Altri titoli di Stato	61.823	5.310	97	5.407	67.230
Republic of Italy	77.459	4.714	-5.079	-365	77.094
Prestiti e crediti commerciali (4)	183.687	-3.968	-6.112	-10.080	173.607
Posizione netta non bancari	-67.439	8.107	-20.772	-12.665	-80.104
Capitali bancari					
Attività	257.430	17.880	-7.799	10.081	267.511
Passività	365.965	15.737	-18.573	-2.836	363.129
Posizione netta banche	-108.535	2.143	10.774	12.917	-95.618
Posizione netta Banca centrale	91.476	21.309	-3.099	18.210	109.686
POSIZIONE NETTA TOTALE	-84.498	31.559	-13.097	18.462	-66.036

(1) Ai prezzi e ai cambi di fine periodo. - (2) Ai prezzi e ai cambi in essere alla data della transazione. Il segno (+) indica un aumento delle corrispondenti attività o passività. - (3) Calcolati sulla base della composizione per valuta e per strumento finanziario. - (4) I dati dei crediti commerciali di luglio e agosto sono stimati.

Tav. 11

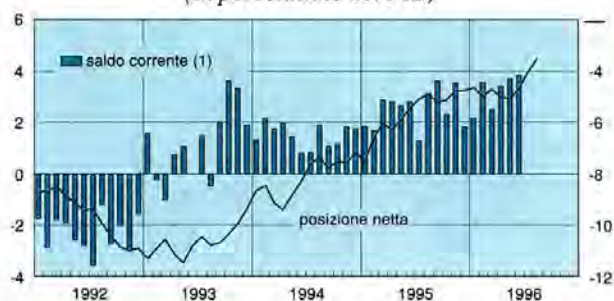
**Consistenze e variazioni della posizione sull'estero, della posizione sull'interno in valuta
e della posizione complessiva in valuta delle banche italiane (1)**
(miliardi di lire)

VOCI	1995	1996		
		I trimestre	II trimestre	Luglio-Agosto (2)
Consistenze (3)				
Posizione sull'estero	-108.535	-124.371	-104.419	-95.618
In lire	21.978	13.957	19.868	26.007
In valuta	-130.513	-138.328	-124.287	-121.625
Posizione sull'interno in valuta	52.613	51.670	46.524	47.172
Posizione complessiva in valuta (4)	-7.611	-3.867	215	2.050
Variazioni a cambi e quotazioni costanti (5)				
Posizione sull'estero	58.102	-19.461	14.932	6.672
In lire	19.384	-8.021	5.911	6.139
In valuta	38.718	-11.440	9.021	533
Posizione sull'interno in valuta	-33.454	685	-3.115	132
Posizione complessiva in valuta (6)	9.426	4.977	4.186	2.725

(1) Insieme le filiali italiane di banche estere. - (2) Dati provvisori. Le consistenze sono relative al mese di agosto. - (3) Ai cambi correnti. - (4) A pronti e a termine, inclusi i *domestic currency swaps*, gli impegni a due giorni e i mutui indicizzati al corso di valute estere. - (5) Il segno (-) indica un afflusso di capitali bancari. - (6) A pronti e a termine, inclusi i *domestic currency swaps* e gli impegni a due giorni.

Fig. 13

**Saldo della bilancia dei pagamenti di parte corrente
e posizione netta sull'estero del Paese**
(in percentuale del PIL)



Fonte: per il PIL, Istat; i dati del 1996 sono stimati.

(1) Dati destagionalizzati.

Tra gennaio e agosto le banche residenti hanno generato uscite nette di capitali per 2.100 miliardi (tav. 11). Nel corso del primo trimestre gli afflussi di capitali sono stati pari a 19.500 miliardi, 11.400 dei

quali denominati in valuta. Nei cinque mesi successivi le banche hanno interamente restituito questi capitali, generando deflussi per 21.600 miliardi. Misurate ai cambi di fine periodo, le passività nette sull'estero delle banche residenti sono diminuite di oltre 12.900 miliardi tra la fine dello scorso anno e il 31 agosto scorso, da 108.500 a 95.600 miliardi. Secondo prime stime la posizione complessiva in cambi a pronti e a termine delle banche residenti, inclusi i *domestic currency swaps* e i finanziamenti in lire indicizzati al corso di valute estere, è invece migliorata di quasi 10.000 miliardi; alla fine di agosto essa risultava complessivamente "lunga" in valuta, per un importo pari a 2.100 miliardi.

Alla fine di agosto il controvalore in lire delle riserve ufficiali era di 109.700 miliardi, 18.200 in più rispetto alla fine dello scorso anno. Al miglioramento della posizione netta sull'estero della Banca centrale è corrisposta una contrazione delle passività a breve termine in valuta con banche residenti, per operazioni

di finanziamento "pronti contro termine", pari a quasi 10.000 miliardi di lire (da 41.800 a 31.900 miliardi).

Nei primi sei mesi del 1996 il saldo imputabile agli errori e omissioni è stato negativo e pari a quasi 11.400 miliardi; come negli anni passati una parte di questo importo può ragionevolmente essere attribuito alla mancata dichiarazione da parte dei residenti di investimenti di portafoglio all'estero.

Secondo prime stime, alla fine di agosto il debito netto verso l'estero del Paese sarebbe stato inferiore di oltre 18.000 miliardi rispetto al 31 dicembre dello scorso anno, con una discesa da 84.500 a 66.000 miliardi (dal 4,7 al 3,5 per cento del PIL; fig. 13). La po-

sizione netta sull'estero dei residenti diversi dalle banche sarebbe stata negativa per 80.000 miliardi di lire, quella delle banche per 95.600 miliardi, rispettivamente 12.700 in più e 12.900 in meno rispetto alla fine del 1995. Attribuendo convenzionalmente ai residenti non bancari le passività sull'estero delle banche che si traducono in attività nette sull'interno in valuta (o in lire, ma indicizzati al corso di valute estere), il peggioramento della posizione netta sull'estero dei residenti non bancari risulterebbe pari a 3.500 miliardi di lire, da 142.700 a 146.100 miliardi; le banche avrebbero invece diminuito le loro attività nette sull'estero di 6.200 miliardi, da 8.500 a 2.300 miliardi.

L'andamento dei prezzi

L'inflazione dei prezzi al consumo

La tendenza al calo dell'inflazione avviatasi nell'estate del 1995 si è consolidata. Nonostante il potenziale inflazionistico che, con la repentina svalutazione del cambio, si era accumulato nei primi mesi di quell'anno, l'inasprimento della politica monetaria, unito alla tenuta della politica dei redditi, aveva ricondotto l'inflazione al consumo, sul finire del 1995, attorno ai livelli della fine del 1994. Successivamente, il permanere di un orientamento di restrizione monetaria in un contesto di ristagno congiunturale ha consentito un proseguimento della decelerazione dei prezzi di produzione, una flessione significativa delle aspettative di inflazione e, quindi, un nuovo deciso rallentamento della crescita dei prezzi al consumo.

Fig. 14



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Calcolate sull'indice con base 1992, posto pari a 100 nella media del 1995; sull'indice con base 1995 dal gennaio 1996. - (2) In ragione annua, destagionalizzate operando su un indice "modificato" per tener conto della gradualità nel processo di traslazione delle imposte indirette (cfr. il riquadro *Le variazioni stagionali dell'indice del costo della vita* in *Bollettino Economico*, n. 26, 1996). Per confrontare le variazioni mensili dell'indice con base 1992 con quelle dell'indice con base 1995 si è stimato un raccordo fra le due serie sulla base della variazione mensile grezza tra gennaio e dicembre delle sole voci comuni ai due panieri, aggregate secondo la nuova struttura di ponderazione. Dato provvisorio per ottobre 1996. - (3) Medie mobili dei tre mesi terminanti nel periodo indicato.

La variazione mensile dell'indice del costo della vita, al netto dei fattori stagionali ed espressa in ragione annua, è scesa nella media del primo trimestre del 1996 al 4 per cento, con una flessione di oltre mezzo punto rispetto all'ultimo trimestre del 1995. In primavera il processo di riduzione dell'inflazione si è interrotto, risentendo anche di fattori straordinari, in

particolare delle tensioni sui mercati delle carni e dei rincari dei prodotti petroliferi (fig. 14). Il calo dell'inflazione è ripreso nei mesi successivi, pur con irregolarità nei prezzi di alcune voci. Al netto di queste irregolarità e degli effetti stagionali, nella media dei tre mesi terminanti in ottobre il tasso di crescita mensile del costo della vita si è collocato al di sotto del 3 per cento in ragione annua. A distanza di dodici mesi la crescita del costo della vita, ancora al 5,8 per cento nello scorso dicembre, è scesa in ottobre, sulla base dei dati preliminari, al 3,0 per cento, il livello minimo dal 1969.

Si è così ridotto il divario rispetto ai paesi della UE, dagli oltre 3 punti nella seconda metà del 1995 a meno di 1,5 nei mesi recenti (fig. 15). Lievemente inferiore è il divario che si ottiene sulla base degli indici, provvisori, costruiti nell'ambito dell'armonizzazione statistica in atto all'interno dell'Unione.

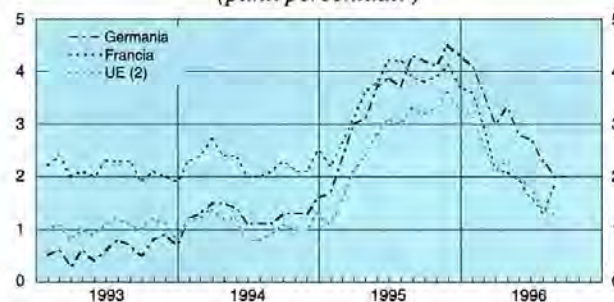
Anche se i confronti con il 1995 devono essere valutati con cautela, a causa delle modifiche introdotte al principio di quest'anno con il cambiamento di base, il calo dell'inflazione appare esteso a tutte le principali componenti dell'indice (tav. 12).

Di particolare rilievo è stata la decelerazione dei prezzi dei beni e servizi soggetti a controllo pubblico

Fig. 15

Differenziali dell'inflazione dei prezzi al consumo (1)

(punti percentuali)



Fonte: statistiche nazionali, OCSE e Istat.

(1) Differenza fra i tassi di crescita, sui dodici mesi, dell'indice del costo della vita al lordo delle variazioni delle imposte indirette in Italia e dell'indice dei prezzi al consumo nei paesi indicati. - (2) Italia esclusa.

Tav. 12

Indici del costo della vita (1)
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

COMPONENTI	Pesi percentuali (base 1995)	1993	1994	1995					1996 (2)		
		Anno	Anno	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Anno	I trim.	II trim.	III trim.
Indice generale	100	4,2	3,9	4,4	5,5	5,7	5,9	5,4	5,0	4,2	3,5
Beni alimentari	19,7	2,1	3,4	4,9	6,4	6,3	5,8	5,8	4,9	4,9	4,3
di cui: non trasformati	8,5	-0,7	2,1	3,3	4,5	4,7	4,5	4,2	4,0	5,0	4,8
Beni energetici	3,7	5,8	4,6	4,2	10,4	8,2	9,5	8,1	7,5	2,6	3,4
Beni non alimentari e non energetici	35,6	4,3	3,8	4,0	4,8	5,5	5,8	5,0	5,2	4,4	3,4
Servizi	25,2	5,6	3,9	4,6	5,3	5,2	5,2	5,1	4,3	3,9	3,5
Totale beni e servizi a prezzo libero	84,2	4,2	3,8	4,4	5,6	5,8	5,8	5,4	5,0	4,3	3,7
Beni a prezzo soggetto a controllo pubblico (3)	2,6	6,1	0,8	-4,6	-6,6	-5,8	-4,5	-5,4	2,0	3,0	0,4
Tariffe	9,8	2,4	3,7	3,9	6,0	6,5	7,0	5,9	5,0	3,0	0,1
Affitti	3,4	8,1	8,3	7,0	7,5	7,7	7,9	7,5	7,8	9,3	10,1
Totale beni e servizi a prezzo soggetto a controllo pubblico	15,8	4,5	4,8	3,9	5,1	5,5	6,0	5,1	5,4	4,4	2,3

Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Al netto dei tabacchi. - (2) Il confronto è con il vecchio indice posto pari a 100 nella media del 1995. - (3) Non include acqua potabile, energia elettrica e gas di erogazione, considerati nelle tariffe.

(dal 5,7 per cento di gennaio al 2,5 di settembre, sui dodici mesi). Tale aggregato ha riflesso il blocco delle tariffe pubbliche nel primo semestre e il ribasso di quelle elettriche deciso in luglio: il tasso di crescita sui dodici mesi delle tariffe pubbliche è sceso rapidamente nel corso dell'anno, dal 6,0 per cento di gennaio allo 0,5 di settembre. Tra i beni e servizi soggetti a controllo pubblico del prezzo, l'unica voce in controtendenza è stata quella degli affitti, che hanno continuato a crescere a un tasso elevato (10,1 per cento in settembre).

Anche i prezzi liberi hanno rallentato la propria crescita in misura significativa, seppure inferiore a

quella dei prezzi soggetti a controllo pubblico. Il rincaro sui dodici mesi degli alimentari, escludendo i prezzi dei prodotti freschi più soggetti a erraticità (per i quali si è registrato in particolare un marcato rialzo nei mesi di aprile e maggio a causa del forte aumento della domanda di carni non bovine in seguito al fenomeno della sindrome da encefalopatia spongiforme bovina), risultava in settembre del 4,3 per cento, contro il 6,3 di gennaio.

La dinamica dei prezzi al consumo dei beni non alimentari e non energetici sembra mostrare un ritardo di alcuni mesi nel seguire quella del corrispondente aggregato dei prezzi alla produzione (fig. 16). La

variazione mensile dei prezzi al consumo per questa categoria di beni, al netto dei fattori stagionali ed espressa in ragione annua, è scesa nella media del terzo trimestre al 3,0 per cento, con un calo di circa 2 punti rispetto a quanto registrato alla fine dello scorso anno.

Più contenuta è stata la decelerazione nei prezzi dei servizi, il cui tasso di crescita sul periodo corrispondente è sceso dai valori superiori al 5 per cento registrati lo scorso anno (4,3 in gennaio) al 3,5 in settembre. I prodotti energetici, infine, hanno mostrato notevoli oscillazioni, a causa delle repentine variazioni del prezzo del petrolio sui mercati internazionali.

Per le voci che compongono il paniere del costo della vita non si è registrata nel 1996 alcuna variazione significativa delle imposte indirette. Il rincaro dei prodotti energetici dall'inizio dell'anno dovrebbe tuttavia determinare una diminuzione dell'aliquota implicita relativa alle imposte determinate in cifra fissa, che tra le voci incluse nel paniere gravano principalmente su questi prodotti.

Fig. 16



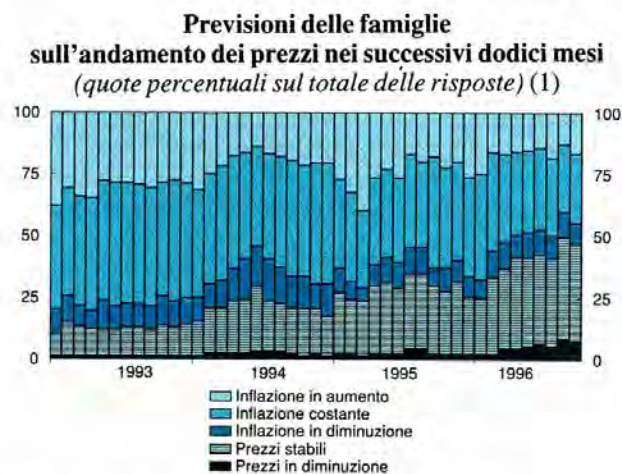
Fonte: elaborazioni su dati Istat.
(1) Variazioni percentuali sul periodo precedente, in ragione annua, destagionalizzate; medie mobili dei tre mesi terminanti nel periodo indicato.

Le aspettative sui prezzi al consumo

Tutti gli indicatori disponibili sulle aspettative d'inflazione hanno registrato un deciso miglioramen-

to nel corso dell'anno (cfr. il riquadro: *L'evoluzione delle aspettative d'inflazione nell'ultimo biennio*). Il sondaggio dell'Isco presso le famiglie (fig. 17) fino all'inizio dell'anno segnalava ancora un certo pessimismo; da febbraio, il numero di famiglie che si attendevano un'accelerazione dell'inflazione nei successivi dodici mesi è rapidamente calato, fino a raggiungere all'inizio dell'estate i minimi toccati due anni prima, mentre aumentava notevolmente il numero di quelle con attese di prezzi stabili o addirittura in diminuzione, che è ora pari a circa il 40 per cento delle famiglie rispetto al 13 registrato nella media del 1993. I risultati dei sondaggi condotti da luglio sembrerebbero tuttavia segnalare un possibile arresto del miglioramento delle aspettative.

Fig. 17



Fonte: elaborazioni su dati Isco.
(1) Dal gennaio 1995 sono cambiate alcune modalità dell'indagine.

I risultati dell'inchiesta Forum-Mondo Economico (fig. 18) svolta ogni tre mesi presso gli operatori economici, dopo i giudizi ancora cauti sulle prospettive dell'inflazione che avevano registrato nel sondaggio di dicembre 1995, a partire da quello dello scorso marzo segnalavano un miglioramento delle aspettative per l'anno in corso, confermato dalle due successive inchieste.

Anche la curva dei rendimenti a termine ha segnalato, in settembre, il miglioramento del clima delle aspettative (cfr. il capitolo: *La politica monetaria, gli intermediari e i mercati finanziari*).

L'evoluzione delle aspettative d'inflazione nell'ultimo biennio

Dalla primavera di quest'anno ha avuto luogo un deciso miglioramento delle aspettative d'inflazione. Esso è avvenuto con ritardo rispetto alle tendenze effettive dei prezzi e all'enunciazione degli obiettivi da parte delle autorità di politica economica. Oltre che dai principali sondaggi congiunturali relativi a un orizzonte temporale a breve termine (discussi nel testo), ciò risulta dalle attese di medio e di lungo periodo. Queste ultime sono particolarmente significative per il rilievo che assumono nell'orientare le politiche di prezzo delle imprese e le rivendicazioni salariali e perché riflettono il grado di fiducia riposto dagli operatori negli obiettivi enunciati dalle autorità di politica economica.

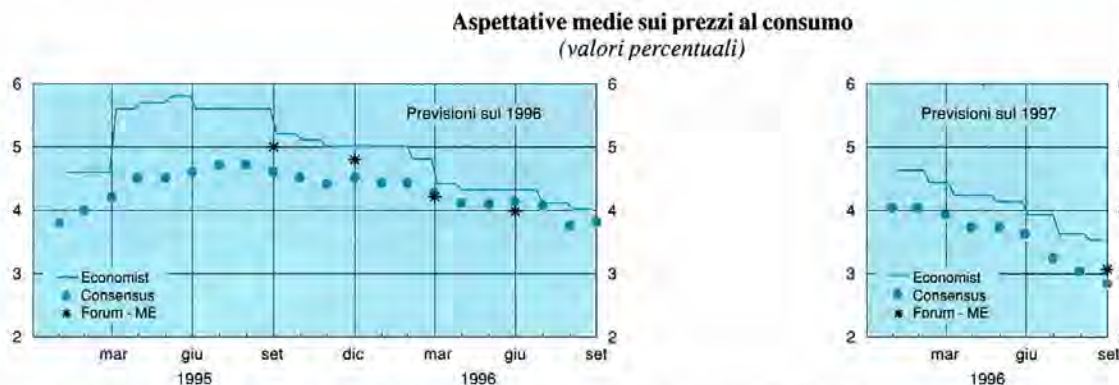
Nella figura 1 sono riportate le aspettative d'inflazione per la media del 1996 e del 1997, rilevate a partire, rispettivamente, dall'inizio del 1995 e del 1996. Si tratta del sondaggio trimestrale Forum-ME condotto su un campione di operatori e osservatori economici; delle valutazioni espresse da varie istituzioni finanziarie internazionali e riportate dall'Economist; di quelle, in parte coincidenti, ma comprensive anche delle valutazioni di centri previsivi e grandi imprese italiane, raggruppate mensilmente nel Consensus-Forecast.

La figura mostra che nella prima metà del 1995, in concomitanza con il forte deprezzamento del cambio e con il diffondersi dei timori di avvio di una rincorsa fra prezzi, salari e cambio, le aspettative d'inflazione relative alla media del 1996 sono state progressivamente riviste verso l'alto. Successivamente, gli operatori hanno tardato a far proprio il convincimento che, nel contesto della

nuova, forte restrizione monetaria appena attuata fosse possibile conseguire un tasso d'inflazione entro il 4 per cento nella media del 1996, come era stato enunciato dal Governatore della Banca d'Italia nelle Considerazioni finali del maggio 1995. Solo sul finire dell'estate, dopo che era effettivamente iniziata la riduzione del tasso di inflazione al consumo, si è registrato un ridimensionamento. Ciò nonostante, le aspettative di inflazione per la media del 1996 si collocavano, nel settembre 1995, ancora intorno al 5 per cento; in dicembre erano di pochi decimi di punto più basse. Solo nella primavera di quest'anno le attese si stabilizzavano su valori prossimi al 4 per cento.

Ancora superiori al 4 per cento erano anche, all'inizio di quest'anno, le aspettative sull'inflazione media per il 1997. Le valutazioni raccolte dall'Economist e nel Consensus-Forecast evidenziano in questo caso un più breve ritardo nel recepire la determinazione delle autorità di politica economica di proseguire nella disinflazione. Nello scorso settembre il sondaggio Forum-ME segnalava attese di un'inflazione media per il 1997 attorno al 3 per cento, prossima all'obiettivo espresso dal Governatore della Banca d'Italia nelle ultime Considerazioni finali. Nella figura 2 si riporta l'evoluzione di alcune misure di dispersione delle aspettative tra i vari soggetti che contribuiscono al Consensus-Forecast mensile e al sondaggio Forum-ME trimestrale. La dispersione delle aspettative con riferimento al 1996 appare declinare gradualmente, man mano che le informazioni disponibili si arricchiscono. Quella riferita al 1997 rimane però ancora elevata, segnalando il permanere di incertezze.

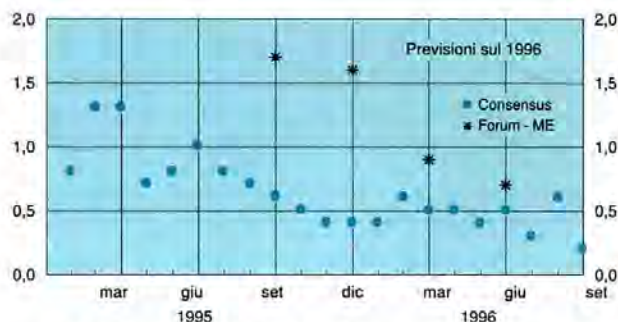
Fig. 1



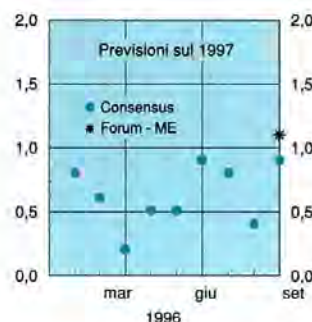
(1) Media semplice per Consensus Forecasts, media ponderata - attribuendo un peso inferiore a uno alle risposte estreme - per Forum-ME.

Fig. 2

Dispersione delle aspettative medie sui prezzi al consumo (1) (valori percentuali)



(1) Range tra primo e ultimo decile della distribuzione delle aspettative.



Le informazioni sulle aspettative sinora commentate, riferite a un intervallo temporale fisso e ravvicinato, possono essere utilmente integrate con quelle, su di un orizzonte di più lungo termine, desumibili dai mercati finanziari. Nell'ipotesi che l'attesa del tasso reale sugli orizzonti più distanti non risenta di fattori congiunturali e si mantenga attorno a un livello storico "di equilibrio", le variazioni dei tassi a termine su questi orizzonti rispecchiano soprattutto i mutamenti delle aspettative sulle tendenze di fondo dell'inflazione e dei relativi premi per il rischio. Indicazioni ulteriori su queste stesse componenti possono essere desunte dal differenziale d'interesse con l'estero calcolato sui tassi a termine relativi agli orizzonti più lontani, ipotizzando che le attese sui tassi reali relative a questi orizzonti non differiscano a livello internazionale.

Nella figura 3 sono riportati i tassi a termine con scadenza a un anno relativi all'orizzonte compreso fra 9 e 10 anni, impliciti nei tassi degli swaps d'interesse dell'euromercato in lire e in marchi. Nei primi mesi del 1995 il tasso in lire subiva un rialzo di circa un punto percentuale dai livelli pure elevati di fine 1994, toccando in marzo un picco superiore al 12 per cento; il differenziale con il corrispondente rendimento tedesco saliva a oltre 4 punti percentuali. Con l'inasprimento delle condizioni monetarie nel febbraio e nel maggio del 1995 - che seguiva quello dell'agosto dell'anno precedente - e con il dissiparsi dei fattori di tensione internazionali, le aspettative a lungo

termine tendevano a stabilizzarsi, prima, e a ridursi, poi. La flessione si rivelava peraltro molto graduale, così come quella delle attese sull'orizzonte più ravvicinato espresse dai sondaggi d'opinione; subiva un'accelerazione solo dalla primavera del 1996, proseguendo la propria discesa anche dopo la riduzione dei tassi ufficiali in luglio. In ottobre, il tasso a termine si portava a un livello del 9 per cento, inferiore di oltre 3 punti percentuali al picco del marzo dell'anno prima. Parallelamente, il differenziale rispetto al corrispondente tasso tedesco discendeva a poco più di un punto percentuale, evidenziando il permanere di una divergenza nelle aspettative d'inflazione di lungo periodo e nei relativi premi per il rischio.

Fig. 3

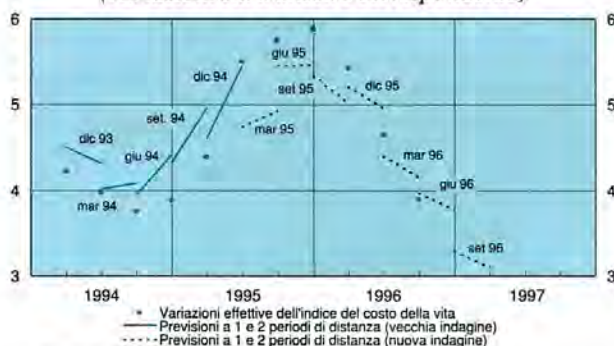
Tassi a termine in Italia e in Germania (1) (valori percentuali)



(1) Tassi a termine con scadenza a un anno relativi all'orizzonte compreso fra 9 e 10 anni, calcolati sulla base dei tassi degli swaps d'interesse dell'euromercato. Medie mensili di dati giornalieri; il dato dell'ottobre 1996 si riferisce alla media delle prime due decadi.

Fig. 18

**Aspettative Forum-ME degli operatori:
prezzi al consumo (1)**
(variazioni sul trimestre corrispondente)



Fonte: elaborazioni su dati Istat e Forum-ME.

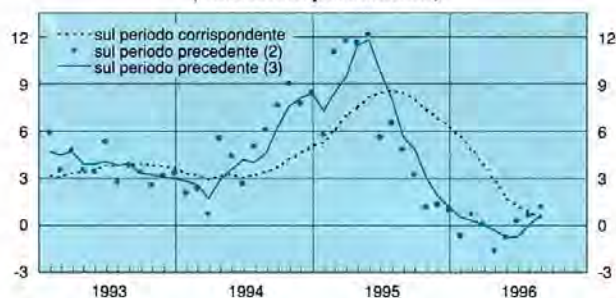
(1) Da marzo 1995 sono cambiate le modalità dell'indagine.

I prezzi alla produzione e le loro principali determinanti

La decelerazione dei prezzi dell'*output* manifatturiero sul mercato interno, iniziata già nella seconda metà del 1995, è proseguita nella prima metà di quest'anno. La variazione mensile destagionalizzata, espressa in ragione annua, aveva raggiunto valori prossimi al 10 per cento in corrispondenza del picco del secondo trimestre del 1995; è scesa sull'1 per cento nella parte finale dell'anno; infine, dopo aver registrato valori negativi in alcuni mesi, si è collocata su livelli inferiori all'1 per cento nel periodo giugno-agosto (fig. 19).

Fig. 19

**Prezzi dell'*output* manifatturiero
sul mercato interno (1)**
(variazioni percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Indicatore Banca d'Italia al netto delle transazioni intrasettoriali. Rispetto all'aggregato della trasformazione industriale sono esclusi i mezzi di trasporto diversi dagli autoveicoli. - (2) In ragione annua, destagionalizzate. - (3) In ragione annua, destagionalizzate, medie mobili dei tre mesi terminati nel mese indicato.

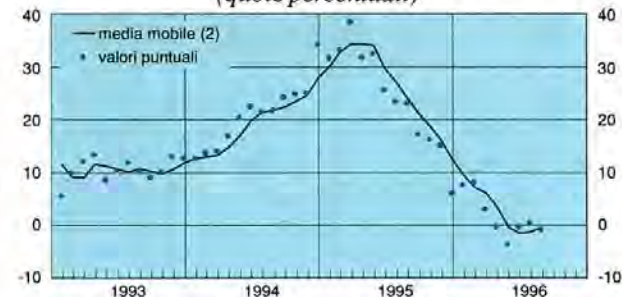
Il rallentamento dei prezzi si è esteso a quasi tutti i principali prodotti; esso è stato più intenso ed è iniziato prima per quelli con un maggiore contenuto di materie prime. Tra l'ultimo trimestre del 1995 e il secondo dell'anno in corso il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prezzi dei beni intermedi e di investimento è sceso dall'8,6 al 2,5 per cento. Più contenuta è stata la decelerazione dei prezzi degli alimentari (dal 6,2 al 2,1 per cento) e di quelli degli altri beni di consumo (dal 5,3 al 2,2 per cento). In controtendenza sono risultati invece i prezzi degli autoveicoli, cresciuti del 5,7 per cento nel secondo trimestre, contro il 5,3 dell'ultimo del 1995 (tav. 13).

Il divario rispetto alla Francia e alla Germania, che nella media del 1995 era risultato rispettivamente pari a 4,4 e 5,1 punti percentuali, si è ridotto in giugno a circa 1 punto.

Le previsioni di revisione di prezzo rilevate dal sondaggio mensile dell'Isco condotto presso le imprese manifatturiere segnalano la possibilità di una relativa stabilizzazione del livello dei prezzi nei prossimi mesi (fig. 20). Le informazioni raccolte dal sondaggio congiunturale condotto in settembre dalla Banca d'Italia registrano per il prossimo anno attese di una crescita dei prezzi alla produzione comunque attorno all'1 per cento (cfr. il riquadro: *Stato della congiuntura: indicazioni da un'indagine su un campione di imprese manifatturiere*).

Fig. 20

**Intenzioni di aumento dei prezzi alla produzione
secondo i sondaggi dell'Isco presso le imprese (1)**
(quote percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Isco.

(1) Saldo fra la quota percentuale delle risposte positive ("aumento") e quella delle risposte negative ("diminuzione"). Dati mensili destagionalizzati. - (2) Medie mobili dei tre mesi terminati nel mese indicato.

La riduzione dell'inflazione alla produzione ha fatto seguito al recupero del cambio, che ha vincolato le politiche di prezzo dei produttori nazionali, in un

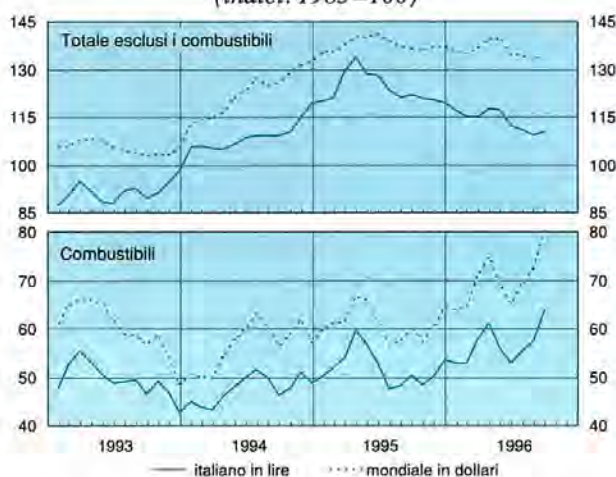
quadro di domanda interna debole. Questo miglioramento si è aggiunto agli effetti del calo dei corsi in dollari delle materie prime (esclusi i combustibili) sui costi degli *inputs* importati.

L'indice complessivo, in dollari, delle materie di base elaborato dalla Confindustria ha registrato, nel primo semestre dell'anno, una crescita del 2,3 per cento sullo stesso periodo dell'anno scorso (contro il 17,7 e il 4,1 per cento, rispettivamente, dei due semestri del 1995; fig. 21). Per le materie non alimentari i prezzi sono diminuiti, nel primo semestre dell'anno, dell'8,5 per cento rispetto allo stesso periodo del 1995. Per contro, il prezzo medio del petrolio ha raggiunto in ottobre, in particolare in seguito alle tensioni politico-militari nell'area del Golfo Persico e al basso livello delle scorte, il valore più alto dell'anno (circa 24 dollari per barile), superando di oltre il 30 per cento la quotazione di gennaio e smentendo le attese espresse dal mercato in primavera, quando le quotazioni dei contratti a termine scontavano un calo dei prezzi *spot* nel corso dell'estate. Nel periodo più

recente, tuttavia, le quotazioni a termine sono tornate a segnalare aspettative di ribasso a partire dall'inizio del 1997.

Fig. 21

**Prezzi delle materie prime
aventi mercato internazionale
(indici: 1985=100)**



Fonte: Confindustria.

Tav. 13

**Prezzi alla produzione e all'importazione dei manufatti (1)
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)**

COMPONENTI	1993	1994	1995					1996	
	Anno	Anno	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Anno	I trim.	II trim.
Materie di base (2)									
Di produzione nazionale	3,1	5,0	11,2	14,3	14,2	8,3	12,0	3,1	-2,3
Importate	17,1	6,9	11,0	16,5	18,0	15,3	15,2	7,4	-1,3
Beni intermedi e di investimento (3)									
Di produzione nazionale	2,9	3,1	6,5	9,4	10,3	8,6	8,7	6,0	2,5
Importati	13,9	4,3	5,9	9,2	13,3	12,8	10,3	9,4	2,6
Autoveicoli									
Di produzione nazionale	5,1	6,0	5,7	5,0	5,1	5,3	5,3	5,2	5,7
Importati	5,2	-1,3	6,5	10,7	10,2	6,8	8,5	4,3	0,7
Alimentari									
Di produzione nazionale	5,8	3,3	4,8	6,7	6,8	6,2	6,1	5,1	2,1
Importati	10,2	4,6	9,8	13,4	8,5	6,1	9,4	-1,2	-4,6
Altri beni di consumo (4)									
Di produzione nazionale	2,4	3,3	4,8	5,7	5,7	5,3	5,4	3,7	2,2
Importati	7,0	0,9	6,0	14,0	13,0	10,5	10,8	5,1	-2,8
Totale manufatti									
Di produzione nazionale	3,6	3,6	6,1	8,0	8,3	6,8	7,3	4,7	1,9
Importati	11,9	3,8	8,2	12,5	14,3	12,9	12,0	6,8	-0,2

Fonte: elaborazioni su dati Istat, OCSE e FMI.

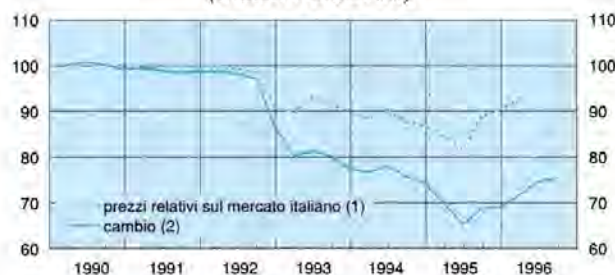
(1) Indicatori Banca d'Italia al netto delle transazioni intrasettoriali per i prezzi dell'*output* venduto sul mercato interno; valori medi unitari per i beni importati; dati parzialmente stimati.
 - (2) Minerali, metalli e prodotti chimici. - (3) Prodotti in metallo, macchine agricole e industriali, macchine per ufficio e per l'elaborazione dei dati, materiale elettrico, prodotti in gomma, carta. - (4) Prodotti tessili, calzature, mobili, altri prodotti.

Il notevole recupero del cambio effettivo nominale della lira dalla metà del 1995 è all'origine della decelerazione dei valori medi unitari in lire delle importazioni di tutte le categorie di prodotti manifatturieri (tav. 13). Il calo era già evidente alla fine dello scorso anno: per il totale dei manufatti importati la crescita sui dodici mesi dei prezzi nell'ultimo trimestre del 1995 era stata del 12,9 per cento, quasi un punto e mezzo meno che nel trimestre precedente. Dall'inizio del 1996 la decelerazione si è fortemente accentuata: la variazione sui dodici mesi dei prezzi è scesa dal 10,4 per cento di gennaio fino a valori lievemente negativi in aprile e maggio. In questi due mesi il differenziale rispetto ai prezzi interni alla produzione, che era pari a 4,7 punti percentuali nella media del 1995, è risultato negativo (-2,9 e -1,8 punti, rispettivamente).

Il rallentamento dei prezzi in lire all'importazione è stato comunque meno pronunciato dell'apprezzamento del cambio effettivo nominale. I produttori esteri si sarebbero quindi avvalsi dell'apprezzamento della lira per recuperare margini di profitto, che sembrerebbero ritornati sui livelli precedenti il deprezzamento del cambio del biennio 1994-9 (fig. 22).

Fig. 22

Politiche di prezzo dei produttori esteri di manufatti
(indici: 1990=100)



Fonte: elaborazioni su dati Istat, OCSE, ENI e FMI.

(1) Rapporto tra i valori medi unitari in lire delle importazioni in Italia e quelli delle esportazioni totali dei 14 principali partner commerciali dell'Italia, espresse in lire al cambio corrente. — (2) Tasso di cambio effettivo nominale della lira all'importazione. Un aumento indica apprezzamento.

Per le imprese italiane, nel primo semestre dell'anno si è registrata una riduzione dei profitti nel settore manifatturiero rispetto al livello particolarmente elevato della seconda metà del 1995. Nelle stime della contabilità nazionale trimestrale, la loro quota sul valore aggiunto è scesa di circa 1 punto, un

valore congruente con quanto desumibile dagli indicatori relativi ai prezzi dell'*output* industriale sul mercato interno e ai costi unitari variabili complessivi. A questa inversione di tendenza hanno concorso la perdita relativa di competitività dei prodotti nazionali sul mercato interno derivante dal miglioramento del cambio e la persistente debolezza della domanda interna.

La flessione dei margini è essenzialmente dovuta al mercato interno. Nonostante il rallentamento della domanda sui principali mercati esteri di sbocco e la riduzione graduale dei vincoli sulla capacità produttiva, gli esportatori italiani non sembrano aver compensato la rivalutazione del cambio con una compressione dei prezzi in lire. I prezzi in valuta dei manufatti esportati sono così stimati in aumento, tra il maggio del 1995 e lo scorso maggio, di circa il 19,1 per cento. Ciò ha determinato una forte perdita di competitività delle merci italiane (misurata con i prezzi all'esportazione), con un deterioramento delle quote sui mercati esteri (cfr. il capitolo: *La congiuntura e la bilancia dei pagamenti in Italia*).

Nel primo semestre i costi totali degli *inputs* nel settore della trasformazione industriale sono cresciuti del 5,7 per cento sullo stesso periodo dell'anno scorso, circa 4 punti percentuali meno che nella media del 1995, risentendo in particolare del rallentamento dei costi degli *inputs* importati (tav. 14). Nello stesso periodo il tasso di crescita dei costi unitari variabili si è mantenuto pressoché stabile sui livelli dell'anno precedente, riflettendo la più elevata crescita del costo del lavoro per unità di prodotto. Secondo i conti nazionali relativi al primo semestre i redditi da lavoro per unità di lavoro sono cresciuti di circa il 6 per cento sul periodo corrispondente (come nella media del 1995); la crescita è stata compensata solo in minima parte dall'aumento della produttività (1,0 per cento).

Alla dinamica del costo del lavoro nel settore della trasformazione industriale hanno concorso, in una misura inferiore rispetto al 1995, alcuni inasprimenti contributivi, in particolare la riduzione degli sgravi in favore delle imprese localizzate nel Mezzogiorno e l'aumento dell'aliquota per il Fondo pensione dei lavoratori dipendenti (cfr. il riquadro: *L'evoluzione degli obiettivi programmatici per il 1996*). In accelerazione sono risultate le retribuzioni di fatto per unità di

Tav. 14

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

COMPONENTI	1993	1994			1995			1996 (1)
	Anno	I semestre	II semestre	Anno	I semestre	II semestre	Anno	I semestre
Costi degli inputs	7,8	3,7	4,4	4,0	9,0	10,8	9,9	5,7
Interni	4,2	2,8	3,4	3,1	6,7	8,7	7,7	7,4
di cui: <i>energia</i>	5,9	3,9	5,4	4,7	8,4	8,0	8,2	5,1
<i>servizi</i>	4,7	2,6	2,7	2,7	5,4	8,3	6,9	7,9
<i>beni agricoli</i>	0,7	2,4	5,5	4,0	12,1	11,9	12,0	7,3
Esteri	15,3	5,4	6,1	5,8	13,4	14,6	14,0	4,2
di cui: <i>energia</i>	16,6	-5,3	7,4	0,9	19,1	3,8	11,1	3,6
Costo del lavoro per unità di prodotto ..	3,3	-2,6	-4,1	-3,4	-0,3	-1,0	-0,7	4,8
Costi unitari variabili	5,8	0,8	0,6	0,7	5,0	5,7	5,4	5,3
Prezzi dell'output	5,8	3,3	3,5	3,4	6,8	8,7	7,8	4,7
Interno	3,6	3,1	4,0	3,6	7,0	7,5	7,3	3,3

Fonte: elaborazioni su dati Istat ed ENI.

(1) Dati parzialmente stimati.

lavoro che, sulla base dei conti nazionali, sono cresciute nel primo semestre di circa il 5 per cento sullo stesso periodo dello scorso anno (contro il 4,5 del 1995), riflettendo in particolare l'andamento della contrattazione aziendale (cfr. il riquadro: *Stato della congiuntura: indicazioni da un'indagine su un campione di imprese manifatturiere*). Nel primo semestre, il tasso di crescita dei minimi contrattuali nazionali nel settore manifatturiero è rimasto invece sui valori dello scorso anno (3,6 per cento), stante il fatto che devono ancora essere rinnovati importanti contratti.

In particolare, quello dei metalmeccanici, tradizionale punto di riferimento della contrattazione nazionale, non è stato ancora rinnovato, a quattro mesi dalla scadenza (giugno 1996). Alle sostenute richieste sindacali, formulate in primavera prima dell'ulteriore miglioramento delle aspettative e degli obiettivi di inflazione, le imprese stanno opponendo resi-

stenza, in ciò sospinte dalla fase ciclica negativa. L'opposizione è più forte nelle imprese di maggiore dimensione, dove sono stati più intensi, nell'ultimo biennio, gli incrementi salariali contrattati a livello aziendale. Scontando forse una non piena accettazione delle richieste sindacali, le aspettative rilevate dall'Isco in agosto, relative ai successivi dodici mesi, segnalano una contenuta accelerazione del costo del lavoro nell'intera industria.

Con riferimento all'intera economia le retribuzioni contrattuali per dipendente sono cresciute nella media del primo semestre del 4,1 per cento sullo stesso periodo dell'anno precedente, contro il 3,3 del 1995. Molti rinnovi contrattuali, in particolare nel pubblico impiego, hanno infatti concentrato nei mesi a cavallo tra il 1995 e il 1996 la corresponsione degli incrementi retributivi. La crescita è stata inferiore alla media nel settore terziario (3,8 per cento, mezzo punto meno che nello scorso anno).

La finanza pubblica

Nei primi nove mesi del 1996 l'evoluzione dei conti pubblici non ha confermato i progressi del 1995. Il processo di riduzione dei saldi, richiesto per il raggiungimento degli obiettivi programmati, si è interrotto: il fabbisogno del settore statale – nella definizione seguita dal Tesoro, che esclude dal comparto l'Anas, oltre alle altre ex aziende autonome – ha sfiorato i 95.900 miliardi, superando di circa 2.500 miliardi il livello registrato nel corrispondente periodo del 1995 (tav. 15). Il divario avrebbe raggiunto i 5.000 miliardi in assenza degli effetti sul fabbisogno prodotti da modifiche nelle modalità di accreditamento di somme di spettanza dell'INPS, effetti che sono destinati a riassorbirsi entro la fine dell'anno.

Tav. 15

Fabbisogno di finanziamento del settore statale (1) (miliardi di lire)

PERIODI	1993	1994	1995	1996 (2)
<i>Fabbisogno netto (3)</i>				
I semestre	68.805	65.410	49.756	52.125
Gennaio-settembre	109.007	107.110	93.366	95.896
<i>Fabbisogno lordo</i>				
I semestre	68.832	64.291	52.145	53.483
Gennaio-settembre	111.892	101.680	94.842	99.792

(1) I dati si riferiscono alla definizione del settore statale che esclude tutte le ex aziende autonome. – (2) Dati provvisori. – (3) Al netto delle regolazioni di debiti pregressi, dei proventi delle dismissioni e degli altri introiti del Fondo di ammortamento dei titoli di Stato.

Sull'andamento dei conti pubblici hanno pesato, come da più parti si era temuto, risultati inferiori al previsto delle azioni correttive varate tra l'autunno del 1995 e lo scorso giugno, e l'indebolimento del quadro congiunturale.

L'obiettivo iniziale indicato dal Governo nel 1995 collocava il fabbisogno del 1996 su un livello di

109.400 miliardi; esso veniva successivamente innalzato a 113.000 miliardi (cfr. il riquadro: *L'evoluzione degli obiettivi di finanza pubblica per il 1996*). A tale fine, l'insieme dei provvedimenti correttivi avrebbe dovuto accrescere l'avanzo primario del 1996 di circa 50.000 miliardi (2,7 per cento del PIL) rispetto al suo livello tendenziale. I risultati effettivi finora conseguiti sono assai più contenuti: in particolare, apporti minori del previsto sono scaturiti dalle misure orientate a far emergere imponibili sottratti alla tassazione, a potenziare la raccolta del lotto e a contenere alcune poste di spesa, tra cui quelle concernenti il settore sanitario.

L'evoluzione congiunturale ha ostacolato il conseguimento degli obiettivi programmati: mentre nel 1995 le previsioni ufficiali indicavano per quest'anno un aumento del PIL del 3 per cento, e ancora nella primavera inoltrata veniva ipotizzata una crescita del 2,4 per cento, il successivo accentuarsi del rallentamento congiunturale conduceva a ridimensionarne l'incremento allo 0,8 per cento attualmente previsto. Complessivamente, l'effetto riduttivo dell'avanzo primario dovuto alla minor crescita può stimarsi in poco meno di un punto percentuale del PIL. Il saldo ha inoltre risentito, per circa 4.000 miliardi, delle scelte finanziarie di Anas e Ferrovie, che, a differenza del 1995, hanno prevalentemente finanziato la propria gestione operativa attingendo alle disponibilità detenute presso la Tesoreria statale, riducendo corrispondentemente il ricorso all'indebitamento sul mercato.

La *Relazione previsionale e programmatica* per il 1997, presentata alla fine di settembre dal Governo, ha indicato per il fabbisogno statale del 1996 il valore di 123.000 miliardi, pari al 6,6 per cento del PIL; vi farebbe riscontro un avanzo primario di 72.600 miliardi (3,9 per cento del PIL, un'incidenza lievemente maggiore di quella del 1995). Questa stima si discosta di oltre 13.000 miliardi dall'obiettivo iniziale. Anche la nuova valutazione appare ottimistica: l'andamento

del fabbisogno osservato fino a settembre e le incertezze sull'evoluzione del gettito tributario nell'ultimo bimestre dell'anno portano a escludere che il disavanzo venga contenuto entro il valore di 123.000 miliardi; inducono anzi a ritenere che esso possa situarsi, in assenza di interventi, attorno ai 130.000 miliardi.

Nella citata *Relazione*, un livello analogo a quello indicato per il fabbisogno del settore statale viene previsto, per il 1996, per l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche di contabilità nazionale (quasi 123.500 miliardi, contro un obiettivo iniziale di 110.700 miliardi), saldo a cui fanno riferimento le procedure comunitarie per il controllo dei disavanzi eccessivi; esso differisce dal fabbisogno sia per la maggiore ampiezza del settore di riferimento, sia per l'esclusione dalla sua formazione delle operazioni finanziarie. Il valore indicato corrisponde al 6,6 per cento del PIL; si confronta con il 7,1 per cento realizzato nel 1995. Il relativo saldo primario presenterebbe un avanzo di circa 74.000 miliardi (1.400 miliardi in più dell'omologo saldo indicato per il settore statale); il rapporto rispetto al PIL rimarrebbe pressoché immutato intorno al 4,1 per cento dell'anno precedente. L'allontanamento dagli obiettivi programmati verrebbe contenuto da rimborsi di crediti d'imposta, sensibilmente ridotti rispetto ai 12.000 miliardi inizialmente previsti; ciò permetterebbe di bilanciare andamenti meno favorevoli di quanto ipotizzato nel corso dell'anno per entrate e prestazioni sociali. Se queste previsioni si realizzassero, nel 1996 il processo di avvicinamento del peso del saldo complessivo sul PIL verso i valori prevalenti in ambito europeo segnerebbe una pausa, pur non invertendo la tendenza di fondo (fig. 23; cfr. anche la nota: *I conti delle Amministrazioni pubbliche: alcuni confronti internazionali*).

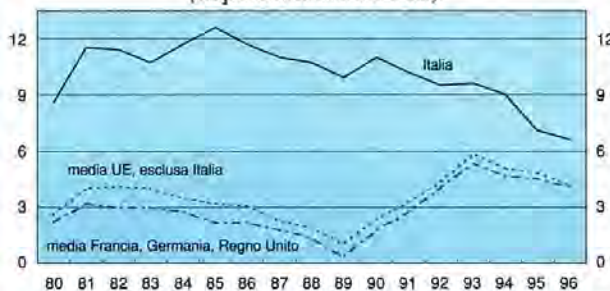
Nei primi nove mesi dell'anno le esigenze di finanziamento del settore statale sono risultate lievemente più elevate del relativo fabbisogno (99.800 miliardi, contro i citati 95.900 miliardi). Sul primo aggregato influiscono sia le uscite conseguenti alla regolazione di debiti pregressi, sia gli introiti delle dismissioni patrimoniali: nel periodo in esame sono state disposte regolazioni di debiti per poco più di 5.000 miliardi (contro 2.700 nel corrispondente periodo dello scorso anno), riguardanti operazioni di ristrutturazione del passivo di imprese pubbliche effettuate at-

traverso la Cassa depositi e prestiti; i proventi delle dismissioni patrimoniali e di altri introiti che affluiscono al Fondo di ammortamento del debito pubblico sono invece rimasti pressoché invariati attorno ai 1.200 miliardi.

Nel periodo in esame, le modalità di finanziamento del fabbisogno complessivo hanno presentato mutamenti di rilievo. La sua copertura è stata integralmente ottenuta attraverso emissioni di titoli a medio e a lungo termine, la cui incidenza era stata del 73 per cento nel corrispondente periodo del 1995. All'interno di questo segmento, è diminuito (da 82.800 a 45.100 miliardi) il ricorso netto ai BTP, in concomitanza del fortissimo aumento dei titoli in scadenza; viceversa, i collocamenti di CCT sono passati da rimborsi netti per 25.500 miliardi a emissioni nette per circa 33.900 miliardi, in presenza del dimezzamento dell'ammontare di titoli in scadenza.

Fig. 23

Indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche (in percentuale del PIL)



Fonte: per l'Italia, elaborazioni su dati Istat e, per il 1996, *Relazione previsionale e programmatica* (settembre 1996); per gli altri paesi, elaborazioni su dati della Commissione europea (per il 1996, stime).

Si è inoltre intensificato il classamento di CTZ (da 27.300 a 39.100 miliardi, in termini di netto ricavo per il Tesoro). Contemporaneamente, si sono avuti rimborsi netti di BOT per 12.700 miliardi, contro le pur modeste emissioni nette dello scorso anno. Anche il contributo della raccolta postale alla copertura del disavanzo è divenuto negativo, mentre si sono notevolmente ridotti i collocamenti in valuta. Tra la fine del 1995 e il mese di settembre, la consistenza del debito del settore statale è salita da 2.082.600 a 2.178.500 miliardi, aumentando del 4,6 per cento (cfr. tav. a21). La vita media residua dei titoli del debito pubblico è invece rimasta invariata intorno ai tre anni.

L'evoluzione degli obiettivi di finanza pubblica per il 1996

Nel giugno del 1995, il Documento di programmazione economico-finanziaria per gli anni 1996-98 valutava il fabbisogno tendenziale del settore statale nel 1996 in 143.500 miliardi. In vista del raggiungimento di un disavanzo del 3 per cento del PIL alla fine del triennio, si stabiliva un obiettivo per il disavanzo del 1996 pari a 109.400 miliardi, il 6,1 per cento del PIL (cfr. tavola). Lo scenario di rientro poggiava su un'ipotesi di espansione del prodotto del 3 per cento, cui avrebbero fatto riscontro un'inflazione dei prezzi al consumo del 3,5 per cento e un aumento dell'occupazione dello 0,6 per cento; i tassi d'interesse lordi sui BOT a dodici mesi avrebbero assecondato l'azione correttiva, scendendo all'8,5 per cento alla fine dell'anno.

La definizione degli interventi di bilancio prendeva avvio nel settembre del 1995. Il Governo dava attuazione alle indicazioni programmatiche, varando una manovra correttiva valutata, secondo le stime ufficiali, in 32.500 miliardi. Di questi, oltre 5.000 erano affidati a un provvedimento di urgenza, emanato alla fine dell'anno, tuttora in attesa di conversione parlamentare, sebbene vigente da dieci mesi in seguito a successive reiterate. Ulteriori 1.600 miliardi sarebbero derivati dalla riduzione degli oneri per interessi, conseguente all'approvazione della manovra stessa.

Con riferimento al settore statale, la composizione iniziale dell'intervento assegnava un peso maggiore alle misure volte a espandere le entrate (18.000 miliardi) rispetto a

quelle dirette a contrastare l'espansione della spesa (14.500 miliardi).

Tra le azioni di natura tributaria, un ruolo preponderante era svolto dalle norme volte al recupero di base imponibile, sia ai fini delle imposte dirette, sia dell'IVA, da ottenere con il potenziamento dell'attività di accertamento e con l'estensione del concordato tributario, con modalità diverse, al periodo d'imposta 1994. Si inaspriva il prelievo sulle imprese, sia prorogando l'imposta sul patrimonio netto ed elevando dal 35 al 55 per cento la misura dell'acconto introdotto nel 1995, sia operando sulle modalità di determinazione del reddito imponibile. Quanto all'imposizione indiretta, la manovra prevedeva il potenziamento della rete di raccolta delle lotterie istantanee e l'innalzamento di alcune accise e imposte sugli affari. Norme specifiche rafforzavano l'autonomia impositiva delle Regioni a statuto ordinario: l'istituzione di nuovi tributi regionali e l'attribuzione di una quota del gettito dell'accisa sulla benzina trovavano corrispondenza nella decurtazione dei trasferimenti di bilancio in favore di tali enti.

Dal lato delle uscite, si attendevano risultati soprattutto dal comparto previdenziale, attraverso il recepimento nella manovra degli effetti finanziari della legge di riforma delle pensioni, l'istituzione di una contribuzione sul lavoro parasubordinato e l'inasprimento del prelievo contributivo sulle prestazioni lavorative eccedenti l'orario contrattuale; si interveniva anche sulla spesa sanitaria. Venivano inoltre

Saldi pubblici: consuntivo del 1995 ed evoluzione degli obiettivi ufficiali per il 1996
(migliaia di miliardi di lire)

DOCUMENTI	Data di presentazione	Amministrazioni pubbliche	Settore statale			Per memoria: principali variabili macroeconomiche (variazioni percentuali)		
		Indebitamento netto	Fabbisogno			PIL	Prezzi al consumo	Occupazione
			Totale	Saldo primario	Spesa per interessi			
1995:								
RGSEP (consuntivo)	marzo '96	131,9	130,2	-63,6	193,8	3,0	5,7	-0,4
1996:								
DPEF 1996-98	giugno '95	110,7	109,4	-80,0	189,4	3,0	3,5	0,6
RPP per il 1996	settembre '95	110,7	109,4	-80,0	189,4	3,0	3,5	0,6
Relazione trimestrale di cassa	aprile '96	....	119,0	-74,6	193,6	2,4	3,5	0,4
DPEF 1997-99	giugno '96	125,0	113,0	-82,6	195,6	1,2	3,9	0,4
RPP per il 1997	settembre '96	123,5	123,0	-72,6	195,6	0,8	3,9	0,2

ridotti i trasferimenti alle imprese e agli enti territoriali, stanziando, nel contempo, maggiori risorse a beneficio dei redditi familiari.

L'approvazione parlamentare lasciava immutata la portata complessiva degli interventi, pur riequilibrandone la composizione interna in favore dei risparmi di spesa. Già nei primi mesi dell'anno, tuttavia, l'andamento dei conti pubblici rendeva palese l'esistenza di uno scostamento dagli obiettivi programmati. Nel primo quadrimestre, il fabbisogno si collocava su livelli di oltre 15.000 miliardi superiori a quelli del 1995: i cospicui deflussi di fondi dalla Tesoreria statale, connessi con la ripresa delle erogazioni a enti decentrati e con interventi di ristrutturazione patrimoniale nel settore creditizio, si sommavano agli effetti avversi dell'andamento meno favorevole del previsto dei tassi d'interesse e dell'affievolimento della crescita. In aprile, la Relazione trimestrale di cassa prendeva atto del mutamento di tendenze, che già molti osservatori avevano posto in luce, e riduceva, sia pure in misura non ampia, la previsione di crescita del PIL per il 1996: dal 3 per cento iniziale al 2,4 per cento. L'impatto negativo sull'avanzo primario veniva quantificato in circa 3.000 miliardi; in assenza di interventi, si stimava che il fabbisogno statale sarebbe lievitato a 119.000 miliardi, sospinto anche dalla più elevata dinamica della spesa.

Nella tarda primavera, la percezione di carenze nella manovra di bilancio e di un più accentuato indebolimento del quadro congiunturale diveniva ancora più netta. Il nuovo scenario previsivo ridimensionava ulteriormente la crescita del prodotto e dell'occupazione all'1,2 e allo 0,4 per cento, rispettivamente; la previsione d'inflazione veniva innalzata al 3,9 per cento, in presenza di un'ipotesi di flessione dei tassi d'interesse sui BOT annuali al 7,7 per cento entro la fine dell'anno. Nel Documento di programmazione economico-finanziaria per gli anni 1997-99, redatto a giugno, il disavanzo tendenziale veniva situato su un livello di 130.000 miliardi; la stima della spesa per interessi veniva innalzata da 193.600 a 196.600 miliardi.

Per riassorbire lo sconfinamento che era in atto, alla fine del mese veniva varata una manovra aggiuntiva, la cui portata era ufficialmente indicata in 16.000 miliardi. Oltre due terzi della correzione derivavano da misure volte al contenimento della spesa: in particolare, venivano bloccati o rinviati impegni di spesa, azzerate le disponibilità sui fondi globali relativi al 1996, ridotta di alcuni decimi di punto percentuale la fiscalizzazione degli oneri sociali, decurtati i trasferimenti alle imprese pubbliche, rivisto il prontuario

farmaceutico. Dal lato delle entrate, si interveniva sulle aliquote delle imposte di registro e si unificava al 27 per cento l'aliquota dell'imposta sostitutiva sui depositi bancari; di tale tributo, veniva anche innalzata la misura degli acconti a carico delle banche (cfr. il riquadro: La modifica del trattamento fiscale degli interessi sui depositi bancari). Si modificavano inoltre le modalità di corresponsione dell'imposta sulle assicurazioni e di quella sul gas metano; fra gli interventi figuravano misure antielusive e di riorganizzazione procedurale per circa 1.500 miliardi. Beneficiando di limitati risparmi sugli interessi, la manovra mirava a ricondurre il fabbisogno annuo su un livello di 113.000 miliardi.

Nei mesi seguenti, l'evoluzione dei conti pubblici pregiudicava il conseguimento del nuovo, pur meno ambizioso, obiettivo annuo. Lo ostacolava in primo luogo l'accentuata espansione delle spese primarie, che si desume ponendo a raffronto l'andamento mensile del fabbisogno con quello degli esborsi per interessi e delle entrate, sia di bilancio, sia, per larga parte, di tesoreria: si può in tal modo stimare che, nei primi nove mesi dell'anno, la spesa primaria del settore statale sia aumentata di circa 6 punti percentuali in più di quanto previsto per l'intero 1996 dal Documento di programmazione del giugno scorso. Tale tendenza espansiva, che è tuttora in atto, potrebbe tuttavia risentire del ritardo con cui il blocco degli impegni di spesa si va traducendo in minori erogazioni di cassa.

Un impulso sfavorevole proveniva anche dagli introiti tributari, che risentivano dell'indebolimento congiunturale. A settembre, l'incremento delle entrate tributarie risultava, per i primi nove mesi, di qualche decimo di punto percentuale inferiore a quello previsto su base annua dal Documento di programmazione appena citato. Il divario appariva maggiore per le imposte indirette, più legate all'evoluzione ciclica. Nei prossimi mesi, la dinamica del gettito tributario sarà influenzata da fattori contrastanti: a sostenerne l'andamento opereranno gli effetti di alcune delle misure tributarie contenute nella manovra suppletiva di giugno; in senso opposto e principalmente nel mese di dicembre agirà il limitato afflusso di introiti di natura straordinaria (previsto in poco più di 2.000 miliardi), che avevano invece ampliato gli incassi del 1995 per circa 8.000 miliardi.

Infine, alla fine di settembre, la Relazione previsionale e programmatica per il 1997 formulava per il fabbisogno del 1996 la stima di 123.000 miliardi, corrispondente al 6,6 per cento del PIL.

Le entrate tributarie dei primi nove mesi

Durante i primi nove mesi del 1996, gli incassi tributari del settore statale hanno superato i 348.000 miliardi, contro i 325.500 del corrispondente periodo del 1995; l'incremento è stato del 6,9 per cento (tav. 16). Rettificando i flussi per includervi, per omogeneità di raffronto, la quota dell'accisa sulla benzina, che dall'anno in corso viene devoluta alle Regioni, il tasso di crescita sale all'8,6 per cento, contro il 7,4 del 1995.

Nell'anno, il rallentamento della domanda si è ripercosso in misura maggiore sul gettito delle imposte indirette, cresciute del 5,7 per cento con le menzionate rettifiche (9,9 nei corrispondenti nove mesi del 1995), che non su quello delle imposte dirette, aumentato dell'11,3 per cento (5,3 lo scorso anno).

Valutazioni preliminari per l'intero 1996 suggeriscono che la pressione tributaria, misurata dal rapporto fra incassi (nella definizione qui impiegata, che esclude aggi e regolazioni contabili, mentre include le somme destinate ai rimborsi d'imposta) e PIL, dovrebbe registrare un aumento di circa due decimi di punto percentuale rispetto al valore di 26,7 per cento del 1995; il lieve aumento è interamente attribuibile alle imposte dirette. Concorrono a innalzare il rapporto fra entrate e PIL sia gli effetti delle manovre tributarie disposte nell'ultimo biennio, sia il ritardo con cui il rallentamento congiunturale si riverbera sugli incassi, in conseguenza dei meccanismi normativi di versamento delle imposte dirette.

A sostenere la crescita delle imposte dirette hanno prevalentemente contribuito l'Irpeg e l'Ilor versate in autotassazione (a titolo di saldo per il 1995 e di primo acconto sul 1996) dalle società di capitali. Grazie agli eccezionali risultati di bilancio conseguiti dalle imprese nel 1995, i due tributi hanno dato luogo a un gettito aggiuntivo di 5.000 miliardi nel periodo fra maggio e settembre, nonostante le sfavorevoli ripercussioni sul gettito dell'Irpeg sia della detassazione degli utili reinvestiti nel 1995, sia della norma che ha reso più generoso il trattamento fiscale delle perdite su crediti nel settore bancario. Esiti meno positivi potrebbero tuttavia manifestarsi con la seconda rata de-

gli acconti, che le imprese verseranno alla fine di novembre, soprattutto nell'ipotesi che parte di esse adegui verso il basso l'ammontare dell'imposta dovuta per il 1996, una volta che, con l'approssimarsi del termine dell'esercizio, emergessero risultati di bilancio inferiori a quelli dell'anno passato.

In linea con l'andamento complessivo delle imposte dirette, anche se inferiore al previsto, è stato l'apporto dell'Irpef autoliquidata dalle persone fisiche, su cui è ricaduta gran parte degli interventi tributari per il 1996 (con effetti accrescitivi valutati in oltre 3.000 miliardi per i soli versamenti a saldo). L'andamento potrebbe riflettere la scarsa efficacia delle misure adottate per far emergere, per opera degli stessi contribuenti e in attesa della definizione degli studi di settore, maggiori imponibili attraverso l'impiego di nuovi parametri di riferimento; in parte, esso potrebbe anche discendere dagli effetti dei citati provvedimenti di attenuazione del carico fiscale sugli utili reinvestiti dalle imprese di minore dimensione. È invece risultata sostenuta l'espansione delle ritenute dell'Irpef sul reddito da lavoro dipendente nel settore privato (8,6 per cento). Essa risente anche del riversamento sugli articoli di bilancio riservati alle ritenute sul lavoro dipendente delle somme dovute a titolo di autotassazione da quei contribuenti che, in numero crescente, si avvalgono dell'assistenza fiscale svolta dai sostituti d'imposta. Mutamenti normativi delle modalità di restituzione del drenaggio fiscale hanno invece concorso a rallentare l'espansione del gettito netto dei primi nove mesi del 1996 rispetto al corrispondente periodo del 1995: nell'anno in corso la restituzione ha avuto effetto sin dall'inizio dell'anno, mentre nel 1995 essa aveva subito notevoli ritardi.

Gli introiti dell'imposta patrimoniale sul capitale netto delle imprese hanno subito una flessione di circa 1.200 miliardi. Vi si è riflesso l'impatto negativo sugli incassi del 1996 dell'anticipo all'anno precedente di parte del gettito, in seguito all'introduzione dell'obbligo di un versamento in acconto.

Di contro, un apporto positivo alla crescita degli incassi è derivato dall'imposta sostitutiva, grazie al ritorno sui valori consueti degli acconti relativi alla ritenuta sugli interessi bancari, che nel 1995 aveva fatto registrare una forte caduta, per lo scomputo dai versa-

Tav. 16

Incassi tributari dello Stato (1)
(miliardi di lire)

VOCI	Gennaio-Giugno			Gennaio-Settembre		
	1995	1996 (2)	Var. perc.	1995	1996 (2)	Var. perc.
Imposte dirette						
Imposta sul reddito delle persone fisiche	82.423	89.051	8,0	111.812	119.342	6,7
di cui: ritenute dipendenti pubblici	13.666	14.966	9,5	20.354	20.843	2,4
ritenute su retribuzioni private e pensioni	45.104	48.819	8,2	63.969	69.464	8,6
autotassazione saldo	7.162	7.834	9,4	7.414	8.194	10,5
autotassazione anticipo	8.057	8.602	6,8	8.203	8.781	7,0
Imposta sul reddito delle persone giuridiche	10.987	12.485	13,6	15.657	18.948	21,0
di cui: autotassazione saldo	5.264	6.029	14,5	7.495	9.121	21,7
autotassazione anticipo	5.322	6.278	18,0	7.727	9.497	22,9
Imposta locale sui redditi	6.700	7.868	17,4	9.061	11.100	22,5
di cui: autotassazione persone fisiche	1.507	1.847	22,6	1.530	1.891	23,6
autotassazione persone giuridiche	4.668	5.768	23,6	6.855	8.835	28,9
Imposta sostitutiva sugli interessi	14.277	15.785	10,6	21.162	26.776	26,5
di cui: su interessi dei depositi bancari	1.437	1.614	12,3	3.175	6.708	111,3
su interessi dei titoli pubblici	9.217	10.016	8,7	12.432	13.668	9,9
Imposta sul patrimonio netto delle imprese	5.114	4.250	-16,9	7.073	5.881	-16,9
Ritenute sugli utili distribuiti	1.535	2.113	37,7	2.294	2.979	29,9
Altre (3)	2.500	4.065	62,6	3.442	4.690	36,3
Totale ...	123.536	135.617	9,8	170.501	189.716	11,3
Imposte indirette						
Imposta sul valore aggiunto (4)	49.731	51.944	4,4	76.337	79.862	4,6
Altre imposte sugli affari	18.502	20.139	8,8	25.100	27.106	8,0
Imposte di fabbricazione sugli oli minerali	20.941	18.919	-9,7	31.220	27.556	-11,7
Altre imposte di fabbricazione e consumo (5)	7.055	7.982	13,1	10.153	11.640	14,6
Monopoli	4.564	5.045	10,5	7.117	7.880	10,7
Lotto e lotterie	3.381	2.668	-21,1	5.033	4.265	-15,3
Totale ...	104.174	106.697	2,4	154.960	158.309	2,2
TOTALE INCASSI TRIBUTARI ...	227.710	242.314	6,4	325.461	348.025	6,9

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Ministeri del Tesoro e delle Finanze.

(1) Al netto degli aggi di riscossione e delle regolazioni contabili con le regioni Sicilia e Sardegna; nel 1996, gli importi dell'imposta di fabbricazione sugli oli minerali e i relativi totali non comprendono i versamenti in Tesoreria della quota dell'accisa sulla benzina destinata, ai sensi della legge 28 dicembre 1995, n. 549, al finanziamento delle regioni a statuto ordinario (5.411 miliardi sino a settembre). - (2) Dati provvisori. - (3) Incluso il gettito delle imposte di successione, registrate nel bilancio dello Stato tra le Tasse ed imposte sugli affari. I valori relativi al 1995 comprendono il gettito del tributo "pro-alluvionati" (875 miliardi nei nove mesi), mentre quelli del 1996 includono il gettito della rateizzazione del "concordato di massa" (1.487 miliardi). - (4) Comprende il gettito affluito alle contabilità speciali di Tesoreria, quello destinato alla UE e i rimborsi effettuati attraverso il conto fiscale. - (5) Comprende i proventi delle addizionali sui consumi di energia elettrica da devolvere agli enti locali.

menti di un elevato ammontare di crediti d'imposta. Effetti accrescitivi ha anche avuto la prima delle due rate del cosiddetto concordato di massa relativo al periodo 1987-1993, riguardante le posizioni di maggiore ammontare unitario: l'importo finora acquisito, pari a circa 1.500 miliardi, eguaglia il gettito che era prevedibile per l'intero 1996.

Tra i tributi indiretti, la crescita dell'IVA, pari al 4,6 per cento, è risultata minore del previsto. Sullo scostamento hanno influito, da un lato, la debole dinamica dei consumi privati e i loro sfavorevoli effetti di composizione, conseguenti alla minor crescita relativa dei prezzi dei beni durevoli e semidurevoli, in gran parte tassati con l'aliquota ordinaria, dall'altro, l'apporto inferiore alle attese conseguente alle norme volte a far emergere maggiori imponibili ai fini dell'IVA. Più elevato risulta l'incremento delle accise sulla produzione e sul consumo (pari al 7,8 per cento, sempre includendo la compartecipazione destinata alle Regioni), sostenute dal buon andamento delle imposte sull'energia elettrica, su cui hanno avuto effetto le variazioni di aliquota disposte dagli interventi correttivi del febbraio del 1995. L'espansione delle altre imposte sugli affari (8,0 per cento, per la forte crescita delle imposte di bollo) riflette l'operare degli inasprimenti stabiliti alla fine del 1995.

La netta flessione degli incassi del lotto e delle lotterie (-15,3 per cento) avrebbe natura temporanea, riflettendo meramente il primo impatto di modifiche organizzative nei meccanismi di raccolta delle giocate e di erogazione delle vincite; ciò trova conferma nell'incremento del 25 per cento che registra il gettito accertato, ma non ancora versato, relativamente al primo semestre dell'anno. In espansione risulta anche il gettito derivante dai generi di monopolio (10,7 per cento), accresciuto dagli effetti sulle imposte di consumo sui tabacchi (10,9 per cento) dell'adeguamento dei prezzi di vendita disposto alla fine del 1995.

Le spese statali del primo semestre

Nei primi sei mesi dell'anno, le uscite del settore statale hanno seguito un andamento sostenuto. Le erogazioni complessive hanno di poco superato i 350.000 miliardi, con un aumento del 5,9 per cento ri-

spetto al corrispondente periodo del 1995 (3,2 nel 1995); la crescita è stata maggiore per le spese al netto degli esborsi per interessi (6,7 per cento; cfr. tav. 17).

Tav. 17

Conto consolidato di cassa del settore statale: principali poste della spesa (1) (miliardi di lire)

VOCI	1995 I sem.	1996 I sem.	Var. perc.
Pagamenti correnti	305.934	323.208	5,6
Personale in servizio	39.775	47.974	20,6
Acquisto di beni e servizi ..	8.854	8.620	-2,6
Trasferimenti	152.020	158.788	4,5
a: enti previdenziali	33.129	45.509	37,4
regioni	50.268	52.962	5,4
comuni e province	13.471	12.936	-4,0
famiglie	29.004	14.045	-51,6
imprese	9.931	8.127	-18,2
ex aziende autonome	9.676	13.386	38,3
estero	4.209	7.364	75,0
altri	2.332	4.459	91,2
Interessi	89.649	92.957	3,7
Altro	15.636	14.869	-4,9
Pagamenti in conto capitale	15.154	16.934	11,7
di cui: capitali fissi	1.612	1.376	-14,6
trasferimenti	13.523	15.528	14,8
Partite finanziarie	9.566	9.885	3,3
di cui: partecipazioni e confe-			
rimenti	430	1.784	314,9
mutui e anticipazioni .	8.977	7.713	-14,1
TOTALE PAGAMENTI	330.654	350.027	5,9

Fonte: Ministero del Tesoro. I dati si riferiscono alla definizione del settore statale che esclude le ex aziende autonome (Ferrovie, Monopoli, Poste, Anas e le ex Foreste demaniali).

(1) Al netto degli aggi di riscossione e delle regolazioni contabili con le regioni Sicilia e Sardegna.

La crescita dei pagamenti correnti, pari al 5,6 per cento, è stata di circa un punto più elevata di quella del PIL. Il mutamento di composizione intervenuto fra spese per il personale e trasferimenti, ininfluente sulla dinamica dell'aggregato, va in parte attribuito all'operare di fenomeni transitori. Tale crescita ha risentito solo marginalmente della contrazione degli acquisti di beni e servizi, risultati in calo (-2,6 per

cento) per il terzo semestre consecutivo. In senso accrescitivo hanno invece agito le spese per il personale in servizio (20,6 per cento), il cui balzo, pur risentendo del rinnovo contrattuale in alcuni comparti del pubblico impiego, va in gran parte addebitato agli effetti di natura contabile dell'entrata in vigore delle nuove modalità organizzative per la gestione dei trattamenti di quiescenza dei dipendenti statali. Dall'anno in corso, questi vengono infatti erogati da un ente pubblico di nuova istituzione (l'INPDAP), esterno al settore statale; a tale organismo affluisce la totalità dei contributi previdenziali, sia quelli gravanti sui dipendenti, sia quelli provenienti dal bilancio perché a carico dei datori di lavoro pubblici, entrambi registrati fra le spese per il personale in servizio.

I trasferimenti di parte corrente, che rappresentano la voce principale delle uscite del settore statale, sono ammontati a quasi 159.000 miliardi, segnando un incremento del 4,5 per cento rispetto al primo semestre dello scorso anno. L'andamento complessivo è la risultante di dinamiche diverse. In particolare, l'eccezionale aumento delle erogazioni a beneficio degli enti previdenziali (37,4 per cento) va posto in relazione al sopra citato trasferimento all'INPDAP dei fondi per la corresponsione delle pensioni pubbliche, in precedenza classificate tra i trasferimenti alle famiglie, voce, questa, il cui ammontare si è corrispondentemente dimezzato. Il forte aumento dei trasferimenti verso l'estero riflette maggiori deflussi per l'Unione europea a titolo di contribuzioni commisurate al PNL.

Sulla dinamica dei trasferimenti alle Regioni, saliti del 5,4 per cento, hanno influito circostanze con effetti di segno opposto: la crescita è stata sospinta dalla ripresa della spesa sanitaria, che ha fatto seguito alla stasi di natura organizzativa dell'anno preceden-

te, mentre è stata contenuta dalla citata compartecipazione al gettito delle imposte sugli oli minerali. L'aumento di circa 2.000 miliardi delle erogazioni al settore produttivo riflette, da un lato, l'aumento dei prelevamenti dalla Tesoreria statale da parte dell'Anas e delle Ferrovie, per la copertura degli oneri per il servizio di trasporto di passeggeri, dall'altro, la caduta dei flussi in favore delle Poste e del settore agricolo.

L'elevatezza dei tassi all'emissione durante l'ultima parte del 1995 ha influito sugli esborsi per interessi, risultati di oltre 3.000 miliardi più ampi di quelli del primo semestre del 1995. La graduale riduzione dei rendimenti intervenuta a partire dall'aprile dell'anno in corso (il tasso medio lordo ponderato sui BOT ha raggiunto in ottobre un livello di oltre due punti inferiore a quello registrato nel dicembre del 1995) tenderà a contenere l'esborso annuo.

Le uscite in conto capitale sono risultate pari a 16.900 miliardi, contro i 15.200 dei primi sei mesi del 1995 (11,7 per cento). La forte crescita va ascritta all'accelerazione dei trasferimenti alle imprese, riguardanti in particolare le aree depresse; le erogazioni destinate all'accumulazione di capitale pubblico hanno invece fatto registrare una nuova riduzione.

Infine, i pagamenti di natura finanziaria, riguardanti concessioni di crediti, conferimenti di capitale e accensione di mutui, hanno sfiorato i 10.000 miliardi, risultando in lieve aumento rispetto al 1995. Per la Cassa depositi e prestiti, gli esborsi derivanti dall'acquisizione di partecipazioni azionarie al capitale di istituti di credito (1.000 miliardi) e dai maggiori mutui erogati agli enti locali (1.600 miliardi) hanno trovato compensazione solo parziale nella pur ampia riduzione (1.400 miliardi) dei prestiti alle Regioni.

La politica monetaria, gli intermediari e i mercati finanziari

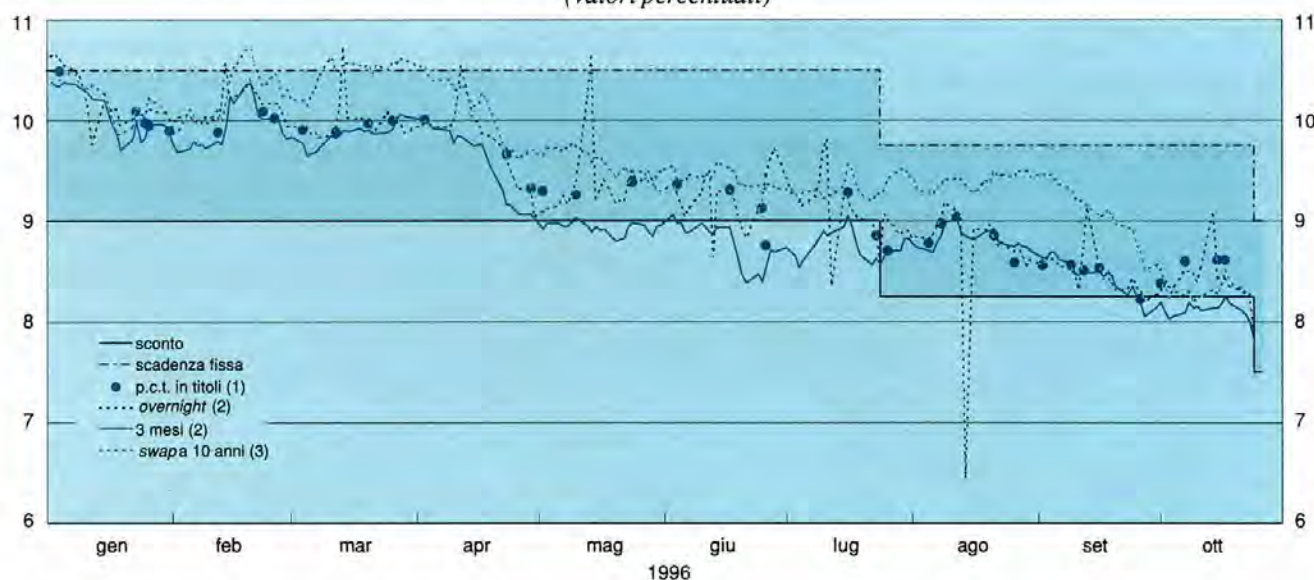
Nel corso del 1996 la Banca d'Italia ha mantenuto l'orientamento della politica monetaria, intrapreso nell'estate del 1994, con l'obiettivo di determinare una rapida discesa dell'inflazione attesa ed effettiva. Il recupero di fiducia dei mercati ha favorito l'apprezzamento della lira; dopo il primo trimestre, è proseguita la riduzione dei tassi d'interesse a lungo termine. A mano a mano che si palesavano i progressi sul fronte dei prezzi, la Banca d'Italia ha lasciato che la flessione dei rendimenti si estendesse ai segmenti a breve del mercato e ai tassi sulle proprie operazioni pronti contro termine. Il 23 luglio, con una riduzione di 0,75 punti percentuali, i tassi ufficiali di sconto e sulle anticipazioni a scadenza fissa sono stati portati, rispettivamente, all'8,25 e al 9,75 per cento (fig. 24).

Tra agosto e ottobre il tasso di crescita medio mensile del costo della vita si è mantenuto al di sotto del 3 per cento in ragione d'anno. Il rendimento dei BTP decennali si è ulteriormente ridotto e l'apprezza-

mento del cambio è proseguito, anche in termini reali. Nei primi dieci mesi l'apprezzamento della lira è stato di circa il 9 per cento in termini effettivi, di circa il 10 nei confronti del marco tedesco (fig. 25). Il differenziale d'interesse fra titoli pubblici decennali italiani e tedeschi è sceso nella seconda metà di ottobre a 2,3 punti percentuali dai 4,8 della fine di dicembre 1995; quello fra i tassi *swap* a dieci anni in lire e marchi, che riflette le aspettative sugli andamenti dell'inflazione relativa e del cambio, si è ridotto di circa 2 punti (fig. 26). Il miglioramento del merito di credito della Repubblica e la decisione di abolire la ritenuta fiscale alla fonte per le società italiane e gli investitori esteri hanno determinato il sostanziale azzeramento, per l'Italia, del differenziale tra i rendimenti dei titoli a dieci anni e i tassi *swap* in valuta nazionale, negativo negli altri maggiori paesi. Il 23 ottobre, con la conferma della tendenza a una rapida riduzione dell'inflazione, i tassi ufficiali sono stati ridotti ulteriormente di 0,75 punti percentuali.

Fig. 24

Tassi d'interesse ufficiali e rendimenti nel mercato monetario e finanziario
(valori percentuali)



(1) Tasso marginale di aggiudicazione alle aste. - (2) Tasso effettivo sulle transazioni del MID. - (3) Tasso dell'euromercato.

Fig. 25

**Differenziali d'interesse con la Germania
e tasso di cambio lira/marco**
(punti percentuali e lire per marco)



(1) Differenza fra i tassi Libor a tre mesi in lire e in marchi. - (2) Differenza fra il tasso degli swaps d'interesse a dieci anni in lire e il corrispondente tasso in marchi.

Dopo essere cresciuta in misura molto contenuta nel corso del 1995, la moneta M2 è aumentata del 4,3 per cento nei primi nove mesi del 1996, circa tre punti percentuali in più di quanto registrato nell'analogo periodo del 1995 (tav. 18). Vi hanno contribuito la ripresa dei depositi bancari in conto corrente, favorita dalla flessione dei rendimenti sui titoli di Stato a breve termine e dagli afflussi di capitali dall'estero, e, fino a giugno, la forte espansione dei certificati di deposito bancari con scadenza oltre il breve termine. L'innalzamento dal 12,5 al 27 per cento della ritenuta d'acconto sugli interessi ha successivamente causato una contrazione di quest'ultima forma di raccolta bancaria, principalmente a vantaggio delle obbligazioni.

Tav. 18

Base monetaria e moneta (1)
(variazioni percentuali)

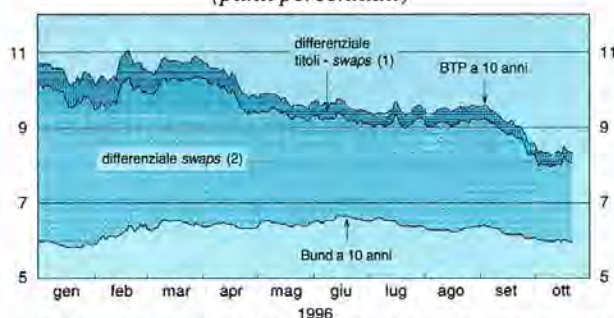
VOCI	1995		1996 (2)
	Gen.-Set. (3)	Anno	Gen.-Set. (3)
Circolante	2,5	0,8	2,9
Riserve bancarie (4) ...	1,5	1,4	4,1
Base monetaria (4)	1,8	1,2	3,6
Depositi bancari	0,1	1,2	5,4
Moneta (M2)	1,2	1,9	4,3

(1) I dati del circolante, 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 trimestrali. - (2) Dati provvisori. - (3) In ragione d'anno, al netto della componente stagionale. - (4) Dati corretti per la variazione del coefficiente medio di riserva obbligatoria.

I finanziamenti totali al settore non statale sono cresciuti, nei primi otto mesi del 1996, del 3,0 per cento a fronte del 2,3 nello stesso periodo dell'anno precedente. La componente più dinamica è stata quella delle obbligazioni, aumentate del 4,6 per cento contro una riduzione del 14,9 nei primi otto mesi del 1995. A frenare l'andamento degli impieghi bancari hanno contribuito, dal lato delle imprese, il rallentamento produttivo, il permanere dell'autofinanziamento su livelli elevati e il decumulo di attività finanziarie. I prestiti in sofferenza hanno registrato una attenuazione del ritmo di crescita nel corso dell'anno.

Fig. 26

Scomposizione del differenziale di rendimento
(punti percentuali)



(1) Differenza tra il rendimento dei BTP benchmark decennali e quello dei Bund di uguale scadenza, meno il corrispondente differenziale tra i tassi swap in lire e in marchi. - (2) Differenza tra i tassi swap in lire e in marchi.

Le informazioni sul primo semestre dell'anno configurano un lieve miglioramento dei margini reddituali delle banche rispetto ai primi sei mesi del 1995. In presenza di una leggera flessione del margine d'interesse in rapporto ai fondi intermediati, esso trae origine dal buon andamento dell'attività di negoziazione dei titoli, favorito dalla crescita delle loro quotazioni. Non si registrano invece progressi nel contenimento dei costi operativi, che rimangono particolarmente elevati nella componente delle spese per il personale. I margini reddituali, che rimangono, per il complesso del sistema bancario, vicini ai livelli minimi toccati negli anni scorsi, risultano altresì fortemente differenziati nelle diverse aree geografiche.

La conduzione della politica monetaria

Nel corso dell'anno l'andamento dei mercati monetari e finanziari ha attraversato quattro fasi. Sino alla scadenza elettorale di aprile, elementi d'incertezza,

anche d'origine internazionale, frenavano sensibilmente la tendenza alla riduzione dei tassi d'interesse. Quest'ultima riprendeva successivamente con intensità, sino alla metà di giugno. Il miglioramento si consolidava fino alla metà di settembre; successivamente si intensificava, a mano a mano che si diffondevano le attese di rafforzamento della manovra finanziaria per il 1997.

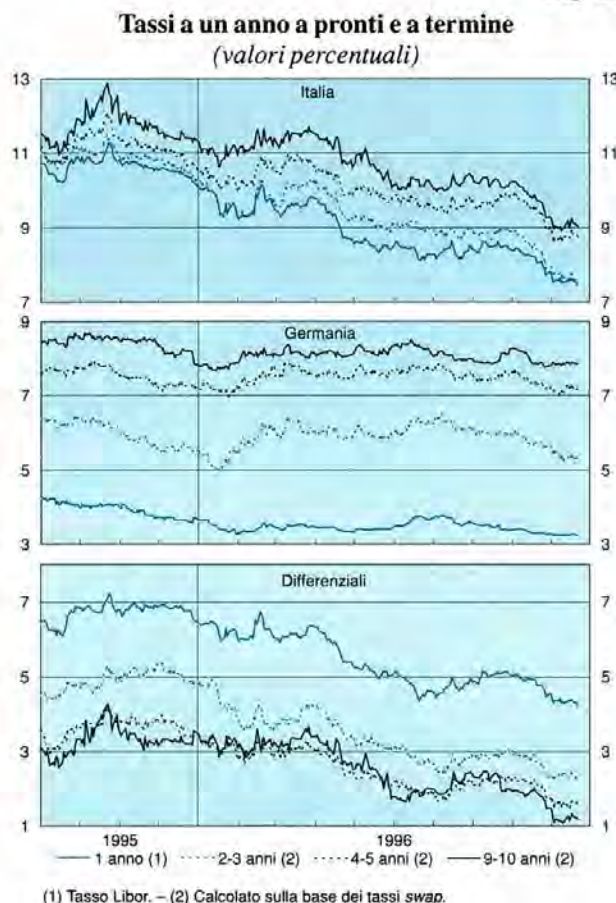
A fine marzo, il rendimento dei BTP a dieci anni era pari al 10,9 per cento, superiore di oltre mezzo punto a quello osservato due mesi prima; il tasso di cambio effettivo della lira si deprezzava in marzo, ma rimaneva comunque superiore del 3,4 per cento rispetto alla fine del 1995. Nel bimestre febbraio-marzo, la Banca d'Italia ha gestito la liquidità in modo da mantenere pressoché stabile il rendimento delle operazioni temporanee intorno al 10 per cento, circa mezzo punto in meno del livello di inizio d'anno (cfr. il riquadro: *Gli interventi della Banca d'Italia sul mercato monetario*).

Nel secondo trimestre il miglioramento delle prospettive d'inflazione (cfr. il capitolo: *L'andamento dei prezzi*), il rallentamento produttivo e le attese di maggiore stabilità del quadro politico favorivano il rafforzamento del cambio e, pur in presenza di rendimenti in aumento in Germania e negli Stati Uniti, una ripresa della riduzione dei rendimenti a lungo termine in lire. Alla fine di giugno il rendimento dei BTP a dieci anni era sceso al 9,4 per cento; il differenziale con i corrispondenti titoli tedeschi si era ridotto a 2,9 punti percentuali, quasi due punti in meno rispetto alla fine del 1995. Il tasso di cambio effettivo della lira si è apprezzato, nel primo semestre, dell'8,2 per cento, con un rafforzamento nei confronti di tutte le altre principali valute. Lo spostamento verso il basso della struttura a termine sugli orizzonti più lontani (fig. 27) confermava, in questo periodo, il miglioramento delle aspettative d'inflazione a lungo termine (cfr. il riquadro: *L'evoluzione delle aspettative d'inflazione nell'ultimo biennio*).

Già da aprile i rendimenti del mercato monetario si riducevano, avvicinandosi al margine inferiore della fascia delimitata dai tassi ufficiali; il movimento al ribasso del tasso interbancario a tre mesi proseguiva nel trimestre successivo. Il 23 luglio, con il consolidarsi dei progressi sul fronte della dinamica dei prezzi, confermati anche dalla flessione delle aspettative

di inflazione e dal recupero del cambio, la Banca d'Italia riduceva il tasso ufficiale di sconto e quello sulle anticipazioni a scadenza fissa, rispettivamente, dal 9 all'8,25 e dal 10,50 al 9,75 per cento.

Fig. 27



In settembre i rendimenti dei BTP a dieci anni accentuavano la flessione, portandosi all'8,6 per cento. La Banca d'Italia lasciava che il migliorato clima delle aspettative sui mercati finanziari si riflettesse sui tassi di aggiudicazione alle aste delle operazioni pronti contro termine, scesi all'8,2 per cento; il tasso interbancario a tre mesi si collocava anch'esso in prossimità del margine inferiore della fascia delimitata dai tassi ufficiali. Il 23 ottobre, confermata la tendenza, la Banca d'Italia ha ridotto il tasso di sconto dall'8,25 al 7,5 per cento e quello sulle anticipazioni a scadenza fissa dal 9,75 al 9,0 per cento.

Tav. 19

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

VOCI	1995		1996 (2)
	Gen.-Set.	Anno	Gen.-Set.
Creazione			
Estero	1.285	2.915	21.957
di cui: pronti contro termine in valuta	9.486	10.592	-9.162
Tesoro	-27.639	-33.369	-9.263
Fabbisogno lordo (3)	96.421	126.816	99.347
Per memoria:			
regolazione debiti pregressi	2.669	3.185	5.039
dismissioni	915	8.354	493
Sottoscrizioni del mercato	-92.910	-118.929	-102.565
Altre forme di copertura (4)	-31.151	-46.785	-8.193
Ammortamento titoli	-	5.530	2.148
Mercato aperto	10.444	15.455	-13.210
di cui: operazioni temporanee (5)	-9.569	-7.906	-20.405
Rifinanziamento	-207	4.857	-5.617
Altri settori	-3.051	-1.786	-6.288
Totale ...	-19.168	-11.928	-12.421
Utilizzo			
Circolante	-3.696	2.060	-4.841
Riserve bancarie	-15.472	-13.988	-7.580
di cui: riserva obbligatoria (6)	-17.846	-18.728	-7.023

(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento della cifra decimale. - (2) Dati provvisori. - (3) Il fabbisogno si riferisce alla nuova definizione del settore statale (cfr.: nella Relazione annuale della Banca d'Italia per il 1994, *Appendice - Glossario*) e include le regolazioni di debiti pregressi, i proventi derivanti dalle dismissioni e altri introiti per il Fondo ammortamento; include le ex aziende autonome che non vendono servizi sul mercato. Al netto di queste voci il fabbisogno nel 1995 è stato di 130.200 miliardi. - (4) Raccolta postale, debiti esteri, impieghi bancari a favore del settore statale, depositi degli Istituti di previdenza presso il Tesoro, depositi cauzionali presso la Cassa DD.PP. - (5) Al valore di bilancio. - (6) Obbligo medio di riserva nel periodo di mantenimento (15 del mese - 14 del mese successivo).

La struttura dei tassi dei *futures* sugli eurodepositi a tre mesi dalla fine di aprile si è spostata tendenzialmente verso il basso, mantenendo un'inclinazione negativa (cfr. la fig. 2 nel riquadro: *Gli interventi della Banca d'Italia sul mercato monetario*). Anche dopo la riduzione dei tassi ufficiali, la curva indica attese di flessione dei rendimenti fino alla metà del 1997. I rendimenti a termine sull'euromercato hanno registrato una tendenza al ribasso anche sugli orizzonti più lunghi, interrottasi nella fase di elevata volatilità dei rendimenti in agosto, e ripresa all'inizio di settembre. Lo spostamento verso il basso della curva dei rendimenti, pronunciato anche sugli orizzonti più distanti, conferma il miglioramento delle aspettative d'inflazione, favorito dal fermo orientamento della politica monetaria. La diminuzione del rendimento implicito sull'orizzonte tra nove e dieci anni è stata pari a circa due punti percentuali nei primi nove mesi dell'anno, al 9,3 per cento; dello stesso ammontare si è ridotto il differenziale con il corrispondente rendimento calcolato per la Germania, a 1,5 punti percentuali.

L'incremento della base monetaria è rimasto, nei primi nove mesi dell'anno, molto contenuto, pur se in aumento rispetto a quello del 1995 (tav. 19); la crescita, destagionalizzata e corretta per la variazione del coefficiente di riserva, è stata del 3,6 per cento, contro l'1,8 per cento dello stesso periodo del 1995. Alla crescita hanno contribuito sia il circolante sia le riserve bancarie.

La creazione di base monetaria da parte dell'estero è stata cospicua: 22.000 miliardi, contro 1.300 nel corrispondente periodo del 1995. La distruzione di liquidità a opera del Tesoro (9.300 miliardi, rispetto a 27.600 nei primi nove mesi del 1995) si è principalmente realizzata mediante la scadenza di titoli nel portafoglio della Banca d'Italia. L'assorbimento di riserve bancarie attraverso le operazioni di mercato aperto della Banca d'Italia è stato pari a 13.200 miliardi, contro una creazione di 10.400 nello stesso periodo del 1995. Sono stati effettuati acquisti netti di titoli in via definitiva per circa 7.200 miliardi; gli acquisti netti di BOT, pari a 11.700 miliardi ed effettuati prevalentemente mediante asta competitiva, sono stati solo in parte compensati dalle vendite nette degli altri titoli. Il finanziamento temporaneo in titoli della Banca d'Italia al sistema bancario, sceso a 14.600 miliardi alla fine di settembre, è divenuto

Gli interventi della Banca d'Italia sul mercato monetario

Dalla seconda metà di aprile, a fronte di un miglioramento delle prospettive d'inflazione, la gestione della liquidità ha consentito che il clima più disteso diffusosi sui mercati valutari e finanziari si riflettesse sui rendimenti delle operazioni pronti contro termine, che scendevano poco al di sopra del tasso di sconto, attorno al 9,3 per cento, per poi stabilizzarsi in prossimità di questo livello nel corso del mese successivo. A questo movimento si accompagnava una riduzione dei rendimenti interbancari overnight e a tre mesi, che diminuivano al 9 per cento; il differenziale a tre mesi con i tassi tedeschi, che aveva sfiorato sette punti percentuali a metà febbraio, scendeva a 5,7 punti.

Finanziamenti della Banca d'Italia
(consistenze in miliardi di lire)

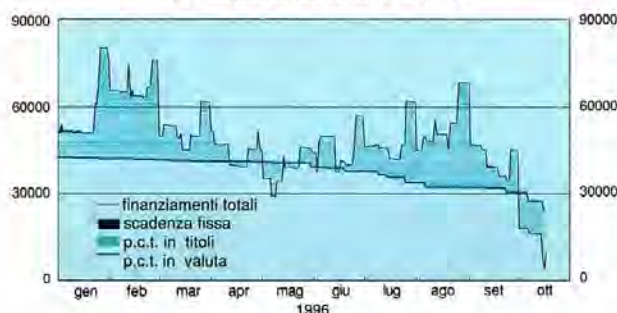


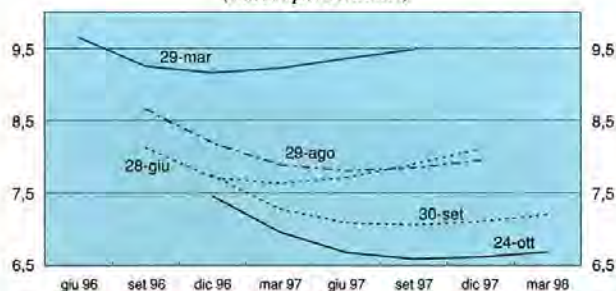
Fig. 1

Nei primi quattro mesi del 1996 il Tesoro ha fatto un ampio ricorso ai fondi detenuti sui conti presso la Banca d'Italia, dando luogo a una creazione di liquidità pari a circa 24.000 miliardi. Anche l'estero ha determinato, in marzo e soprattutto in aprile, una creazione di base monetaria (9.400 miliardi complessivamente). L'effetto sulla liquidità è stato compensato dalla Banca d'Italia rinnovando soltanto parzialmente i finanziamenti in scadenza al sistema bancario: tra marzo e aprile sono state effettuate operazioni pronti contro termine in titoli per 51.500 miliardi, a fronte di scadenze per 81.000 miliardi. Tra il 30 aprile e il 3 maggio, inoltre, la Banca ha effettuato due operazioni di vendita definitiva di BOT mediante asta (per complessivi

3.500 miliardi) e, per la prima volta dal febbraio 1991, una operazione temporanea di impiego (per 10.000 miliardi). L'indebitamento temporaneo in titoli del sistema bancario nei confronti dell'Istituto è divenuto negativo per alcuni giorni verso la metà di aprile e, in misura più marcata, nella prima metà di maggio (fig.1).

Tra maggio e giugno, a fronte di rendimenti a brevissimo termine in media vicini al 9,3 per cento, il miglioramento del quadro dell'inflazione si rifletteva sui rendimenti delle scadenze superiori a un mese, che scendevano al di sotto del tasso di sconto. Il tasso interbancario a tre mesi toccava in giugno un minimo dell'8,4 per cento, per collocarsi a fine mese attorno all'8,7 per cento; il differenziale con i rendimenti in marchi si riduceva ulteriormente, a 5,2 punti percentuali. A fine giugno la curva dei rendimenti dei futures sugli eurodepositi a tre mesi indicava attese di una diminuzione dei rendimenti pari a circa un punto percentuale nella parte restante dell'anno (fig.2).

Tassi dei futures sugli eurodepositi a tre mesi
(valori percentuali)



(1) In ascissa sono riportate le date di regolamento dei contratti futures cui si riferiscono i rendimenti.

Dopo la riduzione dei tassi ufficiali del 23 luglio, (il tasso di sconto e quello sulle anticipazioni a scadenza fissa sono scesi rispettivamente dal 9 all'8,25 per cento e dal 10,5 al 9,75 per cento), il rendimento delle operazioni temporanee si collocava vicino al 9 per

cento. La curva dei rendimenti dei futures manteneva un'inclinazione negativa.

Nell'ultima decade di maggio, lungo tutto il mese di giugno e in misura minore nel bimestre successivo, il Tesoro ha depositato fondi sul conto di disponibilità presso la Banca d'Italia (per circa 43.000 miliardi), seguendo la norma stagionale legata agli introiti fiscali. La Banca d'Italia ha rifinanziato il sistema bancario principalmente mediante operazioni pronti contro termine in titoli; l'indebitamento del sistema in questa forma nei confronti dell'Istituto è tornato a salire, portandosi a 36.200 miliardi alla fine di agosto. Nei mesi estivi la regolazione della liquidità si è avvalsa frequentemente degli acquisti di BOT mediante asta; tra la seconda metà di maggio e il mese di giugno sono state effettuate sette operazioni di questo tipo. Nella prima settimana di luglio, per fronteggiare un temporaneo eccesso di liquidità, si è invece effettuata una operazione di vendita.

Il 19 giugno il Tesoro ha compiuto la terza operazione di riacquisto di titoli di Stato sul mercato, dopo le due della fine del 1995, utilizzando le somme derivanti dalle dismissioni patrimoniali depositate sul fondo di ammortamento presso la Banca d'Italia; l'effetto positivo sulla base monetaria, pari a circa 2.200 miliardi, è stato compensato dosando opportunamente il finanziamento del sistema attraverso le operazioni della Banca.

Da settembre, l'ulteriore flessione dei rendimenti a lungo termine e l'apprezzamento della lira si sono riflessi anche sui rendimenti delle operazioni pronti contro termine e su quelli del mercato monetario. Alla fine di ottobre, dopo la riduzione di 0,75 punti dei tassi ufficiali decisa il 23 del mese, i rendimenti interbancari overnight e a tre mesi scendevano intorno al 7,8 per cento. Il differenziale a tre mesi con i tassi tedeschi si è ridotto a circa 4,7 punti percentuali, dai 6,6 della fine del 1995. La curva dei rendimenti dei futures, scesa nella seconda metà di ottobre sui livelli minimi dell'anno, indicava attese di ulteriori riduzioni dei rendimenti a breve termine entro la prima metà del 1997.

Nei primi nove mesi dell'anno le anticipazioni a scadenza fissa sono state utilizzate raramente, per importi generalmente limitati e con durata molto breve, al fine di regolare la chiusura del periodo di mantenimento della riserva obbligatoria. Nel complesso, il ricorso alle operazioni definitive in BOT mediante asta competitiva per la regolazione della liquidità è stato invece più frequente che in passato: l'ammontare complessivo degli acquisti è stato pari a 19.600 miliardi, contro 15.500 nell'intero 1995; quello delle vendite è stato di 8.200 miliardi, contro 2.500 l'anno scorso.

L'indebitamento temporaneo in titoli del sistema bancario con la Banca d'Italia (35.800 miliardi alla fine del 1995) si è ridotto nel corso dell'anno, divenendo negativo nella prima parte di ottobre. A ciò hanno contribuito la riforma del regime di riserva obbligatoria, che ha manifestato i suoi effetti gradualmente nell'ultimo biennio, e la creazione di liquidità da parte del canale estero. I finanziamenti pronti contro termine in valuta sono stati rinnovati solo parzialmente; la diminuzione della consistenza in essere di queste operazioni ha avuto luogo in modo graduale, da 42.200 miliardi alla fine del 1995 a 24.300 miliardi alla fine di ottobre. In ottobre la Banca d'Italia ha effettuato quattro operazioni temporanee di impiego (per complessivi 34.500 miliardi). Le esigenze di riassorbimento della liquidità sono state soddisfatte anche facendo ricorso a vendite di titoli di Stato a medio e a lungo termine sul mercato aperto: nel mese di ottobre esse sono state pari a circa 6.000 miliardi.

In ottobre il Tesoro ha utilizzato di nuovo le proprie disponibilità sul Fondo di ammortamento, per effettuare riacquisti di titoli di Stato e rimborsi di titoli in scadenza.

Con decorrenza dal 21 ottobre, la Banca d'Italia ha ampliato dal 10 al 12,5 per cento la percentuale mobilizzabile della riserva obbligatoria, col fine di favorire una gestione più flessibile delle riserve bancarie e una minore volatilità dei rendimenti interbancari a brevissima scadenza.

negativo in ottobre, mese in cui sono state effettuate quattro operazioni temporanee di impiego in titoli. Tra la fine di dicembre e quella di ottobre, la consistenza in essere dei finanziamenti contro cessione temporanea di valuta è diminuita da 42.200 a 24.300 miliardi.

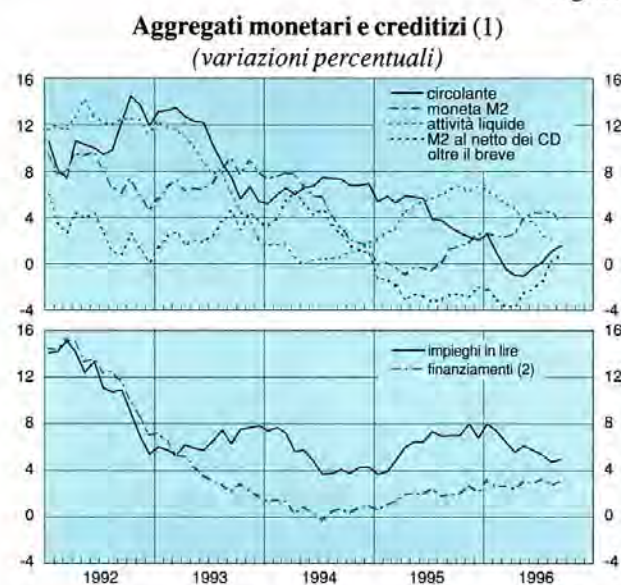
Fig. 28



Nei primi nove mesi del 1996 la crescita della moneta M2, misurata su dati medi trimestrali e depurata dei fattori stagionali, è stata pari al 4,3 per cento in ragione d'anno, oltre due punti percentuali superiore a quella registrata nel 1995. L'espansione è risultata in linea col valore di riferimento del 5 per cento preannunciato per l'anno (fig. 28). L'aggregato, che nel primo quadrimestre del 1996 aveva continuato a crescere con un ritmo molto contenuto, ha accelerato a maggio, per effetto anche della netta riduzione del divario tra i tassi di rendimento delle attività monetarie e quelli sulle forme alternative d'investimento a breve termine. Nei primi mesi è stata forte la crescita dei CD oltre il breve termine, mentre i conti correnti hanno registrato una flessione. La tendenza di questi ultimi si è invertita dalla fine di aprile: gli afflussi valutari dall'estero e la forte riduzione del rendimento dei BOT e delle operazioni pronti contro termine ne hanno favorito la ripresa. L'andamento dei CD con scadenza oltre il breve termine si è invertito dopo l'aumento, disposto il 20 giugno scorso, della ritenuta fiscale loro applicata; il rapido accentuarsi della sostituzione di questi strumenti con obbligazioni bancarie suggerisce di assumere come riferimento, per il futuro, una definizione della moneta M2 che escluda questa componente (fig. 29; cfr. il riquadro: *La modifica del trattamento fiscale degli interessi sui depositi*).

Le attività finanziarie totali sono cresciute con un ritmo lievemente inferiore a quello registrato nel 1995; nei primi otto mesi la loro espansione, al netto dei fattori stagionali e su base annua, è stata pari al 5,9 per cento (6,4 per cento nell'analogo periodo del 1995; tav. 20). All'accumulo di attività finanziarie ha continuato a contribuire il cospicuo avanzo delle partite correnti. Il credito ha mostrato una moderata accelerazione, sia nella componente erogata al settore non statale (3,0 per cento contro 2,3 del corrispondente periodo del 1995), sia in quella destinata al finanziamento del fabbisogno del settore statale.

Fig. 29



(1) Tassi di crescita sui dodici mesi, calcolati sulla base di dati medi per il circolante e per M2, di dati di fine mese per le attività liquide e gli aggregati creditizi. - (2) Finanziamenti interni al settore non statale.

Nelle attività finanziarie si è mantenuto pressoché costante il peso di quelle comprese nell'aggregato M2 e si è fortemente ridotto quello delle altre attività a breve termine, come risultato della significativa flessione intervenuta nel differenziale di interesse tra attività monetarie e loro immediati sostituti. Il favorevole andamento dei corsi ha contribuito a sostenere la domanda di titoli a medio e a lungo termine e di quote di fondi comuni d'investimento. Le preferenze dei risparmiatori si sono rivolte anche verso le attività sull'estero e le obbligazioni; la ripresa degli acquisti di queste ultime si è avviata nell'estate e ha riguardato prevalentemente le obbligazioni bancarie.

Tav. 20

Credito e attività finanziarie
(variazioni e quote percentuali; dati di fine periodo)

VOCI	Tassi di crescita			Quote percentuali sulle consistenze	
	1995		1996	1995	1996
	Gen.-Ago. (1)	Anno	Gen.-Ago. (1)	Agosto	Agosto
Credito totale	5,0	5,1	5,3	100,0	100,0
di cui: finanziamenti al settore non statale	2,3	2,4	3,0	37,0	36,0
Da banche	2,9	2,6	3,0	31,9	31,1
Obbligazioni	-14,9	-13,7	4,6	0,9	0,9
Dall'estero	2,5	4,3	2,7	4,2	4,0
Attività finanziarie (2)	6,4	5,7	5,9	100,0	100,0
Sull'interno	6,3	5,5	4,3	93,5	92,6
Attività liquide	7,1	6,6	0,4	57,9	55,8
di cui: M2 (3)	1,3	2,5	4,5	35,9	35,3
Titoli a medio e a lungo termine	8,8	5,4	8,9	31,0	31,3
Fondi comuni e altre (4)	-10,3	-8,0	35,3	4,6	5,5
Sull'estero	6,6	7,9	28,8	6,5	7,4

(1) Calcolati su dati destagionalizzati, in ragione d'anno. - (2) Al netto delle azioni. - (3) Variazioni percentuali calcolate su dati medi mensili. - (4) Quote di fondi comuni, attività del settore non statale verso banche, depositi cauzionali di imprese, titoli atipici e prestiti della Repubblica nel portafoglio del settore non statale.

L'attività degli intermediari creditizi

Il credito bancario ha continuato a crescere con ritmi moderati; gli impieghi delle banche sono aumentati, tra la fine di dicembre e quella di settembre, del 3,3 per cento su base annua e al netto della stagionalità (3,1 nello stesso periodo del 1995). L'andamento dell'aggregato è il risultato di una decelerazione della componente in lire, cresciuta del 4,3 per cento (contro il 7,3 per cento) e del rallentamento della contrazione di quella in valuta, favorito dalla stabilità della lira e dal livello relativamente basso dei tassi esteri. Un sensibile aumento dell'indebitamento in valuta si è verificato in luglio, in conseguenza dell'eliminazione del preesistente vantaggio fiscale a favore delle operazioni di credito indiretto effettuate dalle filiali estere di banche italiane rispetto ai prestiti diretti da parte di banche residenti.

La disaggregazione degli impieghi secondo la scadenza contrattuale indica una decelerazione della componente a breve termine, rispetto ai ritmi di incre-

mento elevati della prima parte dello scorso anno. L'aumento è stato del 2,3 per cento nei primi nove mesi dell'anno, dimezzatosi rispetto a quello dello stesso periodo del 1995. Alla decelerazione hanno contribuito il rallentamento dell'attività produttiva e la moderata diminuzione dei tassi su questa componente del credito rispetto a quella dei rendimenti del mercato monetario (fig. 30). Nel primo semestre del 1996, sebbene i margini operativi lordi delle imprese non finanziarie abbiano continuato a crescere, esse hanno dismesso attività finanziarie in misura considerevole; ciò ha consentito il rimborso di debiti bancari e l'ulteriore riduzione del *leverage* (cfr. il riquadro: *I saldi finanziari delle imprese e delle famiglie*). Il tasso di crescita sui dodici mesi degli impieghi bancari alle società non finanziarie è sceso, nel giugno di quest'anno, al 2,2 per cento contro il 5,1 a giugno 1995 (tav. 21).

Il rallentamento dell'indebitamento nei confronti delle banche ha interessato in misura minore l'industria in senso stretto; nel comparto dei servizi,

La modifica del trattamento fiscale degli interessi sui depositi

Il D.L. 20 giugno 1996, n. 323, successivamente convertito in legge con modifiche, ha uniformato al 27 per cento la ritenuta fiscale relativa agli interessi su tutte le tipologie di deposito bancario. Sui soggetti a cui la ritenuta si applica a titolo definitivo, la manovra produce un lieve alleggerimento dell'imposta sui depositi in conto corrente e un forte inasprimento di quella sui CD con scadenza non inferiore ai diciotto mesi (cfr. tavola) (1). Ulteriori modifiche potrebbero essere presto apportate in caso di conferimento al Governo della delega per il riordino della materia, prevista nel provvedimento collegato al disegno di legge finanziaria.

I provvedimenti finora presi introducono rilevanti modifiche nella convenienza relativa all'emissione delle obbligazioni e dei CD, che stanno avviando una ricomposizione delle attività finanziarie del pubblico. In particolare, viene favorita una sostituzione di CD con scadenza non inferiore ai diciotto mesi, per i quali l'aliquota è più che raddoppiata, con obbligazioni o con CD a breve termine, anche se l'assoggettamento all'obbligo di riserva continua a operare a svantaggio di questi ultimi. La revisione della normativa secondaria sulle obbligazioni bancarie, effettuata lo scorso 13 agosto dalla Banca d'Italia consente ora a tutte le banche di emettere obbligazioni di taglio unitario minimo pari a 5 milioni, purché le emissioni siano di importo non inferiore a 300 miliardi, oppure soddisfino tutti i requisiti richiesti dalla Consob per l'ammissione alla quotazione; per le emissioni prive di tali caratteristiche il taglio unitario minimo è stato ridotto da 100 a 20 milioni.

Aliquote fiscali relative agli interessi sulle diverse forme di raccolta bancaria

VOCI	Vecchio regime	Nuovo regime
Depositi in conto corrente e a risparmio		
Non vincolati o vincolati fino a 12 mesi .	30	27 (1)
Vincolati oltre i 12 mesi	25	27 (2)
CD e buoni fruttiferi		
con scadenza:		
fino a 12 mesi	30	27 (1)
superiore a 12 e inferiore a 18 mesi . . .	25	27 (2)
non inferiore a 18 mesi	12,5	27 (2)
Obbligazioni (3)		
con scadenza:		
non inferiore a 18 mesi	12,5	12,5
se rimborsate entro 18 mesi dall'emissione	12,5	12,5 (4)
inferiore a 18 mesi	12,5	27

(1) Si applica agli interessi maturati a partire dal 20 giugno. - (2) Si applica agli interessi maturati sui CD emessi e i depositi raccolti a partire dal 20 giugno. - (3) Il nuovo regime, che si applica alle obbligazioni emesse a partire dal 31 agosto 1996, non tocca direttamente le banche residenti, che non possono effettuare emissioni con scadenza inferiore a ventiquattro mesi né rimborsi entro diciotto mesi dalla data di emissione; esso mira a rimuovere lo svantaggio competitivo delle banche italiane rispetto agli intermediari non residenti, che raccolgono sullo stesso segmento di mercato attraverso le cosiddette *notes* (titoli in lire a breve termine collocati in Italia e assoggettati prima del 31 agosto alla ritenuta del 12,5 per cento, in quanto considerati obbligazioni). - (4) È tuttavia prevista una penale del 20 per cento, a carico dell'emittente, sugli interessi maturati fino al momento del rimborso anticipato.

Già dal mese di luglio si sono registrati una marcata accelerazione delle obbligazioni nonché, in controtendenza rispetto ai mesi precedenti, rimborsi netti di CD a diciotto mesi e oltre ed emissioni di CD a breve termine superiori ai rimborsi (cfr. figura). Mentre il comporta-

l'indebitamento è decelerato particolarmente per quelli dei trasporti e per gli altri destinabili alla vendita. In contrazione è risultato il credito destinato alle costruzioni. Per le società finanziarie e assicurative si è avuta una sostanziale stasi dei prestiti, sebbene proseguisse la forte contrazione del credito alle finanziarie di partecipazione pubbliche, per le quali si è intensificato il ricorso al mercato azionario. Superiore rispetto alla media e ancora in aumento è stata la cre-

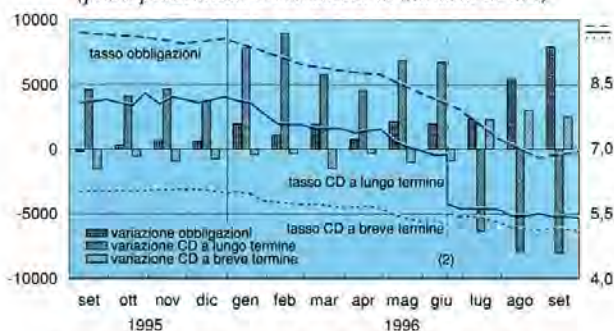
scita degli impieghi erogati alle famiglie produttrici (o imprese individuali).

La decelerazione delle partite in sofferenza è proseguita fino ad aprile. Essa si è arrestata nei mesi successivi, riflettendo principalmente l'emersione di sofferenze al Banco di Napoli. Il tasso di crescita sui dodici mesi è sceso dal 21,0 per cento della fine del 1995 al 14,4 in aprile; in agosto era pari al 15,2 per cento, a fronte di una consistenza di 118.400 miliardi

mento difforme di queste due componenti dei CD è coerente con quello dei relativi rendimenti netti (2), la ripresa delle obbligazioni si è associata a una forte flessione dei rendimenti lordi all'emissione: 111 centesimi di punto tra giugno e settembre, contro 45 centesimi per quelli dei BTP. Questi andamenti potrebbero riflettere anche crescenti collocamenti di obbligazioni di piccolo importo presso la clientela ordinaria. Un'analisi a livello disaggregato rivela infatti che sono in aumento sia le emissioni da parte di banche che già facevano ricorso a tale strumento in passato, sia il numero di istituti che solo di recente hanno varato le loro prime emissioni; questi ultimi sono stati 49 tra la fine di maggio e la fine di agosto.

Lo spostamento di ammontari significativi di CD oltre il breve termine verso le obbligazioni influenza l'andamento e la significatività dell'aggregato monetario M2.

Rendimenti netti all'emissione e variazioni nel mese delle consistenze di CD e di obbligazioni (1)
(punti percentuali e variazioni in miliardi di lire)



Fonte: Segnalazioni decadali per i tassi. Matrice dei conti per i flussi.

(1) Le serie dei tassi d'interesse sui CD hanno frequenza decadale, quelle dei tassi d'interesse sulle obbligazioni e quelle dei flussi hanno frequenza mensile. - (2) 20 giugno 1996: modifica dell'aliquota fiscale sui CD.

I processi di sostituzione tra le diverse tipologie di raccolta bancaria avvenuti nella prima metà degli anni novanta avevano interessato prevalentemente le attività incluse nella moneta M2, senza incidere in maniera rilevante sulla dinamica complessiva dell'aggregato (3). In particolare, una serie di modifiche normative aveva favorito lo spostamento di depositi dai CD a breve a quelli a più lunga scadenza: fra queste, la revisione, nel novembre 1991, dell'aliquota fiscale sui CD fino a dodici mesi (innalzata dal 25 al 30 per cento) e le recenti riforme del regime di riserva obbligatoria (cfr. Bollettino Economico, n. 23, 1994), che hanno progressivamente eliminato l'obbligo di riserva sui CD a diciotto mesi e oltre.

Con la recente modifica delle aliquote d'imposta, i conti correnti e i CD a breve termine, già omogenei sotto il profilo della riserva obbligatoria, sono stati equiparati anche nel trattamento fiscale. Questa circostanza e i prevedibili processi di sostituzione tra CD oltre il breve termine e obbligazioni menzionati sopra suggeriscono di calcolare la moneta M2 escludendo i CD oltre il breve termine.

(1) Al fine di contenere la compressione del gettito fiscale derivante principalmente dal fatto che la riduzione dell'aliquota sui conti correnti opera sulle consistenze in essere, il decreto innalza in via temporanea, sino alla fine del 1998, la misura degli acconti relativi al versamento delle ritenute sugli interessi effettuate dalle banche.

(2) Il differenziale di rendimento netto tra i CD a diciotto mesi e oltre e quelli a breve termine si è drasticamente ridotto (cfr. figura); la residua differenza, che a settembre risultava pari a circa 30 centesimi di punto, appare interamente imputabile all'onere della riserva obbligatoria.

(3) Sull'andamento delle componenti della moneta M2 negli ultimi anni, cfr. Bollettino Economico, n. 21, 1993, n. 24, e n. 25, 1995.

(pari al 10,0 per cento degli impieghi complessivi contro il 9,3 alla fine del 1995).

Il miglioramento non ha interessato, se non marginalmente, il comparto delle costruzioni, ove la crescita sui dodici mesi delle sofferenze è stata pari in giugno al 47,5 per cento, e la loro consistenza ha raggiunto il 18,1 per cento degli impieghi complessivi ricevuti dal comparto (12,5 a giugno 1995). Il rapporto

tra sofferenze e impieghi complessivi si è ridotto nell'industria in senso stretto (portandosi al 7,5 per cento); per i settori industriali esportatori è sceso al 6,8 per cento (7,0 a giugno 1995). Per il complesso del sistema, le sofferenze calcolate al valore di realizzo, che escludono l'ammontare del credito giudicato irrecuperabile dalla banca, toccavano in agosto 71.100 miliardi, pari al 39,5 per cento del patrimonio di vigilanza (contro il 43,0 per cento alla fine del 1995).

I saldi finanziari delle imprese e delle famiglie

Nel primo semestre di quest'anno è proseguito l'aumento, sia pure contenuto, dei margini operativi lordi rispetto al periodo corrispondente del 1995. Ciò ha consentito alle imprese di far fronte ai maggiori oneri finanziari netti e di finanziare la lieve crescita degli investimenti lasciando il saldo finanziario sostanzialmente invariato: nel primo semestre del 1996, il disavanzo finanziario (risultante dall'eccedenza, ex-post, della spesa per investimenti in scorte e in impianti e attrezzature sul risparmio lordo) è risultato pari a 35.200 miliardi, di poco superiore a quello registrato nel primo semestre del 1995 (34.700 miliardi), anno in cui aveva registrato una crescita cospicua connessa con la ripresa degli investimenti fissi. L'andamento relativo del costo del debito e dei rendimenti sui titoli rispetto al primo semestre del 1995 è alla base delle scelte delle imprese di effettuare disinvestimenti netti di attività finanziarie e di ridurre l'indebitamento bancario. Il comportamento delle imprese si è quindi differenziato da quello degli altri comparti del settore non statale, per i quali i finanziamenti bancari hanno registrato, nei primi sei mesi dell'anno, un'accelerazione, sia pur contenuta, rispetto al periodo corrispondente del 1995. Come il complesso del settore non statale, le imprese hanno peraltro continuato a modificare la struttura dell'indebitamento bancario, riducendo la componente a breve termine.

Nonostante la riduzione del differenziale di rendimento rispetto ad altre attività finanziarie a breve termine, i depositi delle imprese si sono contratti in misura solo lievemente inferiore a quella dell'anno precedente, quando tale differenziale si era fortemente ampliato. La flessione dei depositi (11.700 miliardi) può essere in parte spiegata dalla necessità di far fronte al pagamento degli investimenti effettuati per beneficiare degli sgravi fiscali in vigore fino ad aprile. Il calo dei rendimenti ha frenato la crescita delle operazioni temporanee in titoli, pari nel semestre a 1.200 miliardi (4.400 nel periodo corrispondente del 1995); le imprese hanno altresì ceduto titoli di Stato a medio e a lungo termine per 3.300 miliardi (contro gli acquisti per 4.400 nel primo semestre 1995). Considerando l'anno nel suo complesso, è proseguita la modifica della struttura dell'attivo finanziario delle imprese, in atto dall'inizio degli anni novanta, a favore delle attività sull'estero e dei titoli pronti contro termine, con una riduzione del peso dei titoli detenuti in via definitiva e dei depositi.

Il rimborso, da parte delle imprese, di 5.700 miliardi di debiti a breve termine verso le banche italiane, dopo un anno in cui l'indebitamento era aumentato, appare coerente con il rallentamento della spesa per investimenti e l'ampliamento dei margini operativi, da un lato, con l'andamento dei tassi sugli impieghi, dall'altro. Alla riduzione dei debiti verso le banche si sono associati, peraltro, sia la crescita dei prestiti dall'estero (3.900 miliardi contro 900 nel semestre corrispondente del 1995), sia l'aumento della raccolta azionaria sull'estero (6.000 miliardi, contro 2.200), dovuta al rialzo dei corsi azionari, alle aspettative di riduzione dei tassi e al collocamento in borsa di nuove società. Complessivamente, le risorse raccolte attraverso emissioni azionarie sono state pari a 12.400 miliardi, in crescita rispetto agli 8.700 miliardi del primo semestre 1995, anche se ancora inferiori agli elevati livelli del 1993-94. Le maggiori emissioni hanno consentito un'ulteriore flessione del leverage (a fine giugno pari a 1,04) portatosi su valori inferiori a quelli dell'inizio del decennio (1,12 nel 1990). In corrispondenza della riduzione delle importazioni, è diminuito in misura rilevante il flusso dei debiti commerciali verso l'estero, pari a 2.000 miliardi (contro i 7.000 del 1995).

Il saldo finanziario del settore delle famiglie, comprensivo delle imprese individuali (risultante dall'eccedenza, ex-post, del risparmio lordo sulla spesa per investimenti), è stato pari, nel primo semestre di quest'anno, a 67.200 miliardi, 4.400 in più rispetto al corrispondente semestre del 1995. Il risultato deriva da una riduzione del flusso di passività (attribuibile alle famiglie consumatrici) superiore a quella degli investimenti finanziari (attribuibile invece alle imprese individuali). Il miglioramento del saldo finanziario delle famiglie consumatrici conferma il forte rallentamento dei consumi, mentre il peggioramento di quello delle imprese individuali suggerisce una riduzione dei margini.

Anche per le famiglie l'andamento relativo dei tassi sulle attività finanziarie ha determinato la ricomposizione degli investimenti finanziari. La riduzione del differenziale tra i tassi sulle operazioni temporanee in titoli e quelli sui depositi spiega il rallentamento degli investimenti in operazioni pronti contro termine (da 22.100 a 4.500 miliardi) e la ripresa dei depositi (da -24.300 a 6.700 miliardi). Sulle cessioni di titoli di Stato a breve termine (per 13.400 miliardi contro acquisti netti nel 1995 per 29.700) hanno agito, oltre all'andamento dei

rendimenti, anche fattori di offerta. La crescita delle sottoscrizioni di titoli a medio e a lungo termine (da 40.100 a 43.100 miliardi) ha riguardato interamente le obbligazioni bancarie: in presenza di un differenziale positivo tra i rendimenti delle obbligazioni e quelli dei titoli di Stato, gli acquisti di questi ultimi sono infatti scesi da 40.200 a 26.300 miliardi. Hanno inoltre ripreso a crescere le componenti meno liquide delle attività finanziarie: le quote di fondi comuni (17.000 miliardi, contro una riduzione di

8.800 miliardi nel corrispondente semestre del 1995) e gli investimenti all'estero (da 5.200 a 8.300 miliardi).

Dal lato della passività, il forte rallentamento dei consumi di beni durevoli si è tradotto in una riduzione del flusso dei debiti a medio e a lungo termine da 9.000 a 3.800 miliardi da parte delle famiglie consumatrici. Per le imprese individuali, il flusso delle passività è rimasto sostanzialmente invariato.

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

VOCI	Famiglie (1)				Società e quasi società non finanziarie			
	Flussi			Consistenze	Flussi			Consistenze
	I semestre 1995	II semestre 1995	I semestre 1996		I semestre 1995	II semestre 1995	I semestre 1996	
Biglietti e monete	-3.386	5.324	-4.724	89.013	-363	553	-500	9.156
Depositi a vista	-28.264	25.751	-17.982	355.924	-11.867	11.154	-11.872	99.188
Altri depositi	3.955	34.821	24.634	651.288	-257	509	126	6.674
Operazioni pronti contro termine ..	22.068	8.936	4.496	100.713	4.399	113	1.190	16.764
Titoli a breve termine	29.654	-3.196	-13.355	330.053	784	-574	-152	3.962
Titoli a medio e a lungo termine ...	40.139	16.511	43.106	658.229	4.471	-1.047	-2.921	55.478
di cui: di Stato	40.221	10.851	26.343	520.363	4.445	-1.672	-3.280	46.269
Quote di fondi comuni	-8.358	-2.159	16.962	123.867				
Azioni e partecipazioni	725	6.039	-244	511.503	325	2.865	-185	281.604
Attività sull'estero	5.164	3.389	8.329	127.774	10.858	5.506	5.199	197.004
Altre attività finanziarie	21.639	20.451	19.321	336.734	727	752	597	20.778
Totale attività ...	83.335	115.868	80.542	3.285.098	9.077	19.832	-8.518	690.607
Debiti a breve termine	2.811	-607	1.568	120.089	7.073	6.199	-3.051	393.648
di cui: bancari	1.506	774	1.804	118.930	4.938	3.776	-5.657	366.583
Debiti a medio e a lungo termine ..	11.792	6.983	6.881	203.842	11.244	7.591	1.852	309.212
di cui: bancari	10.675	5.853	5.655	184.454	6.072	7.287	416	236.987
Obbligazioni					-3.050	-1.438	1.303	30.653
Azioni e partecipazioni					6.449	2.006	6.400	764.227
Passività sull'estero					10.967	13.617	14.093	252.057
di cui: azioni e partecipazioni .					2.212	10.442	6.020	83.213
prestiti esteri					886	4.220	3.881	103.567
Altre passività finanziarie	5.941	5.916	4.905	96.736	11.117	8.259	6.110	148.516
Totale passività ...	20.544	12.293	13.354	420.667	43.799	36.234	26.707	1.898.313
Saldo	62.791	103.575	67.188	2.864.431	-34.722	-16.403	-35.225	-1.207.706
Saldo corretto per l'inflazione	11.934	60.087	47.571		-23.008	-6.238	-30.573	

Fonte: Conti finanziari.

(1) Include sia le famiglie consumatrici, sia le imprese individuali.

Tav. 21

Banche: impieghi e sofferenze per settori di attività economica (1)
(valori percentuali)

PERIODI	Ammini- strazioni pubbliche (2)	Società finanziarie e assicurative		Società non finanziarie					Famiglie		Totale
		Finanziarie di parteci- pazione	Industria in senso stretto	Settori industriali esportatori (3)	Costruzioni	Servizi	Consuma- trici (4)	Produttrici			
<i>Variazioni sui dodici mesi degli impieghi</i>											
1995 – Giugno	3,1	−9,3	−21,7	5,1	6,7	7,4	1,9	5,0	8,1	2,3	3,0
1995 – Dicembre . .	3,0	−5,6	−15,9	4,8	7,4	9,4	−2,9	5,3	6,1	5,5	3,5
1996 – Giugno	2,9	0,6	−10,8	2,2	5,8	9,6	−3,4	0,4	3,5	7,2	2,9
<i>Variazioni sui dodici mesi delle sofferenze</i>											
1995 – Giugno	4,8	25,1	33,8	25,8	14,6	18,8	42,2	31,7	29,6	21,9	25,2
1995 – Dicembre . .	36,5	0,0	−3,2	22,3	6,8	9,4	53,0	23,8	24,8	20,8	21,3
1996 – Giugno	37,1	2,0	1,1	16,5	2,7	5,0	47,5	14,1	14,7	17,0	15,8
<i>Rapporto sofferenze/impieghi complessivi (5)</i>											
1995 – Giugno	0,8	3,8	4,8	9,3	7,6	7,0	12,5	8,9	9,3	14,9	8,7
1995 – Dicembre . .	1,1	3,5	4,4	10,1	7,6	7,0	15,9	9,4	9,9	15,8	9,3
1996 – Giugno	1,1	3,9	5,4	10,7	7,5	6,8	18,1	10,1	10,3	16,2	9,8
<i>Composizione degli impieghi</i>											
1995 – Giugno	9,7	12,0	4,7	50,1	22,6	6,3	7,6	19,0	15,6	12,7	100
1996 – Giugno	9,8	11,7	4,0	49,5	23,0	6,7	7,2	18,4	15,7	13,3	100

Fonte: Segnalazioni statistiche alla vigilanza.

(1) Impieghi a clientela ordinaria residente. I dati di giugno 1996 sono provvisori. Gli impieghi sono al netto delle sofferenze e le variazioni della componente in valuta sono al netto degli aggiustamenti di cambio. – (2) Sono convenzionalmente incluse alcune società di servizi di proprietà pubblica che in passato operavano sotto la forma di aziende autonome. – (3) Macchine agricole e industriali, per ufficio ed elaborazione dati, materiali e forniture elettriche, mezzi di trasporto e prodotti in gomma e plastica. – (4) Comprende anche le istituzioni sociali private. – (5) Nel calcolo di tale rapporto il denominatore comprende anche le partite in sofferenza.

Riflettendo il graduale allentamento delle condizioni del mercato monetario, i tassi bancari attivi hanno mostrato una tendenza alla diminuzione già prima della variazione dei tassi ufficiali disposta alla fine di luglio (fig. 30). In settembre il tasso medio sugli impieghi in lire a breve termine era pari all'11,7 per cento, 1,2 punti percentuali in meno rispetto al dicembre del 1995; nello stesso periodo il differenziale con il rendimento dei BOT è aumentato da 2,4 a 3,6 punti percentuali. Nella media del trimestre luglio-settembre, rispetto all'ultimo trimestre del 1995, si è allarga-

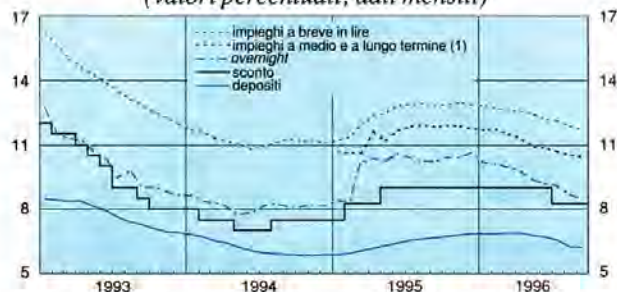
to di oltre due decimi di punto il divario tra il tasso sui prestiti a breve termine e quello sulle erogazioni di credito a medio e a lungo termine alle imprese, in una fase in cui quest'ultima forma di indebitamento si rivelava la più dinamica. In presenza di livelli ancora elevati delle partite in sofferenza, a rallentare l'adeguamento dei tassi attivi alle mutate condizioni dei mercati può aver contribuito la percezione di incertezze sull'andamento dell'attività produttiva; il differenziale tra tassi medio e minimo sugli impieghi a breve termine si è ampliato di oltre quaranta centesi-

mi di punto rispetto alla fine del 1995. Il *prime rate* dell'ABI si è ridotto nella stessa misura dei tassi ufficiali tra la fine di luglio e agosto.

L'aumento del tasso medio sui depositi registrato nel corso del 1995 è proseguito nei primi mesi dell'anno; dopo un massimo in aprile, tale tasso si è gradualmente ridotto fino a portarsi al 6,2 per cento a settembre, oltre sei decimi di punto in meno rispetto a dicembre: al lordo della ritenuta fiscale, il differenziale tra il rendimento dei BOT e il tasso medio sui depositi è sceso, nei primi nove mesi dell'anno, di 1,7 punti, all'1,9 per cento. Nonostante il forte aumento delle emissioni obbligazionarie, il rendimento di quelle a tasso fisso è diminuito, tra maggio e settembre, da 9,6 a 7,8 punti percentuali, ben oltre il calo registrato nello stesso periodo dai rendimenti dei BTP.

Fig. 30

**Tassi d'interesse ufficiali,
del mercato monetario e bancari**
(valori percentuali; dati mensili)



(1) Tasso medio sulle erogazioni nel mese di prestiti in lire alle imprese residenti.

Anche per effetto della riduzione del costo-opportunità connesso con la loro detenzione, nei primi nove mesi dell'anno i depositi hanno mostrato un'accelerazione: la crescita nel periodo è stata del 4,7 per cento su dati destagionalizzati e annualizzati (0,9 per cento nello stesso periodo del 1995). Alla ripresa dei depositi si è contrapposta la brusca decelerazione delle operazioni di raccolta pronti contro termine, la cui crescita, pari al 44,5 per cento a dicembre, è stata del 9,4 in agosto. Il mutamento della normativa fiscale sugli interessi ha favorito, come già osservato, la raccolta con scadenza inferiore all'anno e quella obbligazionaria: la contrazione dell'aggregato composto dai CD con scadenza a breve termine e dai depositi a risparmio si è nettamente attenuata a partire da luglio; per contro, i CD a diciotto mesi e oltre, in forte accele-

razione fino a giugno (24,4 per cento sui dodici mesi), hanno in seguito registrato un'inversione di tendenza. La provvista obbligazionaria, pressoché stazionaria nel 1995, è cresciuta del 12,6 per cento nei dodici mesi terminanti a settembre.

Nel corso dei primi otto mesi dell'anno le passività nette sull'estero delle banche si sono ridotte, al netto delle correzioni per il cambio, di 2.100 miliardi, contro una riduzione pari a 26.400 miliardi nello stesso periodo del 1995. La componente in valuta è aumentata di 1.900 miliardi, per effetto di un incremento delle passività lorde.

La maggiore espansione della raccolta rispetto a quella degli impieghi si è tradotta in un aumento del portafoglio titoli delle banche, soprattutto nella componente a tasso indicizzato. Nei primi nove mesi del 1996 i titoli sono aumentati di circa 15.000 miliardi; si erano contratti per circa 33.000 nello stesso periodo del 1995. L'incidenza del portafoglio sul totale dei crediti (titoli e impieghi) è aumentata dal 24,7 al 25,7 per cento. All'aumento del peso dei CCT ha corrisposto una riduzione della quota dei BTP.

Nel primo semestre il risultato di gestione delle banche ha registrato un miglioramento rispetto allo stesso periodo del 1995: si è portato, in ragione d'anno, dall'1,19 all'1,32 per cento in rapporto ai fondi intermediati, in presenza di una crescita del 4,6 per cento di questi ultimi. A fronte di una lieve flessione del margine di interesse in rapporto ai fondi intermediati, è stata particolarmente vivace la dinamica dei ricavi da negoziazione, cresciuti dallo 0,23 allo 0,39 per cento, in una fase di tendenziale rialzo dei corsi dei titoli. I costi operativi sono cresciuti ancora, al 2,53 per cento dei fondi intermediati (2,47 nel 1995). L'incremento del risultato di gestione si è tradotto in un aumento dell'utile lordo da 6.000 a 8.500 miliardi circa, ovvero dallo 0,50 allo 0,71 per cento dei fondi intermediati. Al netto dell'imposizione diretta, l'utile delle banche ha registrato una modesta ripresa rispetto ai minimi toccati negli anni scorsi.

I mercati finanziari

Nei primi nove mesi del 1996 la vita media dei titoli del settore pubblico è cresciuta solo lievemente, portandosi poco sopra ai tre anni. Coerentemente con

attese, poi confermate, di riduzione dei tassi superiori a quelle implicite nella struttura dei rendimenti, il Tesoro ha rallentato la tendenza, in atto da alcuni anni, alla flessione della componente di debito a breve termine e indicizzata (tav. 22). È cresciuto, in particolare, il ricorso ai CTZ, la cui quota sulle consistenze è più che raddoppiata, in parte a scapito dei BOT. Diversamente dai primi nove mesi del 1995, sono risultate positive, per importi elevati le emissioni nette di CCT, grazie anche all'ammontare più contenuto di questa specie di titoli in scadenza; la quota sul totale

dei titoli di Stato in essere è rimasta pressoché stazionaria, poco sopra al 29 per cento. In presenza di elevati ammontari in scadenza, i collocamenti di BTP hanno rappresentato il 44,5 per cento delle emissioni nette di titoli di Stato; la quota sulle consistenze è aumentata tuttavia solo marginalmente, collocandosi attorno al 35 per cento. Il ricorso alle emissioni in valuta sui mercati esteri è stato rilevante anche nei primi nove mesi del 1996 (14.300 miliardi, a fronte di rimborsi per 4.500 miliardi). Per i CTE, i collocamenti sono stati inferiori ai rimborsi.

Tav. 22

Emissioni di titoli di Stato e composizione delle consistenze in essere
(miliardi di lire e valori percentuali)

TITOLI	1990	1993	1994	1995	1995 Gen.-Set.	1996 Gen.-Set.
Emissioni lorde (1) (miliardi di lire)						
BOT	559.196	737.345	679.500	714.250	533.250	507.023
CTZ	—	—	—	47.217	33.777	45.986
CCT (2)	75.538	46.000	60.767	121.899	81.675	87.326
BTP	74.460	145.452	167.574	118.484	89.060	113.220
CTO e altri titoli in lire	31.743	9.541	5.594	3.165	2.650	5.031
CTE e BTE	14.125	19.984	17.665	6.769	5.728	3.913
Prestiti della Repubblica	7.570	27.292	18.115	18.769	13.724	14.328
Totale titoli di Stato (3)	762.632	985.614	949.215	1.030.553	759.864	776.827
Emissioni nette (1) (miliardi di lire)						
BOT	44.640	6.480	19.155	-1.500	500	-12.690
CTZ	—	—	—	38.299	27.264	39.138
CCT (2)	54.214	10.698	37.629	-29.781	-25.483	33.898
BTP	-13.347	117.485	104.458	95.925	82.812	45.148
CTO e altri titoli in lire	26.565	658	-6.377	-7.582	-7.433	-10.622
CTE e BTE	3.029	-1.394	-4.708	-8.163	-7.630	-3.389
Prestiti della Repubblica	6.414	18.748	16.059	16.927	13.640	9.870
Totale titoli di Stato (3)	121.515	152.675	166.216	104.125	83.670	101.353
Consistenze (1) (composizione percentuale)						
BOT	31,6	26,4	24,7	23,0	23,3	21,1
CTZ	—	—	—	2,6	1,9	4,9
CCT (2)	40,5	34,0	32,7	28,9	29,5	29,2
BTP	15,6	27,1	30,9	34,6	34,2	35,1
CTO e altri titoli in lire	6,2	5,5	4,6	3,8	3,8	3,0
CTE e BTE	4,5	3,8	3,3	2,7	2,9	2,3
Prestiti della Repubblica	1,6	3,2	3,8	4,4	4,4	4,4
Totale titoli di Stato (3)	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

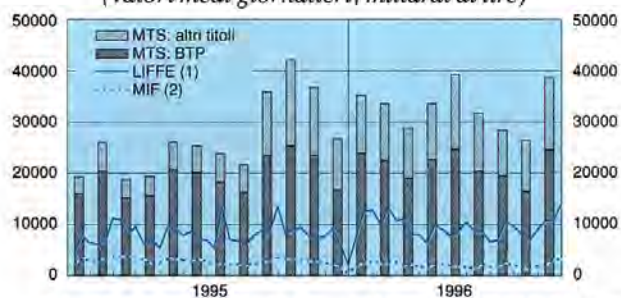
(1) Non sono inclusi i titoli (76.206 miliardi) emessi a novembre 1994 a conversione del "Conto di transito" (ex conto corrente di tesoreria) e quelli (31.000 miliardi) emessi a dicembre 1993 per il finanziamento del conto di disponibilità del Tesoro. Emissioni lorde al valore nominale. — (2) I CCT comprendono solo i Certificati di Credito del Tesoro a cedola variabile. — (3) Inclusi i Prestiti della Repubblica.

Nei primi nove mesi di quest'anno, le emissioni in eurolire sono state pari a 30.400 miliardi, superando di oltre la metà quelle effettuate nell'intero 1995; prevalentemente a tasso fisso, esse hanno beneficiato delle attese di ribassi dei rendimenti italiani e della tendenza all'apprezzamento della lira.

Gli acquisti netti di titoli di Stato da parte di investitori non residenti, pressoché nulli nel primo trimestre, sono stati rilevanti in aprile (32.400 miliardi); gli acquisti, prevalentemente nel comparto dei BTP, sono stati favoriti dal diffondersi di attese di una imminente riduzione dei tassi di interesse e dalle prospettive di maggiore stabilità politica. Nei mesi successivi, gli investimenti netti esteri in titoli di Stato, pur positivi, si sono fortemente ridotti, portando il risultato complessivo dei primi sei mesi del 1996 a 33.500 miliardi. I fondi comuni, confidando in una tendenza alla diminuzione dei tassi d'interesse e beneficiando della forte raccolta netta, hanno effettuato nei primi otto mesi del 1996 ingenti acquisti netti di titoli di Stato (35.700 miliardi, contro 5.700 nello stesso periodo del 1995). Anche le banche sono risultate acquirenti nette nei primi sette mesi del 1996, dopo i forti disinvestimenti del 1995.

Fig. 31

Titoli di Stato: controvalore degli scambi sui mercati a pronti e futures (valori medi giornalieri; miliardi di lire)



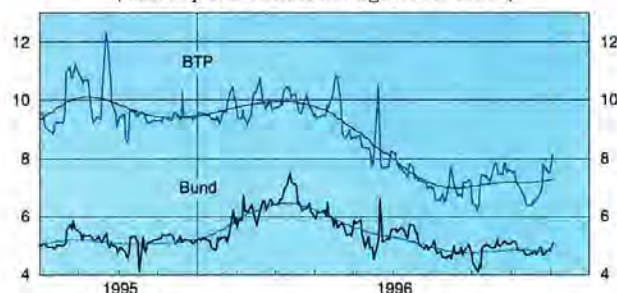
(1) Scambi di contratti sui BTP a dieci anni. - (2) Scambi di contratti sui BTP a cinque e a dieci anni.

Gli scambi sul MTS sono cresciuti, nei primi nove mesi, di circa il 38 per cento rispetto allo stesso periodo del 1995, pur risultando inferiori, nella media giornaliera, a quelli dell'ultimo trimestre del 1995 (32.800 miliardi contro 35.700) allorché terminava il periodo di controllo sull'attività degli operatori principali (fig. 31). La competizione fra operatori per

mantenere o acquisire la qualifica di specialista, intensificatasi in prossimità della scadenza del periodo di osservazione (15 giugno), ha favorito l'aumento dell'ammontare delle transazioni: tra il 16 maggio e il 15 giugno gli scambi medi giornalieri sono stati pari a 38.300 miliardi, scendendo di oltre un quarto nei quindici giorni successivi. L'applicazione di criteri qualitativi, che ha determinato l'esclusione di tre operatori dal novero degli specialisti, può aver contribuito alla pronunciata riduzione dello *spread* medio denaro-lettera (cfr. la nota: *L'evoluzione del mercato telematico dei titoli di Stato*).

Fig. 32

Volatilità attesa dei BTP e dei Bund (1) (valori percentuali in ragione d'anno)



(1) Volatilità implicita nelle opzioni sui futures sui BTP e sui Bund decennali quotate al LIFFE. L'interpolazione è stimata mediante il filtro di Hodrick e Prescott.

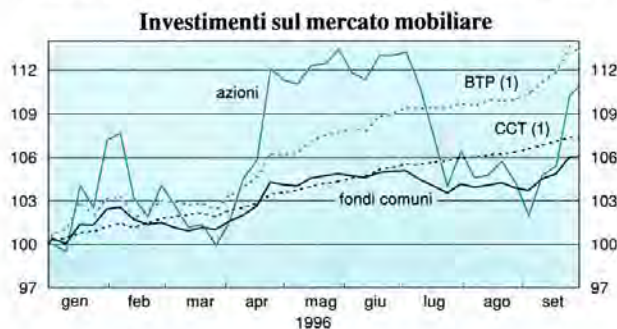
Le transazioni al LIFFE di contratti futures su BTP decennali sono cresciute di circa il 15,5 per cento nei primi nove mesi del 1996; l'aumento è avvenuto nonostante il calo della volatilità attesa, che si è avvicinata a quella sui Bund di pari scadenza (fig. 32). Le transazioni sono state sostenute dall'assunzione di ingenti posizioni speculative legate ad attese di ribassi dei tassi d'interesse. Gli scambi di contratti futures su BTP al MIF sono viceversa diminuiti: il loro valore medio giornaliero, pari a 2.900 miliardi nei primi nove mesi del 1995, si è commisurato a 2.100 nello stesso periodo del 1996; la quota del MIF sul totale delle transazioni di contratti futures su BTP sul mercato italiano e londinese è scesa dal 26 al 18 per cento.

Dopo il pronunciato rialzo seguito alla scadenza elettorale, la discesa dei corsi azionari in giugno e luglio ha più che compensato i guadagni del bimestre precedente, riportando i corsi italiani a valori prossimi a quelli dell'inizio dell'anno; in seguito, associandosi alla forte discesa dei tassi a lungo termine, i corsi

azionari italiani sono risaliti fino a collocarsi, alla fine di settembre, su un valore superiore di circa il 7,8 per cento a quello della fine del 1995. Nel confronto internazionale, la crescita dei corsi azionari italiani è stata superiore soltanto a quella del mercato giapponese. Nei primi nove mesi dell'anno il rendimento medio dell'investimento azionario è stato del 10,9 per cento, collocandosi fra il rendimento dell'investimento realizzato in titoli di Stato a tasso variabile e quello a tasso fisso (fig. 33). I diversi comparti della borsa hanno avuto un andamento profondamente differenziato: nei primi nove mesi del 1996, mentre nei settori dei servizi e industriali l'evoluzione è stata favorevole (con rendimenti rispettivamente pari al 25,0 e al 15,3 per cento), hanno avuto una *performance* meno soddisfacente i titoli bancari (6,9 per cento) e quelli dei settori assicurativo e finanziario (-7,2 e -13,1 per cento).

Fig. 33

Indici di capitalizzazione
(dati di fine settimana; indici : 29 dicembre 1995=100)



(1) Al netto della ritenuta fiscale del 12,5 per cento.

Alla forte crescita degli scambi di contratti *futures* sull'indice di borsa MIB30 si è accompagnato il sostanziale ristagno delle contrattazioni a pronti (fig.

34). Nei primi nove mesi del 1996 gli scambi *futures* sono cresciuti di oltre il 135 per cento, a fronte di una crescita del 4,9 per cento del mercato a pronti. Il rapporto tra scambi *futures* e a pronti è pertanto passato da 1,1 nei primi nove mesi del 1995 a 2,4 nello stesso periodo del 1996. Anche in rapporto alla capitalizzazione di borsa, pari a 367.000 miliardi alla fine di settembre del 1996, gli scambi *futures* sono cresciuti da un valore del 3,9 per cento nella media dei primi nove mesi del 1995 all'8,0 nel 1996.

Fig. 34



(1) Controvalore mensile in miliardi di lire. - (2) Indice: 30 dicembre 1994=100.

La raccolta netta dei fondi comuni di investimento mobiliare è stata positiva per ammontari rilevanti, commisurandosi, nei primi otto mesi del 1996, a 28.400 miliardi (-9.300 nello stesso periodo dell'anno precedente). L'andamento dei diversi comparti è stato nettamente differenziato: la raccolta netta dei fondi azionari e misti è stata negativa anche nel 1996, rispettivamente per 2.600 e 1.800 miliardi, risentendo del clima di scarsa fiducia, per gran parte del periodo, verso l'investimento azionario. Viceversa, i fondi obbligazionari hanno raccolto risparmio per 32.900 miliardi, di cui 26.800 nel comparto dei fondi obbligazionari puri. La *performance* del comparto obbligazionario (6,5 per cento nei primi nove mesi del 1996), seppur superiore a quella dei fondi azionari e misti (rispettivamente 4,8 e 4,9 per cento) e sostanzialmente in linea con quella dei CCT, è stata inferiore di quasi sette punti percentuali a quella dei BTP. La raccolta netta delle gestioni patrimoniali, caratterizzate dalla prevalenza di investimenti in titoli di Stato, è stata pari, nei primi due trimestri del 1996, a 23.500 miliardi; il patrimonio gestito ha superato alla fine di giugno 224.400 miliardi.

Prospettive economiche a breve termine, prezzi e politica monetaria

Nei paesi industriali il 1996 dovrebbe chiudersi, secondo le stime dell'FMI, con un incremento dell'attività produttiva del 2,3 per cento, lievemente superiore al 2,1 dello scorso anno. L'espansione rifletterebbe il rafforzamento del ritmo di crescita negli Stati Uniti (per il quinto anno consecutivo superiore al 2 per cento) e la ripresa nel Giappone dopo quattro anni di ristagno. L'Europa registrerebbe invece un rallentamento, all'1,6 per cento: l'accelerazione dell'attività produttiva, che era prevista per il 1996, sembra essersi avviata solo nella seconda parte dell'anno e dovrebbe manifestarsi appieno nel 1997.

In Europa il protrarsi della fase congiunturale negativa ha riflesso la debolezza di consumi e investimenti, in un contesto di livelli ancora elevati dei tassi d'interesse reali, di incrementi modesti dei redditi delle famiglie, di perdurante incertezza sull'evoluzione di redditi e occupazione. Le politiche fiscali, con diversità connesse con le specifiche situazioni nazionali, sono state ovunque dirette al risanamento dei conti pubblici e rese più incisive dall'urgenza di adeguarsi ai parametri di Maastricht. Le gravi condizioni dei mercati del lavoro non hanno presentato, con la notevole eccezione del Regno Unito, segni di miglioramento. Ulteriori progressi sono stati realizzati nel contenimento della dinamica dei prezzi; vi ha corrisposto un allentamento graduale dell'orientamento restrittivo delle politiche monetarie. La crescita elevata del commercio mondiale, favorita soprattutto dalla forte domanda dei paesi non industriali, ha rappresentato un importante fattore di sostegno ai livelli di attività in Europa.

Anche per l'Italia il 1996 si avvia a chiudersi con un tasso di crescita modesto, inferiore all'1 per cento, contro il 3 per cento, registrato nel 1995, e inizialmente indicato nelle previsioni ufficiali. La produzione industriale media giornaliera nei primi otto mesi del

1996 è diminuita del 2,3 per cento rispetto allo stesso periodo del 1995; dall'inizio dell'anno si è mantenuta sostanzialmente stazionaria; solo dall'estate il livello degli ordini ha mostrato segni di inversione della tendenza. Alla crescita dell'attività hanno dato moderato sostegno il settore dei servizi e quello delle costruzioni.

La domanda interna ha rallentato in misura superiore alla media degli altri paesi europei, riflettendo le perduranti incertezze di famiglie e imprese sulle prospettive dell'economia e gli effetti di breve periodo della necessaria azione volta al risanamento dei conti pubblici e alla stabilità della moneta. Le esportazioni hanno invece risentito – oltretutto del rallentamento della domanda nei paesi europei, verso cui è diretto circa il 60 per cento delle nostre esportazioni – del recupero del cambio nominale della nostra valuta e del cospicuo aumento dei prezzi in lire dei beni esportati.

A fronte di un drastico rallentamento della crescita delle importazioni in quantità, i volumi esportati non dovrebbero presentare nel 1996 incrementi di rilievo rispetto ai livelli del 1995 (contro un aumento, in quell'anno, di quasi il 12 per cento). Dal miglioramento delle nostre ragioni di scambio deriverà un ulteriore ampliamento dell'avanzo corrente, che raggiungerà il 3 per cento del PIL, dal 2,5 del 1995. Per il quarto anno consecutivo l'economia italiana è stata in grado di generare ampi volumi di risparmio netto nei confronti dell'estero, con una significativa riduzione della posizione netta passiva verso l'estero, avviata all'annullamento (ancora alla fine del 1992 essa si commisurava all'11,6 per cento del PIL).

L'indirizzo restrittivo della politica monetaria, perseguito con determinazione dalla metà del 1994, è stato diretto a ridurre l'aumento dei prezzi, piegando le aspettative d'inflazione e favorendo il recupero del cambio. L'azione della Banca centrale – in un con-

testo di debole crescita della domanda globale e di dinamica salariale moderata – è riuscita a innescare, dalla primavera dello scorso anno, un circolo virtuoso in cui la politica monetaria, il contenimento del disavanzo pubblico e la ripresa del valore esterno della moneta hanno interagito. Si sono così ridotte, dall'estate del 1995, le aspettative d'inflazione di famiglie e imprese e degli operatori finanziari all'interno e all'estero; è stato sventato il rischio di un'accelerazione della dinamica dei prezzi che avrebbe inciso negativamente sui redditi e sui consumi delle famiglie e, soprattutto, sui tassi d'interesse a lungo termine.

Nel 1996, il calo dell'inflazione, dopo una pausa nella primavera, è proseguito, rendendo possibile il contenimento della crescita dei prezzi al consumo nella media dell'anno entro il 4 per cento (l'obiettivo indicato come raggiungibile dal Governatore della Banca d'Italia nel maggio del 1995). Nell'estate l'incremento medio mensile in ragione annua dell'indice del costo della vita si è portato, al netto delle componenti stagionali, al di sotto del 3 per cento, ritmo confermato nel bimestre settembre-ottobre. Sui dodici mesi si può stimare un aumento pari, in ottobre, al 3,0 per cento, contro il 5,5 in gennaio; rispetto agli altri paesi della UE, il differenziale d'inflazione si è ridotto da 3,2 punti percentuali in gennaio a 1,3 in agosto.

I risultati di finanza pubblica conseguiti nel corso dell'anno non sono stati pari a quelli programmati: oltre alla minor efficacia rispetto al previsto delle misure di bilancio, vi ha contribuito un tasso di crescita del PIL assai inferiore alle stime iniziali. Per il settore statale, nei primi nove mesi il fabbisogno è stato pari a 95.900 miliardi, superando quello del corrispondente periodo del 1995. Per il complesso dell'anno la *Relazione previsionale e programmatica* di settembre ha indicato in 123.000 miliardi (6,6 per cento del PIL) il valore del fabbisogno (contro l'obiettivo iniziale di 109.400 miliardi); a esso farebbe riscontro un avanzo primario vicino al 4 per cento del PIL. Tuttavia, dati gli andamenti attuali, il fabbisogno del Tesoro difficilmente scenderà al di sotto del livello del 1995; potrebbe risulterne una pausa, sia pure temporanea, nella tendenza alla riduzione dell'incidenza del debito sul prodotto.

Le prospettive economiche del 1997 e la politica di bilancio

Nel 1997, secondo il più recente scenario elaborato dall'FMI (cfr. il capitolo: *L'economia internazionale*), dovrebbe registrarsi un lieve aumento nel tasso di crescita dei paesi industriali, al 2,5 per cento; a differenza del 1996, al risultato complessivo dovrebbero concorrere in misura analoga Stati Uniti, Giappone e UE. Il commercio mondiale rafforzerebbe il suo ritmo di espansione, oltre il 7 per cento. La dinamica dei prezzi nei paesi industriali continuerebbe a mantenersi contenuta e i mercati delle materie di base, petrolio incluso, non dovrebbero presentare tensioni di rilievo. In Europa si assisterebbe finalmente a un miglioramento della situazione dell'occupazione. Non sono previsti nuovi fattori di squilibrio negli assetti dei cambi e delle bilance dei pagamenti correnti tra i principali paesi.

Quello prefigurato dall'FMI è un quadro internazionale complessivamente favorevole per l'Italia: la ripresa dei livelli di attività nel nostro paese richiede infatti il sostegno della domanda dei paesi della UE – Germania e Francia in primo luogo – a cui ci legano più stretti rapporti economici. Il principale elemento di rischio di questo scenario è connesso, tuttavia, proprio con la previsione di crescita dei partner europei. I paesi della UE impegnati a presentarsi alla scadenza del 1998 con saldi dei conti pubblici in regola con i criteri di Maastricht continueranno nel prossimo anno a procedere, simultaneamente come non era mai avvenuto in passato, nell'azione di riequilibrio dei bilanci pubblici. Perché possano pienamente realizzarsi i previsti incrementi di consumi e investimenti, l'impatto negativo, immediato e moltiplicativo, di quest'azione sulla domanda interna dovrebbe trovare compensazione, secondo le valutazioni dell'FMI, nel rafforzamento delle aspettative di famiglie e imprese di una stabile crescita di redditi reali e occupazione nel medio periodo.

Anche lo scenario programmatico dell'economia italiana per il 1997 delineato dal Governo nella *Relazione previsionale e programmatica* di settembre è contrassegnato dall'impegno a realizzare i requisiti richiesti per l'adesione dell'Italia alla UEM sin dal

gennaio 1999. Per il prossimo anno lo scenario prevede una crescita del PIL del 2 per cento (tav. 23). Alla ripresa dell'attività contribuirebbe fondamentalmente la domanda interna, sia per consumi, sia per investimenti; l'apporto delle esportazioni nette sarebbe modesto. Grazie al dinamismo del commercio mondiale le vendite all'estero, in quantità, dovrebbero peraltro accrescersi in misura considerevole. L'ulteriore miglioramento delle ragioni di scambio e, soprattutto, quello del saldo dei redditi da capitale favorirebbero un ampliamento dell'avanzo corrente. Il volume dell'occupazione presenterebbe un lieve incremento. Si registrerebbe altresì un ulteriore, marcato calo dell'inflazione, che scenderebbe nella media del 1997 al 2,5 per cento. Il fabbisogno statale si ridurrebbe dal 6,6 al 3,1 per cento del PIL.

La previsione ufficiale di crescita del 2 per cento implica un netto miglioramento delle aspettative di consumatori e imprese, che ne modifichi i comportamenti di spesa. Nelle valutazioni del Governo, a superare le incertezze ancora riflesse nei più recenti indicatori del clima di fiducia potranno contribuire, da un lato, i successi conseguiti negli ultimi mesi nella lotta all'inflazione, la stabilità del cambio e il graduale calo dei rendimenti di mercato (in assoluto e rispetto a quelli esteri), che hanno reso di recente possibile la riduzione dei tassi ufficiali; dall'altro, le prospettive di miglioramento dei conti pubblici, che l'annuncio della manovra per il 1997 e la stessa riduzione dei tassi d'interesse hanno rafforzato. L'obiettivo di crescita presuppone, altresì, che la fiducia nel risanamento della finanza pubblica non venga intaccata da ostacoli nel processo di approvazione della manovra finanziaria; che all'effetto immediato di contenimento della spesa connesso con la stessa manovra non venga a sommarsi una caduta delle vendite all'estero in conseguenza di uno sviluppo dell'attività in Europa inferiore a quanto previsto; che, infine, l'attività d'investimento non sia frenata da esiti delle contrattazioni salariali tali da rendere inevitabile un irrigidimento della politica monetaria e da pregiudicare la redditività delle nuove iniziative.

Con la *Relazione previsionale e programmatica* il Governo, anche alla luce delle incertezze circa i risultati dell'anno in corso, da un lato ha intensificato

(da 32.400 a 37.500 miliardi) gli interventi già delineati nella manovra per il 1997 prevista nel *Documento di programmazione economico-finanziaria* di giugno; dall'altro, ha programmato nuovi, rilevanti interventi. La dimensione complessiva della manovra è stata così elevata a 62.500 miliardi, al fine di conseguire un indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche che risulti conforme al criterio necessario per l'ingresso nella UEM sin dal suo inizio.

Tav. 23

**Preconsuntivo e scenario programmatico
dell'economia italiana**

VOCI	1995	1996 (1)	1997 (1)
<i>(variazioni percentuali)</i>			
Grandezze reali			
Prodotto interno lordo	3,0	0,8	2,0
Domanda interna	2,3	0,7	1,8
Importazioni (2)	9,6	2,5	5,9
Esportazioni (2)	11,6	2,8	6,0
Deflatori			
Prodotto interno lordo	5,0	4,7	2,6
Consumi privati	5,7	3,9	2,5
Ragione di scambio (2)	-2,1	3,5	3,5
<i>(rapporti percentuali)</i>			
Saldi finanziari/PIL			
Fabbisogno statale (3)	7,4	6,6	3,1
Saldo della bilancia dei pagamenti di parte corrente	2,5	3,0	3,2

(1) Stime e previsioni indicate nella *Relazione previsionale e programmatica* per il 1997. - (2) Dati di contabilità nazionale. - (3) Il fabbisogno è al netto delle regolazioni di debiti pregressi e degli introiti delle dismissioni.

Il *Documento di programmazione* aveva stabilito per il 1997 un obiettivo di 88.000 miliardi per il fabbisogno del settore statale e di 106.000 miliardi (5,5 per cento del PIL) per l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche; allo scopo aveva programmato

La manovra di bilancio per il 1997

La manovra di finanza pubblica presentata dal Governo nello scorso settembre si prefigge di incrementare il saldo primario dei conti del settore statale e delle Amministrazioni pubbliche del 1997 di un ammontare pari a 62.500 miliardi. Di questi, 12.500 riguardano misure selettive, non ancora specificate, volte alla riduzione dell'indebitamento netto, da adottare entro la fine dell'anno. Secondo le valutazioni ufficiali, i restanti 50.000 miliardi sono ripartiti, con riferimento al settore statale, in 24.600 miliardi di aumenti di entrate e 25.400 miliardi di riduzioni di spesa; con riferimento al conto delle Amministrazioni pubbliche, essi sono ripartiti in 27.300 miliardi di maggiori incassi e 22.700 miliardi di minori esborsi. In tali valutazioni le riduzioni dell'indebitamento netto derivanti dall'armonizzazione dei contributi sociali per i dipendenti pubblici e, in parte, dai minori trasferimenti alle amministrazioni locali (a cui corrisponde un aumento della loro potestà impositiva) sono incluse tra le minori spese. All'importo della manovra va aggiunto un risparmio sull'onere per interessi di 2.600 miliardi, conseguente agli effetti di riduzione del fabbisogno rispetto al suo livello tendenziale.

Le entrate

Entrate tributarie. — La manovra di bilancio si prefigge di incrementare le entrate tributarie di circa 25.000 miliardi. Di questi, oltre 4.000 miliardi deriveranno da un provvedimento da emanare entro la fine dell'anno, mentre 12.500 miliardi conseguiranno da un prelievo straordinario sui redditi (il cosiddetto Intervento per l'Europa).

Per la parte attualmente definita, pari a circa 7.000 miliardi, i principali provvedimenti riguardano: l'introduzione di un limite alla deducibilità delle spese per acquisto e manutenzione delle autovetture da parte delle società (da cui sono attesi 2.500 miliardi), la previsione di una nuova disciplina concernente le società "di comodo" (1.850 miliardi), la riorganizzazione dei giochi e delle scommesse (800 miliardi), la revisione dei criteri di deducibilità delle spese mediche (650 miliardi). La manovra dispone la rivalutazione degli estimi catastali, del 10 per cento ai fini dell'applicazione dell'ICI e del 5 per cento per ogni altra imposta. Nel primo anno di applicazione la rivalutazione degli estimi avrebbe effetti sul gettito delle imposte sui trasferimenti di immobili (200 miliardi) e su quello dell'ICI (1.400 miliardi).

Con il disegno di legge collegato alla finanziaria, il Governo richiede, inoltre, il conferimento di deleghe legislative per attuare alcuni interventi di riforma del sistema tributario. Si tratta, in particolare, di provvedimenti aventi per oggetto: a) una revisione dell'assetto della finanza locale e regionale, b) il riordino dell'Irpef in maniera da alleggerire il carico fiscale per le famiglie monoreddito, c) la razionalizzazione del trattamento fiscale del reddito delle attività finanziarie e d'impresa, d) la semplificazione degli adempimenti formali

Effetti della manovra di bilancio (1) (miliardi di lire)

VOCI	Settore statale	Ammin. pubbl.
MAGGIORI ENTRATE	24.600	27.300
Tributi (2)	24.600	24.900
Imposte dirette	5.400	5.200
Deducibilità spese mediche	650	650
Determinazione del reddito di lavoro dipendente	100	100
Determinazione del reddito di lavoro autonomo	250	250
Determinazione del reddito di impresa (3)	4.400	4.200
Imposte indirette	1.400	1.900
Lotto e lotterie	1.000	1.000
Altre (4)	400	900
Norme ancora da emanare:	17.800	17.800
Provvedimento da emanare entro il 31.12.96 ..	4.300	4.300
Delega in materia di accertamento con adesione ..	1.000	1.000
Intervento per l'Europa	12.500	12.500
Contributi sociali	—	1.600
Altre entrate (4)	—	800
MINORI SPESE	25.400	22.700
Previdenza e assistenza	6.750	3.950
Differimento indennità di buonuscita	800	800
Armonizzazione contributi per i dip. pubblici ...	2.100	2.100
Armonizzazione Fondo credito dip. pubblici (5) ..	350	—
Provvedimenti minori (5)	1.300	1.050
Provvedimento da emanare entro il 31.12.96 (5) ..	2.200	—
Sanità	1.200	1.200
Ospedali	550	550
Contenim. della spesa per assist. farmaceutica ..	500	500
Provvedimenti minori	150	150
Pubblico impiego	1.700	1.700
Part-time e blocco delle assunzioni	800	800
Riorganizzazione del sistema scolastico	500	500
Riduzione delle spese per il person. della Difesa ..	300	300
Provvedimenti minori	100	100
Finanza locale	4.550	3.250
Regioni	1.200	1.200
Enti locali (4)	3.350	2.050
Imprese di pubblica utilità	4.350	4.350
Ferrovie	3.650	3.650
Poste	550	550
Provvedimenti minori	150	150
Altre spese (3) (5)	6.850	8.250
di cui: Interventi per l'occupazione	-2.100	—
MISURE SELETTIVE DI RIDUZIONE DELL'INDEBITAMENTO NETTO	12.500	12.500
TOTALE EFFETTI SULL'AVANZO PRIMARIO	62.500	62.500
Risparmi di interessi	2.600	2.600

(1) Nostre elaborazioni su valutazioni ufficiali (cfr. *Relazione previsionale e programmatica* per il 1997). — (2) Al netto delle perdite di gettito connesse con i tagli alle spese. — (3) Nel passaggio al conto delle Amministrazioni pubbliche le entrate si riducono a causa di un aumento dei rimborsi relativi alle imposte dirette, che nel conto del settore statale sono invece considerati come aumenti di spese. — (4) Si assume che gli enti decentrati compensino in parte la riduzione dei trasferimenti con entrate proprie. — (5) Nel passaggio al conto delle Amministrazioni pubbliche parte dei risparmi di spesa si traducono in aumenti di contributi sociali.

dei contribuenti, e) la revisione del regime tributario delle successioni e donazioni, f) il riordino della disciplina della riscossione dei tributi, g) la riforma del sistema sanzionatorio non penale, h) la riorganizzazione della normativa tributaria degli enti non commerciali, i) il perfezionamento della disciplina dell'accertamento con adesione e il potenziamento dell'attività di verifica. Da questi interventi non dovrebbe derivare un gettito aggiuntivo nel 1997, fatta eccezione per la delega in materia di accertamento con adesione, la quale, proponendosi un'accelerazione dell'attività di controllo già a partire dal prossimo anno, determinerebbe un gettito aggiuntivo valutato in circa 1.000 miliardi.

Contributi sociali. – L'incremento delle entrate di natura contributiva conseguente alla manovra viene valutato in 1.600 miliardi, al netto della riduzione degli oneri sociali derivante dai provvedimenti in favore dell'occupazione. Gran parte dell'incremento è attribuita a un provvedimento da emanare entro la fine dell'anno. Nella parte della manovra definita con il provvedimento collegato viene disposta, per alcune categorie di dipendenti pubblici, la contribuzione obbligatoria al Fondo di previdenza e credito, la cui aliquota è posta pari allo 0,35 per cento della retribuzione contributiva e pensionabile (maggiori entrate per 350 miliardi); viene previsto il recupero, in seguito all'intervento della Corte costituzionale in materia di deducibilità dei contributi per la previdenza complementare, di somme non incassate nel periodo 1985-1991 (250 miliardi).

Le spese

Previdenza e assistenza. – È prorogato di un anno il termine precedentemente stabilito per la riliquidazione dell'indennità di buonuscita ai dipendenti pubblici cessati tra il 1989 e il 1994 (con un risparmio stimato in 800 miliardi). A decorrere dal 1° dicembre 1996 tutti i lavoratori iscritti all'INPDAP e gli enti pubblici loro datori di lavoro devono corrispondere eguali aliquote contributive, fissate rispettivamente nella misura dell'8,55 e del 23,8 per cento della retribuzione imponibile; nelle stime governative, gli effetti di questo provvedimento sono considerati tra le minori spese (2.100 miliardi). Risparmi per 1.050 miliardi conseguono da provvedimenti minori. Tra questi si segnalano le limitazioni alla possibilità per il personale militare di ottenere, nel periodo dal 28 settembre 1996 al 31 dicembre 1997, il congedo prima del raggiungimento dell'età pensionabile, introdotte dal DL 28.9.1996, n. 505, collegato alla legge finanziaria (450 miliardi); è inoltre previsto il recupero di prestazioni pensionistiche indebitamente corrisposte (350 miliardi).

Sanità. – Si dispone un'operazione di razionalizzazione della gestione delle aziende ospedaliere, da attuare soprattutto

con la riduzione dei posti-letto, l'incremento delle degenze diurne e l'ampliamento delle possibilità concesse al personale medico di esercitare attività professionali all'interno delle strutture ospedaliere. L'attività dei medici di base dovrà essere orientata al rispetto degli obiettivi assistenziali e dei connessi livelli di spesa fissati dalle USL.

Pubblico impiego. – Le principali disposizioni di contenimento delle spese in materia di personale riguardano: a) l'incentivazione alla trasformazione dei rapporti di lavoro da tempo pieno a tempo parziale, rendendo meno rigido il regime delle incompatibilità tra pubblico impiego e altri lavori previsti dalla normativa in vigore; b) la riorganizzazione del sistema scolastico, da attuare principalmente con la riduzione del numero delle classi e dei posti in organico (in alcuni casi sostituendoli con incarichi a tempo determinato) e con la rimodulazione degli orari per i professori di ruolo; c) la riorganizzazione degli organici del personale militare e la riduzione del periodo obbligatorio di leva da dodici a dieci mesi.

Trasferimenti a enti locali. – Si dispone una riduzione della quota del Fondo sanitario nazionale di pertinenza delle Regioni a statuto speciale, con un risparmio valutato in 650 miliardi. Sono stabiliti tagli ai trasferimenti al Fondo perequativo per le Regioni a statuto ordinario per un importo pari a 550 miliardi, permettendo contestualmente a queste ultime di aumentare le aliquote dei tributi di loro competenza. Si prevede l'assoggettamento al regime di tesoreria unica dei comuni al di sotto dei 5.000 abitanti, finora esenti, con un effetto positivo sul fabbisogno del settore statale stimato in circa 3.000 miliardi; nel valutare gli effetti della norma sul conto delle Amministrazioni pubbliche, viene ipotizzato che gli enti decentrati compensino solo in parte la riduzione dei trasferimenti incrementando le imposte indirette e le altre entrate correnti.

Imprese di pubblica utilità. – I risparmi di spesa nel settore delle imprese di pubblica utilità riguardano principalmente le Ferrovie: viene previsto lo slittamento al 1998 di trasferimenti, la revisione del contratto di programma e la ristrutturazione delle aziende di trasporto in gestione commissariale governativa (affidata alle Ferrovie stesse).

Altre spese. – Risparmi di spesa, per circa 700 miliardi, sono collegati al provvedimento che dispone il divieto di corrispondere pagamenti anticipati sulle forniture e sulle opere pubbliche superiori al 5 per cento del prezzo; ulteriori 1.000 miliardi conseguono alla riduzione dei trasferimenti al Mediocredito e alla Sace. Altri interventi, che riguardano minori trasferimenti in conto capitale alle imprese o ad altri enti pubblici, riduzioni nell'acquisto di beni e servizi, nonché modifiche delle quote annue di spesa relative a leggi di carattere pluriennale, vengono previsti nel disegno di legge di bilancio, comprensivo della prima nota di variazione, e nel disegno di legge finanziaria.

una manovra di 32.400 miliardi. La *Relazione previsionale e programmatica* di settembre ha indicato un obiettivo di 61.400 miliardi per il fabbisogno e di 59.300 (3 per cento del PIL) per l'indebitamento netto; a tali risultati dovrebbero contribuire, oltre a lievi variazioni negli andamenti tendenziali, la manovra di 62.500 miliardi e l'orientamento a ridurre, da 14.100 a 3.500 miliardi, i previsti rimborsi di crediti d'imposta da effettuare con titoli, rinviandoli agli anni successivi. Questi rimborsi – che non vengono inclusi nel fabbisogno del settore statale indicato come obiettivo della politica di bilancio, ma che entrano a far parte del saldo delle Amministrazioni pubbliche – sono risultati già nel 1995 di gran lunga inferiori a quanto originariamente programmato e probabilmente lo saranno per circa 9.000 miliardi anche nel 1996.

La manovra di 62.500 miliardi (cfr. il riquadro: *La manovra di bilancio per il 1997*) dipenderà, per circa 32.000 miliardi, da provvedimenti da emanare, anche se già scontati nei saldi globali definiti dalla legge finanziaria. Oltre a circa 6.000 miliardi di provvedimenti in campo tributario e contributivo che saranno attuati con decreto-legge entro il 31 dicembre di quest'anno, andranno definiti interventi per 25.000 miliardi, di cui 12.500 sotto forma di imposizione straordinaria sui redditi e 12.500 quali misure selettive di riduzione dell'indebitamento netto, non ancora specificate; a essi si aggiungerà il risultato netto, per 1.000 miliardi, di provvedimenti collegabili alle deleghe richieste per riformare il sistema tributario centrale e locale.

Pur con le cautele necessarie per valutare misure in cui una pluralità di soggetti amministrativi viene chiamata a interventi diretti a ridurre le necessità di finanziamento dell'operatore pubblico nel suo complesso, la capillarità delle misure di riduzione della spesa è indice della volontà di rafforzare l'azione di riequilibrio dei conti pubblici.

La composizione della manovra, per quanto riguarda sia il peso relativo delle misure straordinarie rispetto a quelle strutturali, sia la prevalenza degli interventi dal lato delle entrate rispetto a quelli dal lato della spesa, riflette lo sforzo eccezionale necessario a conseguire nel 1997, con un anno di anticipo rispet-

to alle previsioni del *Documento di programmazione*, il valore dell'indebitamento netto richiesto per la partecipazione alla UEM.

L'azione di risanamento dei conti pubblici richiederà nel 1998 un ulteriore intervento per 27.000 miliardi (poco più di quanto già indicato nel *Documento di programmazione*). Un più rapido progresso nella riduzione dei tassi, connesso con la pronta e pienamente efficace attuazione delle azioni proposte, potrebbe determinare – sia nel 1997 sia, in maggior misura, nel 1998 – una spesa per interessi inferiore alle stime (che ipotizzano un tasso sui BOT a dodici mesi costante al 7 per cento a partire dalla fine del 1997). Questa eventuale riduzione potrà aggiungersi ai risultati degli interventi di bilancio, non dovrà attenuarne il rigore.

L'ampiezza della manovra inciderà negativamente sull'aumento del prodotto nel prossimo anno. Restando ferme le tendenze in atto, esso potrebbe risultare pari a circa la metà di quanto previsto nella *Relazione previsionale e programmatica*. Anche se la minore crescita potrebbe ridurre il miglioramento previsto nell'indebitamento netto, la correzione si iscrive chiaramente nelle linee di tendenza di medio periodo volte al riequilibrio dei conti pubblici. Dal 1985 il disavanzo al netto della spesa per interessi si è ridotto, per poi trasformarsi, dal 1991, in un crescente avanzo che nel 1996 dovrebbe superare la media della UE (Italia esclusa) di 3,5 punti percentuali del PIL e di oltre 4 punti quella degli altri tre principali paesi (cfr. la nota: *I conti delle Amministrazioni pubbliche: alcuni confronti internazionali*). Data la complessità e l'ampiezza degli interventi previsti per il 1997, sarà in ogni caso necessaria un'azione di verifica tempestiva e costante nel corso dell'anno.

I prezzi e la politica monetaria

Nel 1995, la politica monetaria ha mirato, con successo, a neutralizzare gli effetti inflazionistici dell'aumento dei prezzi internazionali, dell'eccezionale deprezzamento del cambio e dell'aumento

dell'imposizione indiretta verificatisi nella prima parte dell'anno. Dopo aver rafforzato, in quei mesi, la restrizione monetaria, la Banca d'Italia ha mantenuto i tassi del mercato monetario su un livello elevato, mentre negli altri principali paesi europei le condizioni monetarie venivano allentate. Con il recupero del cambio, favorito dall'orientamento monetario restrittivo e dai buoni risultati nella finanza pubblica, veniva rimosso il fattore di inflazione potenzialmente più rilevante. Da giugno i prezzi alla produzione iniziavano a decelerare; maggiori ostacoli incontrava la riduzione dell'inflazione al consumo, ancora in forte crescita in ottobre e novembre. In autunno si accentuava il miglioramento delle aspettative di crescita dei prezzi iniziato nell'estate.

Nel 1996 l'indirizzo restrittivo della politica monetaria è stato mantenuto, coerentemente con l'obiettivo di condurre il tasso medio di inflazione al di sotto del 4 per cento nell'anno e del 3 per cento nel 1997. Con le operazioni di mercato aperto, la Banca d'Italia ha assicurato una discesa graduale dei rendimenti a breve termine, in linea coi progressi che si delineavano sul fronte dei prezzi. La riduzione delle aspettative d'inflazione nella prima parte dell'anno, misurate dagli indicatori diretti e da quelli finanziari, e il contemporaneo apprezzamento del cambio hanno segnalato il progressivo convincimento nei mercati di un rallentamento della dinamica dell'inflazione in linea con gli obiettivi annunciati. Il 23 luglio la Banca riduceva di tre quarti di punto percentuale entrambi i tassi ufficiali.

Nei mesi più recenti, il calo dell'inflazione e dei tassi di interesse a lungo termine è divenuto più pronunciato; in settembre, questi ultimi hanno beneficiato di un miglioramento delle aspettative sui mercati, connesso anche con il rafforzamento della manovra di bilancio per il 1997. Dopo la metà di ottobre il tasso medio lordo sui BTP decennali è sceso in prossimità dell'8 per cento; il differenziale rispetto alla Germania si è avvicinato al 2 per cento; il differenziale rispetto alla media dei tre paesi della UE con il tasso di inflazione più basso ha raggiunto lo stesso valore, che corrisponde alla soglia di riferimento per la convergenza dei tassi a lungo termine prevista dal Trattato di Maastricht. Il tasso di cambio della lira si è stabiliz-

zato su un livello che, in termini effettivi reali (in base ai prezzi alla produzione), è analogo a quello immediatamente successivo alla svalutazione del 1992, non dissimile da quello che prevaleva nel 1979, anno di avvio dello SME. Le aspettative di inflazione sono oggi più coerenti con un aumento medio dei prezzi nel 1997 inferiore al 3 per cento. Il 23 ottobre la Banca d'Italia ha nuovamente ridotto di tre quarti di punto percentuale i tassi ufficiali; quello di sconto è ritornato al 7,5 per cento, il livello precedente l'inasprimento attuato nei primi mesi del 1995.

In base alle attuali previsioni, un tasso medio di crescita dei prezzi al consumo inferiore al 3 per cento nel 1997 consentirebbe all'Italia di soddisfare il criterio di convergenza dell'inflazione stabilito dal Trattato per l'accesso alla UEM. Tale obiettivo è oggi realistico, non scontato. Esso presuppone sia la rigorosa attuazione delle misure di bilancio annunciate, sia una dinamica dei costi del lavoro contenuta, coerente con le finalità del patto antinflazionistico sottoscritto dalle parti sociali. Le rivendicazioni contenute nelle piattaforme contrattuali nazionali – in particolare in quella del settore metalmeccanico, tradizionale punto di riferimento dell'attività sindacale – non tengono pienamente conto della riduzione in atto dell'inflazione; nelle imprese di maggiori dimensioni la contrattazione aziendale sviluppatasi tra il 1995 e il 1996 ha già portato a recuperi salariali. La decelerazione dei prezzi consente incrementi dei salari reali, anche significativi, pur in presenza di una loro crescita nominale moderata. Gli esiti finali della contrattazione dovranno assicurare la compatibilità degli incrementi salariali nominali con l'ulteriore flessione dell'inflazione; una ripresa delle pressioni inflazionistiche sarebbe contrastata dalla politica monetaria.

La politica monetaria continuerà a perseguire con determinazione l'obiettivo di ridurre stabilmente l'inflazione. L'aggregato monetario M2, calcolato escludendo i certificati di deposito a lungo termine, dovrà crescere nel 1997 a un tasso inferiore al 5 per cento. L'espansione stabilita per la moneta si basa sulle ipotesi oggi formulabili circa le scelte di portafoglio degli operatori, influenzate anche dalle recenti modifiche del trattamento fiscale della raccolta ban-

caria. Assumendo che continui nel 1997 la crescita tendenziale della velocità di circolazione delle componenti della moneta più direttamente transattive osservata negli ultimi anni, l'espansione di M2 è compatibile con una riduzione dei tassi di interesse, che sarà tanto maggiore quanto più sensibile sarà l'allentamento delle pressioni inflazionistiche.

Il credito all'economia, frenato quest'anno dal rallentamento ciclico e dall'ampia liquidità delle imprese, dovrebbe accelerare nel 1997, risentendo, dal lato della domanda, di una crescita del fabbisogno di finanziamento delle imprese. Il tasso di espansione dei finanziamenti complessivi al settore non statale dovrebbe collocarsi vicino al 4 per cento.

Aggiornato con le informazioni disponibili al 28 ottobre.

Note

I "New Arrangements to Borrow"

La crisi finanziaria del Messico dei primi mesi del 1995 ha riproposto con particolare urgenza la questione dell'adeguatezza delle risorse ufficiali a disposizione della comunità internazionale per far fronte a eventi impreveduti che possano pregiudicare la stabilità del mercato finanziario. L'elevato grado di integrazione ormai raggiunto dai mercati finanziari nazionali fa sì che le ripercussioni di specifici fenomeni di instabilità siano immediate, investano paesi anche geograficamente distanti da quelli in cui si originano, perdurino nel tempo.

Nel febbraio del 1995, a Toronto, i Ministri economici e i Governatori delle banche centrali dei paesi del G7 concordarono sulla necessità di un rilancio della cooperazione internazionale in materia finanziaria. Pochi mesi più tardi, in giugno, i Capi di Stato e di Governo degli stessi paesi, riuniti a Halifax, definirono una serie di passi concreti per meglio prevenire, e all'occorrenza gestire, nuovi episodi di instabilità. Tra le azioni allora concordate, vi era quella di "invitare i paesi del G10, nonché eventuali altri paesi in condizione di contribuire, a sviluppare nuove procedure di finanziamento, allo scopo di raddoppiare quanto prima le risorse attualmente disponibili nell'ambito dei GAB per far fronte a emergenze finanziarie".

I GAB (*General Arrangements to Borrow*) furono istituiti nel 1962 dai paesi del G10 per mettere a disposizione dell'FMI risorse con cui fronteggiare episodi di instabilità finanziaria che avessero colpito un paese del gruppo, pregiudicando il regolare funzionamento del sistema monetario internazionale. Storicamente,

all'origine dei GAB vi era il timore che il rapido aumento dei movimenti dei capitali a breve termine che aveva fatto seguito al ritorno, sul finire degli anni cinquanta, alla convertibilità per scopi commerciali delle principali valute, potesse minare il sistema di cambio ideato a Bretton Woods. Destavano preoccupazione, in particolare, il crescente disavanzo delle partite correnti degli Stati Uniti e le conseguenze che ne sarebbero potute scaturire per la stabilità del dollaro, valuta-chiave del sistema. Le risorse attivabili attraverso i GAB ammontavano originariamente a 6 miliardi di dollari.

Tecnicamente, l'attivazione dei GAB implica la concessione all'FMI di crediti denominati, salvo diverso accordo, nella valuta nazionale dei partecipanti; a fronte di ciascun credito, l'FMI emette un titolo non negoziabile a beneficio del paese creditore. I fondi così raccolti vengono poi convogliati dall'FMI al paese interessato nell'ambito di un programma di aggiustamento strutturale. L'FMI opera dunque nella veste di intermediario; di conseguenza, per i paesi creditori, l'attivazione non determina oneri per le finanze pubbliche, bensì una mera variazione della struttura delle riserve valutarie.

Nei primi due decenni di operatività, le finalità dei GAB, a cui nel 1964 aveva aderito anche la Svizzera, vennero interpretate in senso estensivo: di fatto, la procedura venne impiegata per contribuire al finanziamento degli squilibri della bilancia dei pagamenti dei paesi membri (tav. 1). Nel 1983, in seguito alla crisi debitoria di alcuni importanti PVS, gli accordi originali vennero emendati in alcuni aspetti di rilievo. In

particolare, le risorse messe a disposizione dell'FMI, non più denominate in valuta nazionale, vennero portate a 17 miliardi di Diritti speciali di prelievo (DSP) (1). Fu inoltre introdotta la possibilità di un impiego dei GAB anche per finanziare interventi a sostegno di paesi non appartenenti al G10, ma solo in presenza di un'effettiva minaccia alla stabilità del sistema monetario internazionale.

Negli anni successivi, tuttavia, ai GAB non si fece più ricorso. Il mancato utilizzo del fondo è probabilmente da mettere in connessione, per quanto riguarda il G10, allo sviluppo dei mercati finanziari internazionali, che ha reso più agevole il finanziamento di squilibri della bilancia dei pagamenti di natura temporanea; per quanto riguarda i paesi esterni al G10, al fatto che nell'unico episodio di instabilità di portata sistemica effettivamente avvenuto, quello del Messico appunto, l'impegno necessario si è rivelato di molto superiore alle disponibilità.

Nella riunione di Washington del 29 settembre scorso i Ministri economici e i Governatori dei paesi del G10 hanno reso pubblico un accordo per l'istituzione di un nuovo fondo, denominato *New Arrangements to Borrow* (NAB), che consentirà di portare a 34 miliardi di DSP le risorse immediatamente attivabili dall'FMI per far fronte a eventuali emergenze fi-

nanziarie. Il maggiore elemento di novità dei NAB è costituito dalla partecipazione a pieno titolo di tredici paesi non facenti parte del G10 (2). L'ampliamento del gruppo di finanziatori riflette il crescente peso nell'economia mondiale di una serie di paesi "emergenti", concentrati soprattutto nell'area asiatica: i nuovi partecipanti, che nel 1950 rappresentavano nel complesso il 5,5 del prodotto mondiale, ne costituiscono attualmente l'8,5 per cento. Nello stesso periodo, la quota dei paesi del G10 è scesa dal 52,9 al 47,5 per cento.

L'accordo, che dovrà essere approvato dal Consiglio dei direttori dell'FMI e successivamente ratificato dai singoli paesi, diverrà operativo se riscuoterà il consenso di un insieme di paesi rappresentanti almeno l'85 per cento delle quote, a condizione che tra questi figurino i cinque maggiori contribuenti. In merito alla procedura di attivazione, la struttura dei NAB ricalcherà quella dei GAB. In particolare, per l'attivazione sarà necessaria una maggioranza dell'80 per cento delle quote. Il contributo di ciascun paese a specifiche operazioni rimarrà volontario; è cioè contemplata, come già nei GAB, la possibilità che un paese non aderisca, in parte o *in toto*, a un'eventuale richiesta da parte dell'FMI, per motivi connessi con l'andamento della propria bilancia dei pagamenti.

Tav. 1

Utilizzo effettivo dei GAB

DATA	Paese beneficiario	Importo complessivo del finanziamento A	Contributo dei GAB (in valore assoluto) B	Contributo dei GAB (in percentuale) B/A
(in milioni di dollari USA)				
Dicembre 1964	Regno Unito	1.000	405	41
Maggio 1965	Regno Unito	1.400	525	38
Novembre 1967	Regno Unito	1.400	476	34
Giugno 1968	Francia	745	265	36
Giugno 1969	Regno Unito	500	200	40
Settembre 1969/Febrero 1970	Francia	985	284 (1)	29
(in milioni di DSP)				
Gennaio 1977	Regno Unito	3.360 (2)	2.560	76
Maggio 1977	Italia	450 (2)	337	75
Novembre 1978	Stati Uniti	2.275	777	34

(1) Ammontare effettivamente prelevato dai GAB. È stato inferiore all'importo concesso (375 milioni di dollari USA), in quanto l'ammontare proposto per la Repubblica federale tedesca è stato successivamente ridotto di 90 milioni di dollari in seguito al deterioramento della bilancia dei pagamenti di quel paese. -- (2) Concessi ma non interamente prelevati.

Tav. 2

Struttura dei GAB e dei NAB

PAESI	GAB		NAB		
	Milioni di DSP	Quote percentuali	Milioni di DSP	Quote percentuali	Quote percentuali sul totale G10
Stati Uniti	4.250	25,0	6.786	20,0	25,0
Germania	2.380	14,0	3.597	10,6	13,3
Giappone	2.125	12,5	3.597	10,6	13,3
Francia	1.700	10,0	2.606	7,7	9,6
Regno Unito	1.700	10,0	2.606	7,7	9,6
Italia	1.105	6,5	1.791	5,3	6,6
Svizzera	1.020	6,0	1.574	4,6	5,8
Canada	893	5,3	1.411	4,1	5,2
Olanda	850	5,0	1.330	3,9	4,9
Belgio	595	3,5	977	2,9	3,5
Svezia	382	2,2	869	2,5	3,2
Totale paesi G10	17.000	100,0	27.144	79,9	100,0
Arabia Saudita	1.500		1.800	5,3	
Australia			818	2,4	
Spagna			679	2,0	
Austria			417	1,2	
Norvegia			387	1,1	
Danimarca			375	1,1	
Corea del Sud			340	1,0	
Finlandia			340	1,0	
Hong Kong			340	1,0	
Lussemburgo			340	1,0	
Malaysia			340	1,0	
Singapore			340	1,0	
Tailandia			340	1,0	
Totale altri paesi	1.500		6.856	20,1	
Totale	18.500		34.000	100,0	

Il contributo di ciascun paese è stato calcolato, nel caso dei nuovi aderenti, prendendo a riferimento le quote di partecipazione nell'FMI, sotto il vincolo di un contributo minimo di 340 milioni di DSP. Per i paesi del G10 ci si è in parte discostati da questo criterio, per tenere conto del fatto che non sempre le quote nell'FMI riflettono il peso effettivo nell'economia mondiale. La distribuzione delle quote così ottenuta è riportata nella tav. 2. L'impegno complessivo dell'Italia è ora di 1.791 milioni di DSP, circa 690 milioni in più dell'impegno nei GAB. Con questo adeguamento, la quota di competenza dell'Italia nell'ambito del G10 aumenta leggermente, al 6,6 per cento.

Sul totale dei fondi complessivamente attivabili il contributo dell'Italia è del 5,3 per cento.

Sul piano procedurale, la principale innovazione rispetto ai GAB è costituita dal cosiddetto "principio di proporzionalità", in virtù del quale ciascun paese partecipante all'accordo potrà essere chiamato a contribuire a un'eventuale richiesta dell'FMI solo in proporzione alla propria quota nell'accordo medesimo. Questo principio è stato introdotto per evitare che l'onere di eventuali azioni di sostegno ricada in misura eccessiva sui paesi emittenti valute di riserva internazionale. Per garantire una sufficiente flessibilità

operativa, è stato peraltro previsto che in casi eccezionali, dopo avere constatato l'insufficienza dei contributi "proporzionali", il *Managing Director* dell'FMI possa procedere a richieste non proporzionali, avendo ottenuto preventivamente l'assenso dei paesi interessati.

(1) Le risorse effettivamente disponibili salirono ben presto a 18,5 miliardi di DSP, perché nello stesso anno fu negoziato con

l'Arabia Saudita uno speciale accordo "associativo", in virtù del quale questo paese si impegnava a mettere a disposizione risorse per un miliardo e mezzo di DSP pur senza aderire direttamente ai GAB.

(2) Si tratta di Arabia Saudita, Australia, Austria, Corea del Sud, Danimarca, Finlandia, Hong Kong, Lussemburgo, Malaysia, Norvegia, Singapore, Spagna, Thailandia. È prevista la possibilità che altri paesi aderiscano ai NAB in un secondo momento, previa approvazione da parte di un insieme di paesi rappresentanti almeno l'80 per cento del totale dei fondi.

I conti delle Amministrazioni pubbliche: alcuni confronti internazionali

1. Introduzione

L'uso di informazioni omogenee, costruite in base a metodologie uniformi di raccolta e di elaborazione dei dati, è il primo problema di qualunque confronto internazionale. Esso diventa particolarmente rilevante nel caso dei conti pubblici in quanto la definizione di operatore pubblico utilizzata e le regole contabili osservate nei vari paesi dipendono dalle rispettive leggi di bilancio. I confronti internazionali di finanza pubblica vengono di solito effettuati con riferimento alle Amministrazioni pubbliche. Questo settore infatti, nonostante che differisca da quelli tradizionalmente presi a riferimento per la politica di bilancio nei singoli paesi, presenta un duplice vantaggio: la sua definizione è stata concordata in protocolli statistici internazionali (quali il Sistema europeo di conti economici integrati - SEC); gli stessi protocolli, stabiliscono i criteri statistico-contabili in base ai quali le varie operazioni debbono essere iscritte nei conti di tale settore (1). Nonostante ciò, rischi di disomogeneità tra le statistiche nazionali permangono soprattutto in relazione agli inevitabili margini di interpretazione delle definizioni concordate in sede internazionale e all'emergere di nuovi tipi di transazioni (l'ultimo aggiornamento del SEC risale al 1979; una nuova versione entrerà in vigore a partire dal 1999).

Con il Trattato di Maastricht, il rapporto tra l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche e il PIL è stato inserito tra i parametri rilevanti ai fini dell'Unione economica e monetaria; anche per questo motivo i confronti internazionali sul livello e sull'andamento dell'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche (e con essi la questione della comparabilità dei dati) hanno assunto un rilievo crescente. Il giudizio sullo stato dei conti pubblici non può peraltro prescindere dall'esame del livello e della dinamica delle singole poste che concorrono a formare i saldi. Questo è tanto più vero se i confronti internazionali debbono risultare utili, da un lato, alla valu-

tazione del contributo fornito dalle varie poste del bilancio pubblico al risanamento in atto nel nostro paese e, dall'altro, all'individuazione dei margini disponibili per l'ulteriore sforzo necessario per consolidare i progressi compiuti.

Questa nota si propone di raccogliere in forma sintetica i principali elementi necessari per effettuare tali confronti. I dati esposti riguardano l'ultimo quindicennio, al fine di consentire l'esame sia degli anni durante i quali il risanamento è stato avviato, sia di quelli immediatamente precedenti, in cui l'esigenza di intervenire per correggere gli squilibri era stata meno chiaramente percepita. Non si commentano i valori relativi al 1996, pur riportati nelle tavole e utilizzati nelle figure, in quanto si tratta di valutazioni previsive.

Dai dati emerge che la pressione fiscale in Italia, partendo da livelli relativamente bassi, si è quasi allineata ai valori medi europei. Il rapporto tra le uscite complessive e il PIL resta invece superiore a quello medio europeo. Il divario riflette il peso dell'onere per interessi: al netto di questi ultimi l'incidenza della spesa pubblica italiana sul PIL è inferiore alla media europea. Il più elevato onere per interessi è la conseguenza degli elevati disavanzi registrati nel corso degli anni settanta e ottanta; il contenimento delle altre poste di spesa, o l'aumento delle entrate, contribuirà direttamente e indirettamente anche alla riduzione di tale onere.

(1) Il compito di elaborare il conto delle Amministrazioni pubbliche è di solito affidato ai servizi statistici nazionali (l'Istat per l'Italia), piuttosto che agli uffici che si occupano di elaborare i conti utilizzati ai fini della politica di bilancio (per l'Italia, il Ministero del Tesoro). Nel nostro paese, il fabbisogno del settore statale è tuttora il principale parametro di riferimento per la fissazione degli obiettivi e la valutazione dell'andamento della finanza pubblica. L'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche ne differisce, in primo luogo, in quanto fa riferimento a un più ampio insieme di enti pubblici (le Amministrazioni pubbliche includono anche gli Enti di previdenza e le Amministrazioni locali) e, in secondo luogo, in quanto nel suo calcolo si prescinde dalle operazioni di carattere finanziario.

2. Il confronto sui saldi

All'inizio degli anni ottanta l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche italiane era pari all'8,6 per cento del PIL, valore di circa sei punti percentuali superiore a quello della media degli altri paesi che oggi fanno parte dell'Unione europea. Nel nostro paese, dopo essere salita fino al 12,6 per cento del 1985, tale incidenza ha registrato una progressiva diminuzione. Nella media degli altri paesi europei, lo stesso indicatore, dopo essere diminuito fino alla fine degli anni ottanta, è cresciuto rapidamente nei primi anni novanta (cfr. fig. 23 nel capitolo: *La finanza pubblica*). Il divario si è ridotto, ma non è stato annullato: nel 1995 il valore del 7,1 per cento registrato in Italia era di 2,2 punti percentuali superiore a quello medio degli altri paesi della UE e di 2,5 punti superiore a quello medio di Francia, Germania e Regno Unito (tav. 1).

Più netti risultano i progressi compiuti nel nostro paese sulla strada del risanamento se il confronto viene svolto considerando l'indebitamento netto primario (ossia al netto della spesa per interessi). Nel 1980 il rapporto tra il disavanzo primario e il PIL per l'Italia era di 3,3 punti percentuali più elevato di quello

medio degli altri paesi della UE; nel 1995 in Italia si è registrato un avanzo primario pari al 4,1 per cento del PIL, a fronte di un disavanzo medio pari allo 0,2 per cento nel resto della UE (fig. 1 e tav. 2).

Fig. 1



Va rilevato che gli indicatori relativi ai singoli paesi della UE sono caratterizzati da un notevole grado di dispersione: nel 1995, a fronte di indebitamenti primari dell'ordine del 2 per cento del PIL per il Regno Unito e l'Austria, si registrano avanzi primari intorno al 5 per cento per il Belgio e la Danimarca. Tale dispersione riflette in parte la maggiore urgenza di riequilibrare i conti pubblici nei paesi con un più alto livello del rapporto tra debito e PIL.

Tav. 1

Indebitamento netto
(in percentuale del PIL)

PAESI	1980	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995 (1)	1996 (1)
Italia	8,6	12,6	11,7	11,0	10,7	9,9	11,0	10,2	9,5	9,6	9,0	7,1	6,6
Francia	0,0	2,9	2,7	1,9	1,7	1,2	1,6	2,2	3,9	5,9	5,8	5,0	4,2
Germania (2)	2,9	1,2	1,3	1,9	2,2	-0,1	2,1	3,3	2,8	3,5	2,5	3,5	3,9
Regno Unito	3,5	2,8	2,9	1,4	-0,1	0,1	1,5	2,6	6,3	7,8	6,8	6,0	4,4
Media restanti paesi UE (3) ...	3,6	5,4	4,8	3,5	3,1	2,7	3,6	4,3	4,9	6,9	6,1	5,4	4,2
Media Francia, Germania e Regno Unito (3)	2,2	2,2	2,2	1,8	1,4	0,4	1,8	2,8	4,1	5,4	4,7	4,6	4,1
Media UE esclusa Italia (3) ...	2,6	3,2	3,1	2,3	1,9	1,1	2,4	3,3	4,4	5,9	5,1	4,9	4,2

Fonte: elaborazioni su dati Istat (per l'Italia) e Commissione Europea.

(1) 1995: preconsuntivo; per l'Italia dati definitivi. 1996: stime; il dato dell'Italia è ricavato dalla *Relazione previsionale e programmatica*. - (2) Fino al 1990, dati relativi alla Germania Occidentale; dal 1991, dati relativi alla Germania unita. - (3) La media è ponderata utilizzando come pesi variabili le quote del PIL a prezzi correnti e a parità di potere di acquisto correnti (in dollari USA).

Tav. 2

Indebitamento primario
(in percentuale del PIL)

PAESI	1980	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995 (1)	1996 (1)
Italia	3,3	4,6	3,2	3,0	2,5	1,0	1,4	0,0	-1,9	-2,5	-1,7	-4,1	-4,0
Francia	-1,5	0,0	-0,2	-0,9	-1,0	-1,5	-1,3	-0,9	0,7	2,5	2,2	1,3	0,5
Germania (2)	1,0	-1,8	-1,7	-1,0	-0,7	-2,8	-0,5	0,6	-0,5	0,2	-0,9	-0,3	0,0
Regno Unito	-1,2	-2,1	-1,6	-2,9	-4,0	-3,6	-1,9	-0,4	3,4	4,9	3,5	2,3	0,7
Media restanti paesi UE (3) ...	0,8	-0,6	-1,2	-2,3	-2,5	-2,8	-2,3	-1,6	-1,2	0,2	-0,5	-1,1	-2,1
Media Francia, Germania e Regno Unito (3)	-0,4	-1,3	-1,2	-1,5	-1,8	-2,6	-1,2	-0,1	0,9	2,2	1,2	0,9	0,3
Media UE esclusa Italia (3) ...	0,0	-1,1	-1,2	-1,8	-2,0	-2,7	-1,5	-0,6	0,2	1,5	0,6	0,2	-0,5

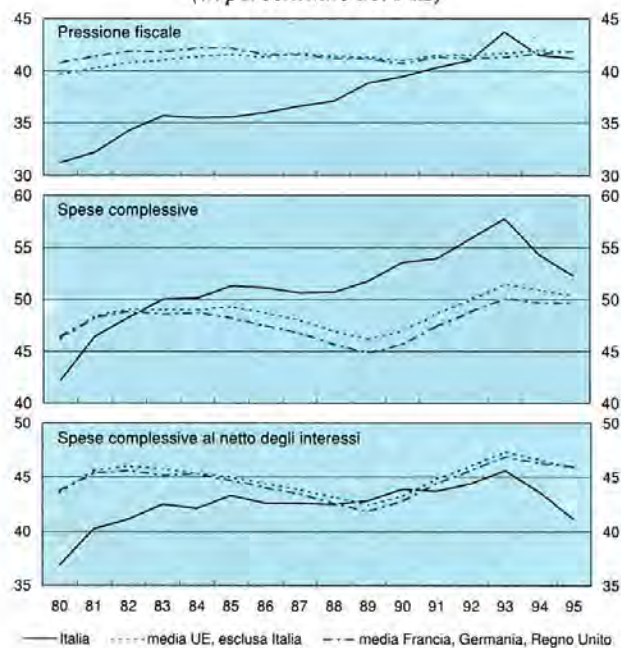
Fonte: elaborazioni su dati Istat (per l'Italia) e Commissione Europea.

(1) 1995: preconsuntivo; per l'Italia dati definitivi. 1996: stime; il dato dell'Italia è ricavato dalla *Relazione previsionale e programmatica*. - (2) Fino al 1990, dati relativi alla Germania Occidentale; dal 1991, dati relativi alla Germania unita. - (3) La media è ponderata utilizzando come pesi variabili le quote del PIL a prezzi correnti e a parità di potere di acquisto correnti (in dollari USA).

Fig. 2

3. Le entrate e le spese

Pressione fiscale e spesa pubblica
(in percentuale del PIL)



Nell'arco di tutto il periodo, la pressione fiscale (calcolata includendo il gettito delle imposte in conto capitale) nella media degli altri paesi della UE è cresciuta di circa 3,1 punti percentuali (dal 39,4 per cento del 1980 al 42,5 del 1995; tav. 3 e fig. 2; si veda anche la nota: *Confronti internazionali tra sistemi fiscali*, in *Bollettino Economico* n. 21, 1993). In questi paesi le uscite delle Amministrazioni pubbliche, da valori prossimi al 49 per cento del PIL nei primi anni ottanta, sono scese al 46,2 per cento nel 1989, per poi superare il 51 nel 1993 (tav. 4). Questo andamento riflette quasi esclusivamente quello delle poste di spesa diverse dagli interessi passivi; l'incidenza di questi ultimi sul prodotto è aumentata di appena 0,8 punti tra il 1989 e il 1995.

In Italia, di contro, la pressione fiscale è cresciuta di oltre dieci punti negli ultimi quindici anni (dal 31,3 per cento del 1980 al 41,7 del 1995), avvicinandosi ai livelli medi europei. Un quadro analogo emerge esa-

Tav. 3

Pressione fiscale (1)
(in percentuale del PIL)

PAESI	1980	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995 (2)
Italia												
Pressione fiscale	31,2	35,6	36,0	36,6	37,1	38,8	39,4	40,3	41,0	43,7	41,5	41,2
Pressione fiscale incluse le imposte in conto capitale	31,3	35,7	36,1	36,7	37,2	39,0	39,5	40,5	43,0	44,4	41,6	41,7
Francia												
Pressione fiscale	43,3	46,0	45,4	45,9	45,2	45,0	45,0	45,0	44,6	45,3	45,5	45,6
Pressione fiscale incluse le imposte in conto capitale	43,5	46,3	45,8	46,2	45,6	45,4	45,4	45,6	45,3	45,8	46,1	46,2
Germania (3)												
Pressione fiscale	42,8	42,8	42,1	42,3	42,0	42,4	40,6	42,2	42,9	43,4	43,8	43,6
Pressione fiscale incluse le imposte in conto capitale	42,9	42,9	42,2	42,4	42,1	42,5	40,7	42,3	43,0	43,5	43,9	43,7
Regno Unito												
Pressione fiscale	35,2	37,2	36,7	36,3	36,1	35,7	36,1	35,7	34,6	33,7	34,2	35,4
Pressione fiscale incluse le imposte in conto capitale	35,4	37,4	36,9	36,5	36,3	35,9	36,3	35,9	34,8	33,9	34,4	35,6
Media restanti paesi UE (4)												
Pressione fiscale	37,5	40,2	40,8	41,9	41,8	41,6	41,7	41,9	42,5	42,4	42,5	41,7
Pressione fiscale incluse le imposte in conto capitale	33,4	40,4	41,0	42,1	42,0	41,8	42,7	42,1	42,7	42,7	42,8	43,1
Media UE esclusa Italia (4)												
Pressione fiscale	39,7	41,6	41,3	41,7	41,4	41,3	41,0	41,5	41,6	41,7	42,0	41,9
Pressione fiscale incluse le imposte in conto capitale	39,4	41,7	41,5	41,9	41,6	41,6	41,5	41,8	41,9	41,9	42,2	42,5

Fonte: elaborazioni su dati Istat (per l'Italia) e Commissione Europea.

(1) La pressione fiscale è data dal rapporto percentuale tra il complesso delle entrate tributarie e contributive e il PIL. - (2) 1995: preconsuntivo; per l'Italia dati definitivi. - (3) Fino al 1990, dati relativi alla Germania Occidentale; dal 1991, dati relativi alla Germania unita. - (4) La media è ponderata utilizzando come pesi variabili le quote del PIL a prezzi correnti e a parità di potere di acquisto correnti (in dollari USA).

minando l'andamento della sola pressione tributaria (che esclude le entrate relative ai contributi sociali).

L'incidenza del totale delle spese sul PIL è anch'essa aumentata in Italia tra il 1980 e il 1993 (dal 42,2 al 57,7 per cento), portandosi largamente al di sopra dei livelli medi europei. Tale incidenza si è poi ridotta sensibilmente nel biennio successivo (52,3 per cento nel 1995), pur rimanendo superiore alla media

della UE. Degli oltre quindici punti di incremento registrati fino al 1993, quasi sette riguardavano la spesa per interessi, diminuita solo di 0,9 punti nel biennio 1994-95. Al netto degli interessi l'incidenza delle spese sul PIL è aumentata, ma è rimasta inferiore al livello medio della UE (salvo che per un breve intervallo nel biennio 1989-90); inoltre, l'incremento si è verificato fondamentalmente nel periodo antecedente il 1985.

Tav. 4

Spese complessive e al netto degli interessi
(in percentuale del PIL)

PAESI	1980	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995 (1)
Italia												
Totale uscite	42,2	51,3	51,1	50,6	50,7	51,7	53,5	53,9	55,8	57,7	54,3	52,3
Totale uscite al netto interessi	36,9	43,3	42,6	42,6	42,5	42,8	43,9	43,7	44,4	45,6	43,6	41,1
Francia												
Totale uscite	46,8	53,0	52,6	52,0	51,2	50,3	50,9	51,7	53,4	55,7	55,8	54,9
Totale uscite al netto interessi	45,3	50,1	49,7	49,2	48,5	47,6	48,0	48,6	50,2	52,3	52,2	51,2
Germania (2)												
Totale uscite	48,1	47,3	46,6	47,0	46,5	45,1	45,4	48,2	48,9	50,1	49,4	49,9
Totale uscite al netto interessi	46,2	44,3	43,6	44,1	43,6	42,4	42,8	45,5	45,6	46,8	46,0	46,1
Regno Unito												
Totale uscite	43,4	44,3	43,1	41,0	39,1	38,9	40,5	41,1	43,5	43,9	43,5	43,8
Totale uscite al netto interessi	38,7	39,4	38,6	36,7	35,2	35,2	37,1	38,1	40,6	41,0	40,2	40,1
Media restanti paesi UE (3)												
Totale uscite	45,8	51,8	51,4	50,6	49,8	49,1	49,9	51,4	52,8	54,7	53,5	51,9
Totale uscite al netto interessi	43,1	45,7	45,2	44,8	44,4	43,7	44,4	45,7	47,0	48,5	47,4	45,9
Media UE esclusa Italia (3)												
Totale uscite	46,2	49,3	48,7	48,0	47,0	46,2	47,0	48,6	50,0	51,5	50,9	50,4
Totale uscite al netto interessi	43,6	45,0	44,4	43,9	43,2	42,5	43,3	44,9	46,1	47,4	46,6	45,9

Fonte: elaborazioni su dati Istat (per l'Italia) e Commissione Europea.

(1) 1995: preconsuntivo; per l'Italia dati definitivi. - (2) Fino al 1990, dati relativi alla Germania Occidentale; dal 1991, dati relativi alla Germania unita. - (3) La media è ponderata utilizzando come pesi variabili le quote del PIL a prezzi correnti e a parità di potere di acquisto correnti (in dollari USA).

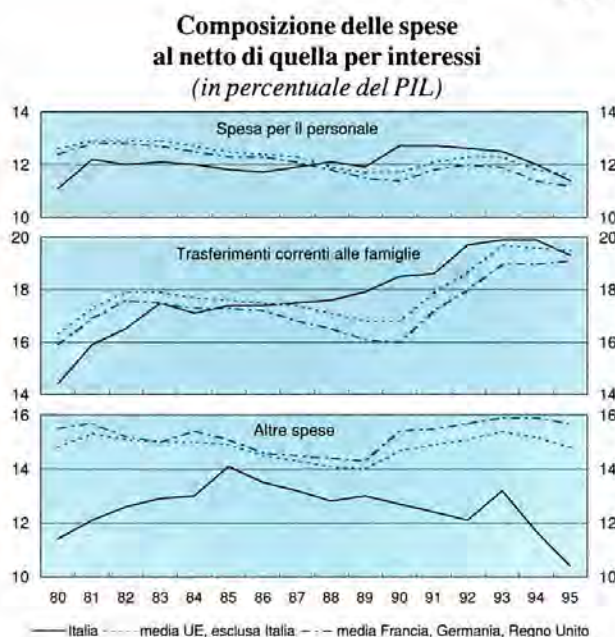
4. Le spese al netto degli interessi

Le uscite al netto degli interessi delle Amministrazioni pubbliche possono essere ripartite in tre grandi categorie: la spesa per il personale, i trasferimenti alle famiglie e un'ampia categoria residuale, le cui componenti principali sono i consumi intermedi, i trasferimenti (correnti e in conto capitale) alle imprese e gli investimenti (fig. 3).

Per quanto riguarda il personale, nel 1980 la spesa italiana in rapporto al PIL era inferiore di circa 1,5 punti a quella media degli altri paesi della UE, e di cir-

ca 1,3 punti a quella media di Francia, Germania e Regno Unito. Tra il 1980 e il 1990, l'incidenza sul PIL della spesa italiana è aumentata di circa 1,6 punti; superando sia quella media europea (diminuita di 0,9 punti nello stesso periodo), sia quella media di Francia, Germania e Regno Unito (diminuita di circa un punto). Nel quinquennio successivo l'incidenza della spesa per il personale sul PIL è diminuita sia in Italia (di circa 1,3 punti) sia nella media degli altri paesi della UE; nel 1995 l'indicatore per l'Italia è risultato inferiore a quello medio europeo, ma ancora superiore a quello medio di Francia, Germania e Regno Unito.

Fig. 3



Tra il 1980 e il 1993, i trasferimenti correnti alle famiglie hanno fatto registrare in Italia un aumento significativo (5,5 punti del PIL), passando dal 14,4 al 19,9 per cento del prodotto. Le erogazioni si sono ridotte solo di sei decimi di punto nel biennio 1994-95. Negli altri paesi europei i trasferimenti alle famiglie, sempre in percentuale del PIL, sono aumentati di 3,4 punti tra il 1980 e il 1993, per poi ridursi di due decimi di punto fino al 1995. Nel 1980 la spesa italiana era inferiore di 1,9 punti rispetto alla media europea e di 1,5 punti rispetto alla media di Francia, Germania e

Regno Unito; nel 1987 il divario era colmato e da allora fino al 1992 la spesa italiana è rimasta sensibilmente al di sopra di quella degli altri paesi europei, riportandosi in linea con quest'ultima solo tra il 1993 e il 1995, ma rimanendo, anche in questo caso, al di sopra del valore medio di Francia, Germania e Regno Unito.

Per quanto concerne la categoria residuale, le erogazioni in rapporto al PIL in Italia sono rimaste al di sotto della media europea nel corso di tutto il periodo esaminato. Il divario è andato riducendosi fino alla seconda metà degli anni ottanta (da circa 3,4 punti percentuali a circa 1), per poi ampliarsi nuovamente nel periodo successivo (raggiungendo i 4,4 punti nel 1995). La perdurante differenza riflette soprattutto il fatto che l'incidenza sul PIL dei consumi intermedi si è mantenuta sensibilmente inferiore nel nostro paese rispetto a quella media europea (per un valore compreso tra 1,1 e 2,3 punti percentuali nel quindicennio esaminato). La dinamica di tale differenza, tuttavia, ha riflesso soprattutto l'andamento del rapporto tra spese per investimenti e PIL. In Italia quest'indicatore è cresciuto rapidamente nei primi anni ottanta, portandosi al di sopra dei valori medi europei, che peraltro andavano diminuendo. Il divario è rimasto pressoché costante fino alla fine degli anni ottanta, quando ha cominciato a ridursi in seguito alla ripresa dell'indicatore relativo agli altri paesi europei; nonostante una successiva inversione di tendenza, a partire dal 1993, tale indicatore è risultato superiore a quello relativo all'Italia, che proprio all'inizio degli anni novanta ha registrato una brusca flessione.

L'evoluzione del mercato telematico dei titoli di Stato (*)

1. La riforma del febbraio 1994

Dalla sua istituzione, nel 1988, il mercato telematico dei titoli di Stato (MTS) ha registrato una crescita ininterrotta, che ha portato il volume degli scambi medi giornalieri dai circa 300 miliardi nel 1988 agli oltre 32.000 nel 1996. Dopo un periodo di sviluppo ordinato durato oltre quattro anni, il crescente interesse per i titoli di Stato italiani manifestato dagli investitori esteri dopo il 1992 ha evidenziato una serie di limiti operativi del mercato, favorendo lo sviluppo di un fiorente mercato parallelo *over-the-counter* (OTC), concentrato sulla piazza di Londra.

L'azione di riforma attuata nel 1994 si è mossa lungo due direttrici. Sono state da un lato introdotte alcune innovazioni tendenti ad abbattere barriere normative, disincentivi di natura fiscale e costi di transazione (cfr. il riquadro: *Riforma del MTS e introduzione dell'asta telematica*, in *Bollettino Economico*, n.22, 1994). Con il DM 24 febbraio 1994 è stata inoltre definita la vera e propria riforma, imperniata sulla distinzione degli operatori abilitati alla quotazione in due categorie, con l'introduzione, accanto ai consueti 'operatori principali', della nuova figura dello 'specialista' in titoli di Stato. L'insieme delle responsabilità e degli obblighi dell'attività di *market making* vengono suddivise tra queste due categorie sulla base di una valutazione dell'operatività dei soggetti che prende in considerazione, accanto ai consueti criteri quantitativi sui volumi trattati, una serie di criteri qualitativi.

I tradizionali requisiti quantitativi prescrivono il raggiungimento di una quota minima di mercato sul MTS; per gli specialisti, è inoltre richiesto un volume minimo di sottoscrizioni sul mercato primario. I requisiti qualitativi, invece, si basano sull'esame di una serie di indicatori rappresentativi dell'efficacia dell'azione di *market making* svolta dagli operatori nei vari comparti di titoli quotati sul MTS. A questo

fine, vengono esaminati indici sintetici relativi al differenziale medio lettera-denaro (*spread*) dei titoli quotati, al volume delle negoziazioni e al numero di titoli scambiati. Questi dati vengono calcolati con riferimento a sei comparti di titoli, identificati in base alla loro diversa tipologia (BTP, CCT e BOT) e al grado di liquidità (cfr. il riquadro: *L'attuazione della riforma del MTS*, in *Bollettino Economico* n. 24, 1995). Al fine di consentire ai soggetti interessati di valutare tempestivamente la propria attività, la Banca d'Italia invia a ciascuno degli specialisti e degli operatori principali, con cadenza bimestrale, una serie di dati relativi alla rispettiva posizione per quanto riguarda il soddisfacimento dei requisiti quantitativi e qualitativi.

2. I successivi interventi normativi e le selezioni degli operatori avvenute nel 1996

I requisiti qualitativi consentono di migliorare, rispetto alle semplici quote degli scambi, la valutazione dell'attività svolta dagli operatori per dare in via continuativa liquidità al mercato secondario. Essi pertanto hanno acquisito, dall'introduzione della riforma a oggi, proporzionalmente maggior rilievo rispetto ai requisiti quantitativi. Originariamente previsti solo per gli specialisti, nel marzo del 1995 sono stati introdotti anche per gli operatori principali. Nel novembre dello stesso anno sono stati rivisti alcuni valori-soglia dei requisiti quantitativi: la quota minima degli scambi da effettuare sul MTS è scesa per gli specialisti dal 3 all'1,5 per cento del volume complessivo degli scambi sul mercato, per gli operatori principali dall'1 allo 0,5 per cento. Questo provvedimento è stato introdotto per evitare che l'attività

(*) In collaborazione con il Servizio Mercati monetario e finanziario.

di *trading* infragiornaliero presentasse incrementi dettati solamente dall'esigenza di osservare i requisiti previsti anziché da valutazioni di natura economica. Dal luglio di quest'anno (dal gennaio prossimo per gli operatori principali) il calcolo degli indici qualitativi per ciascuno specialista esclude i valori che più si discostano dall'operatività media registrata dal soggetto nel periodo. Si premia con questo la continuità dei comportamenti al fine di evitare l'intensificarsi artificioso dell'attività alla fine del periodo di osservazione.

Sono state anche prese misure dirette a incentivare la stabilità nella composizione delle categorie degli specialisti e degli operatori principali, e nel contempo contenere il numero dei soggetti partecipanti. Una certa stabilità appare infatti desiderabile alla luce degli elevati investimenti fissi necessari per svolgere l'attività propria di queste categorie. A questi fini, nel maggio di quest'anno sono state introdotte regole per allungare da uno a due anni il periodo minimo intercorrente tra l'esclusione di un soggetto in occasione delle selezioni annuali e la sua riammissione nella categoria. Inoltre, per i soggetti che desiderano diventare operatori principali, è stato introdotto un periodo di prova di tre mesi durante il quale essi dovranno quotare titoli sul MTS e verranno valutati in base ai requisiti qualitativi.

In seguito alla selezione annuale degli operatori principali effettuata nel gennaio di quest'anno, 11 soggetti sono stati esclusi dalla categoria in base ai requisiti qualitativi; solo uno di essi non aveva raggiunto la prescritta quota di mercato sul MTS. Con l'ammissione di 4 nuovi operatori a gennaio e il passaggio nella categoria di 3 specialisti esclusi dalla corrispondente selezione, gli operatori principali sono diventati 21. I requisiti qualitativi hanno avuto un peso predominante anche nella citata selezione degli specialisti avvenuta nel giugno scorso: 3 soggetti, come ricordato, hanno perso la qualifica, e nessuno dei 4 operatori principali che ne aveva fatto domanda è stato ammesso nella categoria. Tutti gli esclusi sono risultati carenti in base ai requisiti qualitativi; solo uno dei 7 non possedeva i requisiti quantitativi previsti. Gli specialisti sono così diminuiti da 16 a 13. Per effetto di queste selezioni, il numero complessivo di *market makers* operanti sul mercato italiano è sceso a 34; a titolo di confronto, in Francia gli *spécialistes*

en valeurs du Trésor sono 20, in Inghilterra i *gilt edged market makers* sono 18.

3. Una valutazione degli interventi

La valutazione degli interventi effettuati dal 1994 è nel complesso positiva: quasi tutti gli indicatori segnano infatti un incremento significativo nell'efficienza del mercato. Il volume delle contrattazioni è cresciuto fortemente subito dopo la riforma e ha continuato a esibire una tendenza fortemente crescente per tutto il biennio successivo: la media giornaliera degli scambi è cresciuta rispettivamente del 93 e del 73 per cento nel 1994 e nel 1995. Nei primi nove mesi di quest'anno, sebbene la crescita sia rallentata, si è avuto un ulteriore incremento del 38 per cento rispetto al corrispondente periodo del 1995 (fig. 1). Se questo rallentamento nella crescita degli scambi sul MTS può indurre a ritenere che l'espansione delle contrattazioni nel biennio 1994-95 fosse determinata dalla pressione concorrenziale imposta agli operatori dagli stringenti vincoli quantitativi del DM 24.2.1994, i volumi registrati dopo la revisione di quei criteri sono comunque superiori rispetto a dodici mesi prima e tuttora in crescita.

Fig. 1

Scambi mensili e numero dei titoli trattati sul MTS



(1) Le percentuali nel grafico si riferiscono alla quota dei titoli effettivamente trattati sul totale di quelli nel listino.

Il mercato sembra aver reagito favorevolmente all'attenzione crescente che i vari interventi sopra ricordati hanno posto sulla qualità dell'offerta dei *market makers*, nonché sulla nozione di competizione tra operatori in termini non puramente quantitativi. Considerando per l'anno 1996 il dato provvisorio sin qui disponibile, relativo ai primi nove mesi, risul-

ta che lo *spread* medio rilevato a fine giornata e riferito al totale dei titoli quotati a medio e a lungo termine è stato di 9,3 centesimi di punto contro 17,4 del 1995 (-46 per cento), vicino al valore minimo registrato dall'introduzione del MTS (8,4 centesimi nel 1991, ottenuto peraltro con riferimento a titoli di durata più breve degli attuali e in presenza di una volatilità dei corsi molto inferiore). Significativamente, la riduzione ha interessato in maniera abbastanza uniforme tutti i comparti del mercato, ma è risultata più marcata proprio per quelli meno liquidi: ordinando i titoli per volume di contrattazioni, risulta che il quintile dei titoli meno scambiati ha visto il proprio *spread* medio ridursi da 30,2 a 13,6 centesimi di punto percentuale tra il 1995 e il 1996, nonostante che la volatilità dei corsi abbia registrato una riduzione solo modesta nello stesso periodo. Come risulta dalla tavola 1, gli *spreads* relativi ai comparti meno liquidi del mercato, il quarto e quinto quintile, rappresentano i minimi storici per quei settori, sebbene la volatilità dei corsi attuale sia quasi doppia di quella registrata nel periodo antecedente la crisi valutaria del 1992.

Tav. 1

Spreads medi per quintili e totale (1)
(centesimi di punto percentuale)

ANNI	Quintili					Spread medio
	1°	2°	3°	4°	5°	
1988	6,9	12,7	12,5	15,3	20,4	13,6
1989	6,9	11,0	14,1	16,0	23,5	14,3
1990	3,2	6,9	10,6	13,8	20,6	11,0
1991	2,3	3,5	5,5	10,7	20	8,4
1992	8,3	28,1	44,9	63,2	84,9	45,9
1993	9,8	20,0	30,0	41,7	76,6	35,6
1994	14,3	20,8	24,4	33,4	53,6	29,3
1995	7,7	12,4	15,3	21,6	30,2	17,4
1996	5,8	7,9	8,2	10,7	13,6	9,3

(1) Gli *spreads* sono rilevati a fine giornata. I quintili sono calcolati escludendo i titoli sui quali non si sono registrati scambi.

Le statistiche sugli *spreads* non tengono conto di quella parte di titoli che, pur presente nel listino, non ha fatto registrare scambi nel periodo di riferimento

e ne rappresenta perciò la parte più "illiquida" in assoluto. La figura mostra come sia il numero assoluto di titoli effettivamente trattati sul MTS, sia la quota percentuale di tali titoli nel listino siano sensibilmente aumentati, passando, dal 1988 a oggi, rispettivamente da 13 a 108 e da 52 a 80 per cento. Questo risultato suggerisce che l'incremento di liquidità complessivamente raggiunto sul MTS è più marcato di quanto desumibile in base ai soli dati sugli *spreads*.

Il livello di concentrazione degli scambi sui principali titoli registra anch'esso un calo, in linea con gli altri indicatori di liquidità; sui cinque titoli più scambiati del listino sono state svolte il 52 per cento delle contrattazioni nel periodo gennaio-settembre di quest'anno, contro il 72 per cento nel 1995 ed il 75 per cento nel 1994; sui primi dieci titoli il dato è del 69 per cento, contro l'85 per cento nel 1995 e 1994 (tav. 2); anche tenuto conto dell'aumento del numero di titoli trattati nel 1995 e 1996 (fig. 1), il dato sembra comunque segnalare un movimento al ribasso del livello di concentrazione che non si osservava sul mercato telematico dal triennio 1988-90. Si è invece arrestata la discesa del grado di concentrazione degli scambi per operatore, che era proseguita ininterrotta sin dall'avvio del mercato nel 1988; il dato provvisorio per il 1996 si colloca attorno al minimo storico raggiunto l'anno scorso, e in prossimità del proprio limite minimo teorico (1).

Tav. 2

Percentuale delle negoziazioni sul totale trattato

ANNI	Operatori		Titoli	
	Primi 5	Primi 10	Primi 5	Primi 10
1988	55,2	82,3	65,3	83,1
1989	56,2	82,1	53,5	71,8
1990	54,4	78,2	44,0	64,1
1991	45,9	72,1	47,5	64,3
1992	41,1	63,8	62,1	77,3
1993	36,6	56,9	58,5	73,5
1994	30,5	52,1	75,7	84,9
1995	23,4	41,8	72,0	84,7
1996 (1)	23,9	42,8	52,1	69,0

(1) Primi nove mesi dell'anno.

Un obiettivo della riforma del 1994 era anche quello di favorire un maggior impegno dei *market makers* sul mercato primario, introducendo, come si è già ricordato, quantitativi minimi per le sottoscrizioni e avviando riaperture loro riservate. Insieme con il passaggio dal sistema cartaceo a quello telematico per la trasmissione delle offerte, ciò ha contribuito a ridurre lo scarto tra il prezzo di aggiudicazione e quello prevalente sul mercato secondario nell'intorno del collocamento. Tale "sconto d'asta" era stato infatti rilevato, relativamente alle aste di titoli di Stato a medio e a lungo termine, da alcuni studi all'inizio degli anni novanta, evidenziando un costo per l'emittente.

Da analisi condotte con riferimento al primo semestre del 1995, è emerso che dopo la riforma l'accresciuta liquidità del MTS, congiuntamente al meccanismo di riapertura delle emissioni, ha favorito la diffusione delle informazioni sul valore dei titoli e quindi la significatività del prezzo nelle aste di riapertura. Lo sconto d'asta, calcolato per diverse tipologie di titoli e vari intervalli temporali nell'intorno delle 41 aste di riapertura del periodo considerato, si è mantenuto costantemente su valori contenuti e non è risultato statisticamente significativo.

(1) Tale minimo si raggiungerebbe nel caso di perfetta uniformità degli operatori sul mercato (identici volumi trattati).

L'offerta di prodotti e di servizi da parte delle banche (*)

La crescente competitività dei mercati finanziari, la nascita di nuove forme di intermediazione e lo sviluppo di una cultura finanziaria di massa, con la conseguente domanda anche da parte della clientela ordinaria meno esigente di nuovi e più sofisticati prodotti finanziari, sono alcuni dei fenomeni che hanno caratterizzato il processo di trasformazione ed evoluzione dell'attività bancaria negli ultimi anni.

Gli intermediari hanno avviato una revisione delle linee strategiche relative alla complessiva attività commerciale, perseguendo una politica di innovazione e di ampliamento della gamma dei prodotti e dei servizi offerti e di espansione e ridefinizione dei sistemi distributivi allo scopo di mantenere la loro posizione di centralità nell'ambito del sistema finanziario e di salvaguardare i margini di reddito.

Tale processo, tuttora in corso, è stato oggetto, da parte della Banca d'Italia, di un'indagine tendente ad acquisire informazioni sui prodotti e sui servizi finanziari "non tradizionali" offerti dagli intermediari creditizi, sulle modalità di collocamento degli stessi, sulle scelte organizzative compiute e su alcuni aspetti gestionali riferibili all'area commerciale.

L'indagine è stata condotta in più fasi: nella prima è stata raccolta una serie di informazioni sugli aspetti oggetto di analisi attraverso un questionario inviato a tutte le banche e a tutti i gruppi bancari, con esclusione delle banche di credito cooperativo (1); nella seconda è stato intervistato un campione ristretto di intermediari per approfondire alcune tematiche rilevanti. Successivamente si è impostata una raccolta di dati sui volumi di operatività e sulle modalità di utilizzo dei diversi canali distributivi (2).

1. Principali conclusioni

Dall'indagine emerge che il sistema bancario ha seguito orientamenti strategici comuni, pur differenziandosi nelle modalità e nell'intensità con cui questi sono stati perseguiti. La scelta prioritaria su cui si è

concentrata l'attività delle banche è stata quella di sviluppare una politica commerciale orientata al mercato, con l'obiettivo di conseguire una maggiore "fidelizzazione" della clientela. Inoltre, le banche hanno seguito politiche di espansione operativa per conseguire più adeguati volumi di attività, sia per i prodotti già presenti in portafoglio sia per l'offerta dei nuovi. La qualità e la tempestività del servizio, pur considerati fattori importanti, al momento non sono perseguitate con uguale determinazione.

Nell'ambito della politica di offerta si è rilevata una tendenza crescente a frazionare il processo produttivo, attribuendo la realizzazione delle diverse fasi al soggetto, del gruppo o esterno ad esso, che ha sviluppato in quelle fasi professionalità specifiche. Tale "segmentazione", consentendo di separare gli aspetti distributivi da quelli produttivi, rende possibile attivare una molteplicità di canali, anche non bancari. In tale ottica possono interpretarsi sia l'integrazione crescente tra banca ed assicurazione sia lo sviluppo di accordi di distribuzione tra intermediari creditizi e tra questi e soggetti non bancari.

L'attuale processo di ridefinizione dell'assetto organizzativo della rete distributiva risulta influenzato da due fattori fondamentali: le nuove tecnologie informatiche e i cambiamenti del quadro normativo. L'utilizzazione delle prime ("banca virtuale" e "banca telefonica") renderà meno necessaria la vicinanza materiale al cliente, soprattutto per le operazioni che non richiedono attività di consulenza. Le nuove norme in materia di articolazione territoriale delle banche consentono di collocare i prodotti offerti dalla banca al domicilio del cliente, con propri dipendenti o con promotori finanziari (3). Interventi sulla rete di vendita sono stati effettuati per giungere alla realizzazione di modelli organizzativi ritenuti più rispondenti all'esigenza di gestire realtà complesse; ad essi si è accompagnata la revisione dei meccanismi e degli organi di controllo e di coordinamento tra strutture centrali e periferiche.

(*) A cura del Servizio Vigilanza sugli enti creditizi.

Dall'indagine emergono anche alcuni segnali di una lenta evoluzione da una cultura aziendale basata sull'acquisizione di maggiori volumi operativi a una cultura del "valore", dove l'attenzione è più incentrata sul conseguimento di risultati economici per prodotto/cliente/struttura (fissazione di obiettivi in termini di ROE, ROA, ecc.).

2. Prodotti

L'obiettivo della "fidelizzazione" della clientela viene perseguito ampliando la gamma dei prodotti offerti in maniera da soddisfare, tendenzialmente, qualunque richiesta (il cosiddetto supermarket finanziario). In un numero ridotto di casi si è scelto di perseguire tale obiettivo concentrandosi soltanto su una parte dei prodotti disponibili, di cui viene curato l'aspetto qualitativo e, spesso, accompagnandoli con la prestazione di servizi accessori (la cosiddetta boutique finanziaria).

Tav. 1

Prodotti propri e/o di terzi offerti dalle banche (1)

PRODOTTI	Numero banche	Valore percentuale (2)
Obbligazioni	102	50,2
Certificati di deposito	197	97,0
Pronti contro termine	196	96,6
Mutui fondiari	179	88,2
Crediti legati ad attività commerciali con estero	184	90,6
Finanz. medio/lungo term.	188	92,6
Credito consumo	168	82,8
Leasing	177	87,2
Factoring	158	77,8
GPM	130	64,0
Assicurativi (ramo vita)	149	73,4
Assicurativi (altri)	92	45,3
Fondi comuni di investim.	166	81,8
Prodotti derivati	75	36,9
Carte di credito	142	70,0
Consulenza finanziaria	64	31,5

(1) I dati sono tratti dall'indagine citata e sono relativi a 203 banche (escluse le filiali di banche estere e gli ex istituti di credito speciale). - (2) Quota delle banche che offrono il prodotto sul totale delle banche che hanno partecipato all'indagine.

Nel corso degli ultimi anni la politica commerciale delle banche si è incentrata sull'offerta di prodotti tradizionali nel settore *retail*, in misura minore, *private*; segnali di sviluppo di una politica di innovazione e di differenziazione, con una composizione del portafoglio offerto comprendente prodotti più evoluti e una certa attenzione anche al segmento *corporate*, sono stati rilevati nelle strategie di alcune banche (tav. 1).

Il processo produttivo è risultato ancora caratterizzato dalla gestione dell'intero ciclo all'interno della banca. Soltanto per i prodotti più innovativi è emersa la tendenza a frazionare le varie fasi. In particolare, la scelta strategica di creare una società specializzata del gruppo o esterna ad esso con cui vengono stipulati accordi di commercializzazione (società prodotto), è stata effettuata oltre che per le attività che la normativa non consente di svolgere in proprio (es. prodotti assicurativi, fondi comuni d'investimento) anche per alcuni prodotti del comparto parabancario (l'attività di leasing e di factoring al 31 dicembre 1995 veniva svolta in proprio rispettivamente da 8 e da 82 intermediari) o per attività in cui le banche non hanno sviluppato una competenza specifica. Soltanto per i finanziamenti a medio e a lungo termine è prevalente la scelta di sviluppare tale attività all'interno della banca ordinaria, mantenendo generalmente una struttura organizzativa separata (soltanto il 7 per cento delle banche non offre tale prodotto in proprio, ma unicamente per conto di terzi).

L'80 per cento circa degli intermediari ritiene necessario ampliare il portafoglio dei prodotti da offrire alla clientela (tav. 2), individuando nel risparmio gestito, dove peraltro la presenza è già significativa, il comparto nel quale concentrare la propria spinta commerciale, con l'obiettivo di trasformare la raccolta indiretta da "custodita e amministrata" a "gestita". Tale operazione consentirebbe di dare visibilità all'apporto professionale dell'intermediario, con riflessi anche sulla redditività del servizio.

Nel settore del risparmio gestito è in atto un processo di differenziazione dei prodotti in relazione ai diversi segmenti di mercato: per le gestioni patrimoniali, rivolte al segmento medio-alto di clientela, vi è la tendenza ad aumentare la soglia d'ingresso in maniera da rendere possibile una effettiva personalizzazione della gestione; per importi più limitati le banche

in genere tendono a offrire un'ampia gamma di fondi comuni di investimento in grado di soddisfare le esigenze della clientela; non sono pochi i casi in cui si continuano comunque a offrire gestioni patrimoniali anche di modesto ammontare, in cui la personalizzazione dell'investimento è poco significativa.

Tav. 2

Modifiche previste nel portafoglio prodotti

PRODOTTI	Quota percentuale
Prodotti propri	24,8
Prodotti propri e/o di terzi	41,1
Prodotti di terzi	10,9
Nessuna modifica	23,2

Le banche intendono sviluppare, in proprio o ricorrendo ad accordi distributivi, servizi di consulenza e prodotti di risparmio gestito per il segmento *private*, in particolare prodotti previdenziali e assicurativi con un forte contenuto finanziario e servizi di consulenza, di finanza innovativa e di gestione della tesoreria per il segmento *corporate*.

Una buona integrazione si sta sviluppando con i prodotti assicurativi, area di affari verso cui si sta orientando la quasi totalità delle banche (i prodotti del ramo vita vengono offerti dal 73 per cento delle banche, mentre altre tipologie di prodotti assicurativi vengono distribuiti dal 45 per cento delle banche), con la creazione di *joint venture* con partner assicurativi e la distribuzione di prodotti di società assicurative. Sono in fase di avvio iniziative tendenti a collocare presso gli sportelli i prodotti del ramo danni, anche se per tali forme assicurative le banche si stanno muovendo con una certa cautela. La distribuzione di questi prodotti viene giudicata conveniente sia per il contributo che essa può dare direttamente al conto economico sia per aumentare il grado di "fidelizzazione" della clientela. Tuttavia tale attività richiede particolari attenzioni poiché si tratta di un settore soggetto a un contenzioso potenzialmente alto, dal quale può scaturire un effetto negativo in termini di immagine. Per questi motivi negli accordi di collaborazio-

ne si prevedono talvolta standard di qualità del servizio postvendita che la compagnia assicurativa dovrebbe rispettare.

Il sistema dei pagamenti è un altro settore in cui le banche intendono sviluppare la propria attività. In particolare, le innovazioni che vanno diffondendosi in questo comparto (carte di pagamento, moneta elettronica, ecc.), soprattutto da parte di operatori non bancari, si stanno dimostrando remunerative e costituiranno nel futuro un terreno di competizione tra intermediari bancari e altri soggetti.

Lo sviluppo di prodotti e di servizi non tradizionali si presenta disomogeneo sul territorio: mentre nelle aree del Centro-Nord si assiste a una forte accelerazione dell'offerta, nel Sud manca un adeguato sviluppo. Tale situazione, secondo le banche, sarebbe da ricondurre oltre che alla differenza economica tra le due aree, che si riverbera sul tipo e sull'intensità della domanda, anche ad alcune difficoltà a stimolare adeguatamente la richiesta dei prodotti e dei servizi più innovativi.

Relativamente alle modalità con cui le banche determinano la combinazione di prodotti offerti è stato rilevato un comportamento articolato. In particolare, per quelli già presenti nel portafoglio viene in genere esaminato il relativo ciclo di vita e, nelle fasi di maturità e/o di declino, alcune banche intervengono con politiche di *restyling* del prodotto, mentre altre lo conservano in "magazzino" anche se non sussiste più domanda, per soddisfare eventuali richieste della clientela, sostenendone il costo comunque connesso con la gestione; soltanto in qualche caso è stato dichiarato che i prodotti fuori mercato vengono esclusi dal portafoglio.

Per quanto riguarda la scelta di produrre e offrire un nuovo prodotto sembra prevalere una diffusa tendenza imitativa per adeguarsi al comportamento delle banche concorrenti; si è rilevata una prevalenza di ricerche di mercato sulla capacità di penetrazione del prodotto, a cui non si è accompagnata un uguale attenzione all'esame del processo produttivo, ai tempi necessari per raggiungere il *break-even point* e al contributo che, a regime, il prodotto può dare al conto economico.

3. Struttura distributiva

L'evoluzione delle norme in materia di articolazione territoriale e le possibilità di ampliamento della gamma dei prodotti hanno portato, nel corso degli ultimi anni, a una espansione della struttura distributiva delle banche per una presenza capillare sul territorio e per adeguare la struttura stessa alle politiche commerciali perseguite.

L'ampliamento dell'ambito territoriale di attività è avvenuto ricorrendo a un incremento degli sportelli, all'acquisizione di altri soggetti bancari, alla stipula di accordi di distribuzione con altre banche e con promotori finanziari, sviluppando i canali automatizzati (tav. 3).

Tav. 3

Utilizzo dei canali distributivi diversi dagli sportelli (1)

CANALI	Numero banche	Valore percentuale (2)
Promotori finanziari diretti	29	20,1
Altre banche	42	29,2
SIM	33	22,9
Società finanziarie	28	19,4
Altre società	12	8,3

(1) Fonte: indagine citata. - (2) Quota delle banche che utilizzano il canale sul totale di quelle che si avvalgono di canali esterni (circa il 20 per cento del campione).

La struttura distributiva risulta ancora fortemente incentrata sul canale bancario tipico (sportelli), caratterizzato da uno scarso livello di differenziazione (il 90 per cento degli sportelli offre tutti i prodotti disponibili in portafoglio). Modesta risulta la presenza di sportelli leggeri, che effettuano una gamma limitata di operazioni, standardizzate e di massa. La strategia di sviluppo seguita da alcune banche con l'apertura di sportelli leggeri in zone in precedenza non servite non sembra aver dato risultati soddisfacenti, mentre prestazioni migliori sono state ottenute nei casi in cui questa tipologia di sportelli è stata utilizzata in zone in cui la banca era già presente, come ausilio alle strutture esistenti per decongestionare l'attività nelle succursali tradizionali e migliorare la qualità dei ser-

vizi. Il processo di espansione della rete distributiva è stato realizzato anche con un sostenuto incremento dei canali automatizzati (ATM, POS), che hanno favorito uno snellimento dell'attività operativa degli sportelli tradizionali e una razionalizzazione dei costi: il numero di ATM è passato da 11.156 (210 banche, escluse le banche di credito cooperativo) nel 1991 a 20.195 nel 1995 (216 banche); il numero di apparecchiature POS nello stesso periodo è passato da 44.984 (152 banche) a 147.592 (159 banche).

Nell'ambito delle succursali tradizionali vi è una diffusa tendenza a creare, all'interno della struttura, aree di offerta differenziate (box, uffici) per tipologia di clientela e/o di prodotti. In alcuni casi sono state realizzate strutture specializzate nell'offerta di prodotti ad alto contenuto professionale oppure rivolte a particolari segmenti di clientela (es. *investment banking*, *corporate banking*), con una dislocazione logistica diversa da quella degli sportelli tradizionali. Sul piano organizzativo, tali strutture forniscono sovente un servizio di consulenza alle unità operative di base; in tal modo si cerca di ridurre il livello di burocratizzazione e di garantire a tutte le unità un adeguato livello di professionalità contenendo i costi.

Accanto a queste strutture si sta sviluppando il canale telematico (collegamenti di *remote banking*) con funzioni informative e di erogazione dei servizi e, in alcuni casi, con una funzione attiva nell'acquisizione della clientela (*telemarketing*). I collegamenti di *remote banking* al momento sono piuttosto contenuti: al 31 dicembre 1995 i servizi di *home banking*, *corporate banking* e *banca telefonica* erano attivati con circa 28.000 famiglie e 65.000 imprese, di questi rispettivamente 16.700 e 26.000 avevano soltanto funzioni informative. Tuttavia, dall'indagine si rileva che 132 banche su 207 utilizzano il canale telematico e 214 su 257 inseriscono lo sviluppo di questo canale nelle strategie di medio periodo e ritengono necessario attrezzarsi per poter sfruttare in termini di vantaggio competitivo le sue potenzialità. Tra gli aspetti che fanno ritenere rilevante l'utilizzo di questo canale viene indicato l'ausilio che può dare al raggiungimento di un maggior grado di "fidelizzazione" della clientela, la possibilità di sviluppare, entro certi limiti, l'attività di *cross-selling* e di conseguire più adeguati volumi operativi sui prodotti e sui servizi per i

quali non è necessaria un'attività di consulenza personalizzata.

Tra le possibili forme in cui il canale telematico può essere utilizzato, al momento un certo sviluppo è stato conseguito soltanto nell'attività di *banca telefonica*. Esso viene considerato da alcune banche come un servizio offerto alla clientela per aumentarne il grado di "fidelizzazione" e per ridurre i costi di transazione; altri intermediari lo utilizzano come un canale distributivo complementare per sviluppare i rapporti con i clienti esistenti e/o per acquisire nuovi clienti, che comunque saranno presi in carico dalle filiali competenti. In alcuni casi si sta sperimentando l'avvio della banca telefonica come un canale indipendente che deve garantire una sua redditività, fornendo una gamma di prodotti specifici a una tipologia di clientela selezionata. Sono state avviate alcune iniziative di operatività senza una rete di sportelli tradizionali, avvalendosi unicamente del canale telefonico e di una rete di promotori finanziari. La costituzione di una società autonoma per la gestione dell'attività di banca telefonica, come avvenuto in alcune esperienze estere, viene al momento esclusa dagli intermediari per i possibili effetti negativi derivanti dalla concorrenza che si verrebbe a creare tra banca tradizionale e banca telefonica, per la difficoltà di gestione dei rapporti tra le due società e per la duplicazione di alcuni oneri.

Nella struttura interna del 20 per cento circa delle banche è attiva una rete di promotori finanziari dipendenti. Tale canale non si configura come una struttura autonoma, ma opera generalmente nell'ambito della filiale territorialmente competente per l'acquisizione di nuova clientela, demandando la successiva gestione del rapporto alla struttura tradizionale; in altri casi essa opera come *task force* che fa capo alla struttura centrale e viene impiegata per specifici obiettivi (es. lancio di nuovi prodotti, apertura di una nuova filiale, ecc.), per un periodo transitorio, presso la zona di operatività della filiale. Le motivazioni alla base di questa scelta sono riconducibili all'esigenza di sfruttare le potenzialità di vendita che tale canale presenta, utilizzando risorse interne in eccesso e attenuando i possibili conflitti competitivi e di coordinamento con la struttura propria della banca che potrebbero manifestarsi qualora si facesse ricorso a promotori indipendenti.

L'esigenza di migliorare il rapporto qualitativo con la clientela e la necessità di salvaguardare il rapporto personale nonostante l'incremento di operatività dei canali telematici sembrano ipotizzare un impiego maggiore dei promotori (4). A ciò potrebbe contribuire anche la recente modifica della normativa in materia di articolazione territoriale delle banche, che riconosce ai dipendenti bancari la possibilità di svolgere attività a domicilio della clientela.

L'utilizzo di SIM di distribuzione (23 per cento delle banche) avviene in generale per coprire aree geografiche e/o segmenti di clientela diversi da quelli che rientrano nell'operatività della struttura bancaria. Nei casi in cui i promotori finanziari agiscano in zone sovrapposte a quelle delle banche, i possibili conflitti concorrenziali vengono affrontati affidando ai promotori finanziari l'acquisizione di nuova clientela, mentre agli sportelli viene riservata la gestione di quella esistente, differenziando, in alcuni casi, le linee di prodotto offerte.

La strategia di crescita attraverso l'acquisizione di altre banche è stata sviluppata da alcuni intermediari di maggiori e di medie dimensioni: dai primi, già presenti con proprie strutture in una vasta area geografica, per realizzare una più capillare presenza sul territorio; dai secondi per presidiare aree geografiche ancora non coperte. In entrambi i casi i soggetti da acquisire sono stati ricercati tra le banche locali con un forte radicamento sul territorio. Nei casi in cui il soggetto acquisito è stato incorporato, l'operazione è stata effettuata salvaguardandone il marchio e ricorrendo a soluzioni organizzative differenziate, che vanno dal semplice mantenimento della denominazione della banca incorporata nei rapporti con la clientela, in alcuni casi abbinata a quella della incorporante, al riconoscimento di un'ampia autonomia mediante la creazione di una struttura separata all'interno della banca incorporante.

Nel corso degli ultimi anni l'obiettivo di espansione delle reti commerciali è stato perseguito anche attraverso la stipula di accordi per la distribuzione dei propri prodotti, sia dopo l'instaurazione di legami di tipo partecipativo, con società in prevalenza bancarie, sia di natura prettamente commerciale. Nel primo caso, non sembrano essersi ottenuti i risultati sperati, soprattutto quando la partecipazione acquisita è stata di minoranza. Risultati migliori sono stati conseguiti

con la seconda forma di collaborazione. A questa le banche di maggiori e medie dimensioni attribuiscono interessanti potenzialità di sviluppo, con vantaggi sia per le società produttrici sia per quelle distributrici. Questa seconda soluzione prevede che società specializzate nello sviluppo e nella gestione di una determinata tipologia di prodotto (es. fondi comuni d'investimento, polizze assicurative) svolgano la funzione di "fornitore" per una serie di banche convenzionate, le quali commercializzano il prodotto, spesso personalizzato con il proprio marchio; il cliente in tal modo instaura un rapporto diretto con la società distributtrice. Alcuni risultati positivi sono stati raggiunti anche con esperienze di *network*, soprattutto laddove esistevano problemi connessi con il raggiungimento di adeguati volumi operativi. In particolare si è creata una società consortile specializzata in alcuni prodotti (es. fondi comuni d'investimento) collocati dalle società aderenti.

Una tipologia di accordi commerciali relativamente nuova, che ha già trovato qualche applicazione pratica, è quella che si richiama a una logica di *franchising*, in cui le banche distributrici acquisiscono, in esclusiva per la propria zona di competenza, tutti i servizi specializzati che può offrire loro una banca di maggiori dimensioni senza proprie strutture in quel territorio.

Accordi di distribuzione sono stati definiti anche per canali diversi da quelli bancari e finanziari (8 per cento circa del campione), in particolare con intermediari immobiliari, rivenditori di beni di largo consumo, concessionarie di auto, agenzie di viaggio ecc. Al momento la commercializzazione di prodotti attraverso tali canali non risulta particolarmente significativa, anche se le banche ritengono che in prospettiva sia possibile un incremento di operatività. Infatti, se da un lato la distribuzione attraverso tali intermediari consente di avvalersi della conoscenza che questi hanno del mercato e quindi di offrire i prodotti che rispondono alle esigenze della clientela, rendendoli disponibili nel momento e con la tempestività richiesta, dall'altro le banche ritengono importante che la scelta dei soggetti a cui affidare la distribuzione debba essere preceduta da un'attenta valutazione del livello di affidabilità degli stessi in un'attività per loro non tradizionale.

L'evoluzione delle tecnologie informatiche introdurrà, a parere delle banche, nuove forme di marketing e di vendita, consentendo per tale via una modifica dell'ambiente competitivo nel quale s'inseriranno anche operatori non bancari (es. gestori di reti telematiche, grandi catene di distribuzione, società produttrici di software, ecc.) e istituzioni finanziarie operanti a livello internazionale. Per affrontare questo probabile scenario competitivo, alcune banche hanno intrapreso accordi con società di gestione di reti telematiche, al fine di utilizzare tutte le opportunità derivanti dal processo di liberalizzazione in atto nel campo delle telecomunicazioni.

Lo scenario ipotizzabile per i prossimi anni è quindi quello di una pluralità di canali distributivi utilizzati per soddisfare le diverse esigenze dei vari segmenti di clientela e di un aumento della concorrenza, con l'entrata sul mercato di concorrenti non bancari. Le banche ritengono che l'evoluzione della struttura distributiva, determinando un aumento della complessità delle relazioni con la clientela, renderà necessaria una forte integrazione tra i canali che, pur nella diversità dei ruoli di ciascuna organizzazione commerciale, permetta di conseguire sinergie nella gestione della clientela.

L'evoluzione verso una struttura distributiva a più canali e il venir meno dell'esigenza di vicinanza materiale al cliente, implicheranno inoltre, secondo le banche, un ripensamento del ruolo della tradizionale rete degli sportelli. Alcune di esse hanno già avviato un processo di revisione organizzativa, in cui lo sportello tende a essere uno dei punti di erogazione dei servizi, mentre le attività con maggior contenuto professionale vengono presidiate a livello intermedio della rete commerciale (struttura capozona).

L'esigenza di migliorare il coordinamento tra strutture distributive e tra queste e le società prodotto è stata manifestata anche all'interno dei gruppi (il 60 per cento dei gruppi che hanno partecipato all'indagine manifesta la necessità di interventi sulla struttura distributiva), soprattutto laddove esiste una rete di promotori finanziari che fa capo a una SIM di distribuzione. In tali situazioni talvolta si evidenziano alcune sovrapposizioni tra l'attività svolta dai promotori finanziari e la struttura territoriale della banca. Interventi volti a evitare i possibili fenomeni di concorren-

za tra prodotti dello stesso gruppo vengono posti in essere cercando di differenziare l'offerta per segmenti di clientela, agendo sulle caratteristiche dei prodotti disponibili presso ciascun canale distributivo.

Problemi si pongono, altresì, per la sicurezza delle reti e la prevenzione dei "crimini informatici", rendendo necessari investimenti che oltre a soddisfare tali esigenze consentano l'erogazione di un servizio migliore e a costi contenuti.

4. Aspetti gestionali

L'utilizzo di sistemi gestionali per il controllo e la pianificazione dell'attività commerciale risulta alquanto diffuso presso il sistema bancario: il 90 per cento delle banche che ha risposto al questionario utilizza sistemi di budget e circa l'80 per cento ha dichiarato di sviluppare conti economici con finalità gestionali (per prodotto, cliente, struttura), anche se le forme tecniche di realizzazione non sempre si sono rivelate particolarmente sofisticate, soprattutto per quanto riguarda gli strumenti per la determinazione del contributo dei singoli prodotti alla redditività aziendale. Tali strumenti vengono utilizzati in via prevalente per attività di rendicontazione e in misura minore per la valutazione dei risultati ottenuti e per il riconoscimento di incentivi.

La politica di *pricing* generalmente viene definita tenendo presenti i prezzi praticati dalla concorrenza e solo parzialmente con riferimento al complessivo rapporto in essere con la clientela.

Le politiche di gestione del personale hanno assunto un ruolo determinante per il perseguimento delle strategie aziendali. Secondo le banche il processo di riorganizzazione in atto, con una enfasi posta sullo sviluppo e sulla integrazione delle procedure informatiche di *fronte* e di *back office*, determinerà l'esigenza di riconversione del personale verso le attività commerciali di consulenza alla clientela; in tal senso

sembrano essere indirizzate le politiche della formazione per i prossimi anni. Le difficoltà maggiori sono la resistenza a un utilizzo del personale in maniera più flessibile e gli elevati oneri connessi con una politica di riallocazione delle risorse sul territorio. I processi formativi posti in essere dalle banche sono stati mirati in prevalenza a qualificare il personale della rete commerciale e tenderanno a svilupparsi nei confronti di tutto il personale con l'obiettivo di incidere sulla cultura manageriale e di accrescere le competenze commerciali e professionali. Importanti fattori di sviluppo delle risorse umane sono considerati i sistemi di valutazione del personale e i sistemi premianti anche se, al momento, risulta ancora scarsa la diffusione di incentivi legati al contributo di ciascun elemento ai risultati globali della banca, in termini economici e di parametri operativi, mentre i premi vengono quasi sempre erogati in funzione di generici parametri di produttività (soltanto il 39 per cento delle banche dichiara di avere un sistema incentivante collegato al raggiungimento di obiettivi prefissati).

(1) Hanno risposto al questionario 261 banche su un totale di 304, rappresentative del 95 per cento del totale delle risorse amministrative, e 74 gruppi bancari su un totale di 90.

(2) La presente nota è una sintesi del lavoro complessivo, che verrà pubblicato prossimamente. I risultati della prima fase dell'indagine sono stati trasmessi al sistema bancario.

(3) In precedenza l'attività bancaria doveva aver luogo presso le dipendenze delle aziende di credito, mentre i dipendenti potevano svolgere al domicilio della clientela solo attività di sviluppo e, qualora avessero la qualifica di promotori finanziari, anche le attività di cui alla legge 2 gennaio 1991 n.1. Con la nuova normativa i dipendenti bancari possono espletare presso la clientela tutte le attività bancarie, fermo restando che per poter esercitare le attività di promozione e di collocamento presso il pubblico di strumenti finanziari e di servizi di investimento previsti dal D.L. 23 luglio 1996 n.415 (recepimento della direttiva cosiddetta Euresim) dovranno acquisire la qualifica di promotori finanziari (Cfr. *Istruzioni di Vigilanza*, Cap. IV, Sez. VII).

(4) Indagini di mercato effettuate da alcune banche evidenziano che la clientela, in genere, considera importante il rapporto personale e non è propensa ad instaurare contatti con la banca unicamente in via telematica.

Documenti

Primo rapporto sullo stato di avanzamento del progetto TARGET (*)

Agosto 1996

Nell'agosto di quest'anno l'Istituto monetario europeo (IME) ha pubblicato il Primo rapporto sullo stato di avanzamento del progetto TARGET, redatto dal Working Group on EU Payment Systems.

TARGET è il sistema dei pagamenti che le banche centrali dei paesi dell'Unione europea si sono impegnate a realizzare per la Terza fase dell'unione economica e monetaria allo scopo di garantire l'efficace conduzione della politica monetaria comune e di consentire l'efficiente e sicuro trasferimento dei fondi all'interno dell'Unione. Nel maggio del 1995 l'Istituto monetario europeo aveva definito, con la pubblicazione del precedente rapporto TARGET, le caratteristiche di fondo del sistema, che sarà costituito collegando tra loro i sistemi di regolamento lordo dei paesi dell'Unione attraverso un insieme di infrastrutture e procedure comuni (Interlinking). Il rapporto sullo stato di avanzamento di TARGET fa il punto sui lavori avviati con la decisione del Consiglio dell'IME del maggio dello scorso anno e contiene una illustrazione dettagliata delle soluzioni finora concordate dalle banche centrali con riguardo alla struttura e alle modalità di funzionamento del sistema.

Premessa

Nell'ambito dei lavori svolti per la definizione degli strumenti e delle procedure necessari alla conduzione della politica monetaria comune nella Terza fase dell'unione economica e monetaria (UEM) e per la promozione dell'efficienza dei pagamenti all'interno dell'Unione europea, si è avvertita l'esigenza di definire gli schemi di pagamento richiesti dal Sistema europeo delle banche centrali (SEBC) per la data di avvio della Terza fase della UEM. Nel maggio del 1995 il Consiglio dell'IME ha reso pubblico il rapporto nel quale si annunciava l'istituzione del nuovo sistema Trans-European Automated Real-Time Gross-settlement Express Transfer (TARGET), basato sui collegamenti tra i sistemi nazionali di regolamento lordo in tempo reale (Real Time Gross Settlement –

RTGS). Il presente documento contiene ulteriori informazioni sul progetto TARGET. Sono ancora allo studio alcuni aspetti relativi all'assetto normativo e regolamentare del sistema. Su richiesta degli interessati è disponibile una serie di allegati tecnici che illustrano le caratteristiche comuni e le procedure relative ai sistemi nazionali di RTGS e allo scambio dei pagamenti tra i sistemi nazionali e tra questi e la Banca centrale europea (sistema Interlinking). In particolare, gli allegati trattano i seguenti aspetti: 1) le caratteristiche minime comuni per l'operatività dei sistemi di RTGS collegati con TARGET; 2) i requisiti utente e le specifiche funzionali del sistema Interlinking; 3) il dizionario dati del sistema Interlinking.

(*) A cura del Working Group on EU Payment Systems.
Traduzione a cura della Banca d'Italia.

Il primo capitolo del rapporto fornisce ulteriori informazioni sulla struttura operativa del sistema TARGET; il secondo esamina le soluzioni proposte riguardo agli aspetti organizzativi comuni (l'offerta di liquidità infragiornaliera, gli orari operativi e le politiche tariffarie); il terzo affronta il tema dei collegamenti con gli altri sistemi per il trasferimento di fondi; il quarto tratta del passaggio alla moneta unica; il quinto, infine, illustra l'assetto organizzativo del sistema TARGET.

Sintesi e conclusioni

Nel marzo del 1995 il Consiglio dell'IME ha deciso di realizzare il sistema TARGET allo scopo di agevolare la conduzione della politica monetaria comune e di offrire procedure sicure ed efficienti che consentano, in qualunque circostanza, il regolamento nello stesso giorno dei pagamenti effettuati all'interno dell'Unione europea. TARGET sarà operativo dalla data di avvio della Terza fase (1° gennaio 1999) e tratterà soltanto pagamenti denominati in euro. Il rapporto analizza i principali aspetti della realizzazione del sistema TARGET quali: l'offerta di liquidità infragiornaliera; le politiche tariffarie; gli orari operativi; i collegamenti con altri sistemi per il trasferimento di fondi; l'assetto organizzativo del progetto.

Per quanto riguarda il primo punto, le banche centrali dell'Unione europea hanno stabilito che la *liquidità infragiornaliera* verrà offerta dalle banche centrali nazionali ai partecipanti ai sistemi di pagamento con il ricorso a due strumenti che esse considerano equivalenti: gli scoperti infragiornalieri interamente garantiti e i pronti contro termine infragiornalieri. I partecipanti ai sistemi nazionali di regolamento lordo potranno inoltre utilizzare le riserve libere e, ove lo ritenessero opportuno, sviluppare un mercato monetario infragiornaliero. Infine, se la riserva obbligatoria verrà inclusa tra gli strumenti della politica monetaria, essa potrà essere mobilitata su base infragiornaliera per consentire il regolare funzionamento del sistema dei pagamenti. La liquidità infragiornaliera sarà potenzialmente illimitata, a condizione che, in conformità con l'art. 18 dello Statuto del SEBC, essa venga interamente garantita. Tuttavia, le banche centrali nazionali che intendessero limitare l'ammontare

di liquidità infragiornaliera potranno farlo, nel rispetto delle linee-guida stabilite dal SEBC in materia. Il Consiglio dell'IME ha stabilito anche che le garanzie potranno essere trasferite tra i paesi dell'Unione e sarà possibile, in linea di massima, utilizzare titoli della stessa tipologia sia per la copertura del credito infragiornaliero sia per le operazioni di politica monetaria. La liquidità infragiornaliera dovrebbe essere concessa dalle banche centrali nazionali gratuitamente.

Sono ancora all'esame dell'IME le opzioni relative al credito infragiornaliero in euro alle banche centrali nazionali non-UEM e ai partecipanti ai sistemi di RTGS dei paesi non-UEM (1).

Con riferimento al secondo punto (*le politiche tariffarie*), il Consiglio dell'IME concorda sul fatto che la politica tariffaria di TARGET dovrebbe avere come obiettivo primario il recupero dei costi e dovrebbe, inoltre, tenere conto di tre vincoli fondamentali legati alla necessità di non influenzare la conduzione della politica monetaria, di garantire condizioni di parità nella concorrenza tra i partecipanti e di contribuire a ridurre i rischi all'interno dei sistemi di pagamento. Verrà inoltre elaborata una metodologia comune per il calcolo dei costi connessi con l'utilizzo delle procedure di pagamento. Tuttavia, gli aspetti di dettaglio della politica tariffaria per TARGET devono ancora essere definiti.

Per quanto riguarda gli *orari operativi*, il Consiglio dell'IME ritiene che, per venire incontro alle esigenze del mercato e consentire la gestione dei rischi, TARGET dovrebbe avere orari operativi il più possibile estesi; inoltre, per facilitare la conduzione della politica monetaria comune e garantire condizioni di parità nella concorrenza tra i partecipanti, tutte le componenti di TARGET dovrebbero rispettare lo stesso orario di chiusura. Il Consiglio dell'IME ha stabilito che tutte le componenti di TARGET avranno un orario comune di chiusura (ore 18 orario di riferimento europeo – Central European Time, CET) e inizieranno a essere operative circa undici ore prima di questo orario.

Per quanto riguarda il quarto punto (*collegamenti con gli altri sistemi per il trasferimento di fondi*), tutti i sistemi di compensazione che trattano pagamenti di importo elevato dovranno regolare queste operazioni in moneta della banca centrale. Con riferimento

all'offerta dei servizi di regolamento per i sistemi operanti in euro, il Consiglio dell'IME ha stabilito che le procedure di regolamento dei sistemi internazionali di compensazione dovranno essere basate su trasferimenti, attraverso TARGET, tra i conti ordinari (RTGS) delle banche partecipanti e un conto specifico ("accentrato") che il sistema di compensazione deterrà presso il SEBC. I servizi di regolamento per i sistemi nazionali di compensazione potranno essere offerti dalle banche centrali nazionali secondo modalità alternative, a condizione che queste non implicino rischi per gli altri membri del SEBC.

Con riferimento al quinto e ultimo punto, il *progetto TARGET* si articola in cinque fasi: definizione del sistema dei pagamenti per la Terza fase della UEM (completata nel marzo 1995); elaborazione delle specifiche funzionali del sistema TARGET (terminata nel luglio 1996); realizzazione del sistema (da completarsi entro giugno 1997); collaudo (che terminerà nel giugno 1998); simulazione (da completarsi entro dicembre 1998).

1. Struttura operativa del sistema TARGET

In questo capitolo sono illustrati i principali criteri operativi di TARGET, le attività giornaliere e le modalità di trattamento di un pagamento internazionale nel sistema.

1.1 CONFIGURAZIONE COMPLESSIVA DI TARGET

1.1.1 Quadro generale

TARGET è un sistema di pagamento costituito da un sistema di regolamento lordo in tempo reale (RTGS) in ciascuno dei paesi che partecipano all'unione economica e monetaria e dalla procedura per i pagamenti della Banca centrale europea (BCE). Il sistema TARGET gestirà soltanto operazioni denominate in euro. I sistemi di RTGS e la procedura per i pagamenti della BCE saranno collegati mediante procedure e infrastrutture comuni (sistema Interlinking) al fine di consentire il trasferimento da un sistema all'altro degli ordini di pagamento denominati in euro. Il sistema TARGET ha l'obiettivo di agevolare la conduzione della politica monetaria comune e di

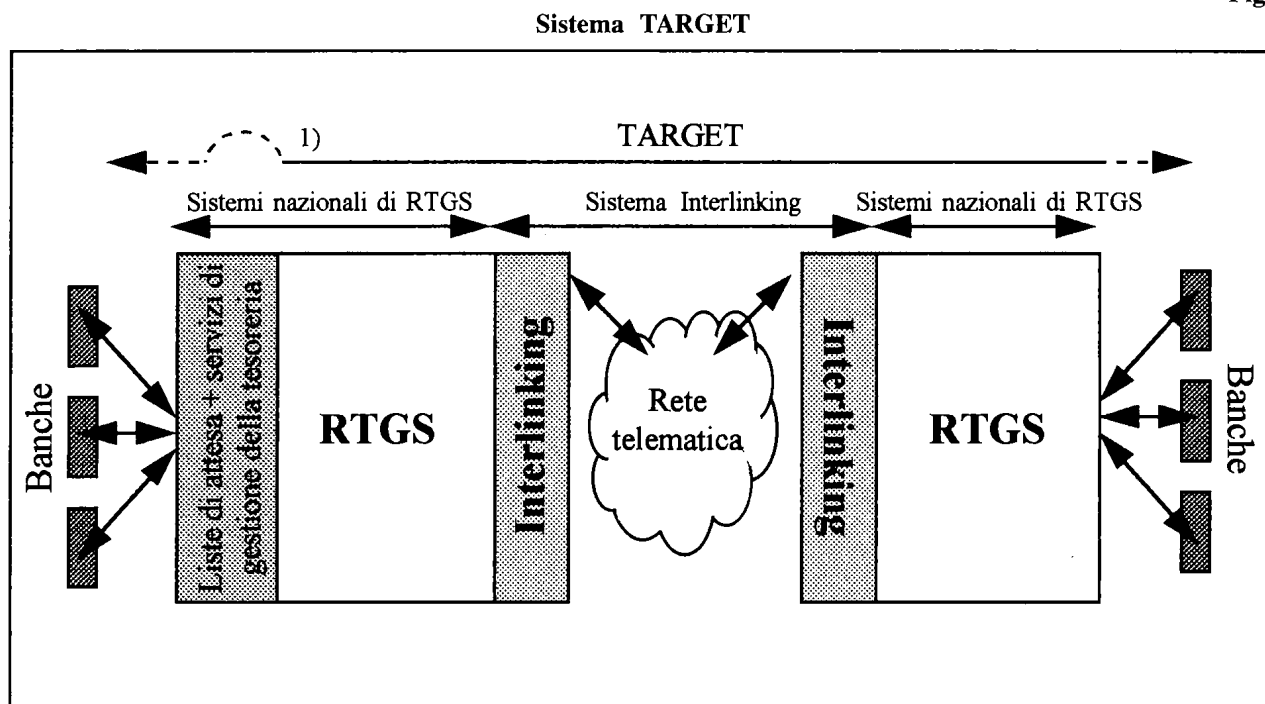
offrire procedure sicure ed efficienti che consentano in qualunque circostanza, il regolamento nello stesso giorno dei pagamenti internazionali. I sistemi nazionali di RTGS dei paesi membri che non adotteranno fin dall'avvio della Terza fase della UEM la moneta unica si potranno collegare a TARGET se saranno in grado di trattare l'euro come valuta estera (le opzioni relative al credito infragiornaliero in euro per le banche centrali e i partecipanti ai sistemi di RTGS dei paesi non-UEM sono tuttora in discussione).

La struttura di TARGET riflette quella del Sistema europeo di banche centrali, che è costituito da entità giuridicamente distinte: TARGET sarà dunque un sistema decentrato in cui soltanto alcune funzioni comuni saranno svolte dalla BCE. Con l'eccezione del limitato numero di pagamenti originati dalla stessa BCE, i pagamenti immessi nel sistema TARGET saranno trattati dai sistemi nazionali di RTGS e scambiati, su base bilaterale, tra le BCN (fig. 1).

Nell'ambito di TARGET, il sistema Interlinking è composto da una rete telematica collegata in ogni paese a un'interfaccia locale, denominata componente nazionale Interlinking. Tali componenti constano di procedure e infrastrutture che sono utilizzate, nell'ambito del sistema di RTGS o in aggiunta a esso, per gestire i pagamenti internazionali. In particolare, il ruolo svolto dalle componenti Interlinking consiste nel convertire il formato dei messaggi di pagamento dagli standard nazionali in quelli Interlinking e viceversa.

La configurazione tecnica dei sistemi nazionali di RTGS e delle componenti Interlinking (sistemi operativi hardware e software degli RTGS, procedure di sviluppo delle applicazioni, collegamenti tra componenti tecniche, ecc.) rientra nella responsabilità delle singole banche centrali nazionali e dell'IME, per quanto attiene alla procedura per i pagamenti che saranno di competenza della BCE. Poiché TARGET sarà costituito da sistemi di RTGS locali, che sono già stati realizzati o sono in via di realizzazione in contesti non del tutto identici nei diversi paesi, i servizi offerti agli utenti finali potranno non essere assolutamente uguali (alcuni sistemi possono, ad esempio, essere dotati di liste di attesa o fornire servizi per la gestione di tesoreria). Le procedure Interlinking, invece, saranno identiche per tutti i paesi.

Fig. 1



(1) Le liste di attesa e i servizi di gestione della tesoreria sono considerati servizi a valore aggiunto offerti su base discrezionale solo da alcuni sistemi di RTGS.

1.1.2 Principi per il trattamento dei pagamenti

Il principio fondamentale di funzionamento di TARGET è quello del RTGS, secondo il quale gli ordini di pagamento sono trattati uno alla volta su base continua. TARGET implicherà dunque il regolamento immediato e definitivo di tutti i pagamenti a condizione che la banca originante abbia fondi sufficienti, o linee di credito disponibili, sul conto costituito presso la propria banca centrale.

Pertanto, il conto della banca beneficiaria non verrà accreditato prima che quello della banca originante sia stato addebitato. Di conseguenza, l'istituzione beneficiaria, avendo sempre la certezza che i trasferimenti di fondi attraverso TARGET sono incondizionati e irrevocabili, non è esposta a rischi di credito o di liquidità.

I partecipanti ai sistemi nazionali di RTGS dovrebbero essere in grado di effettuare, nella misura maggiore possibile, i pagamenti internazionali attraverso TARGET con la stessa facilità con cui vengono effettuati i pagamenti nazionali.

Per effettuare un pagamento internazionale attraverso TARGET l'intervallo temporale tra l'addebitamento della banca originante da parte del sistema di RTGS mittente e l'accreditamento della banca beneficiaria da parte del sistema di RTGS ricevente dovrebbe, in circostanze ottimali, essere questione di secondi (2).

1.1.3 Partecipazione al sistema TARGET

L'utilizzo delle procedure Interlinking sarà consentito soltanto alle BCN, in qualità di agenti di regolamento dei sistemi nazionali di RTGS, e alla BCE. Al momento dell'avvio del sistema, i criteri di accesso ai sistemi di RTGS che compongono TARGET, o sono collegati a esso, continueranno a essere quelli definiti a livello nazionale, purché conformi ai principi generali adottati dalle banche centrali dell'Unione europea nel rapporto *Caratteristiche minime comuni per i sistemi di pagamento nazionali*, approvato dal Comitato dei Governatori nel novembre del 1993. Ciascun partecipante a uno dei sistemi di RTGS collegati con TARGET potrà immettere pagamenti attraverso TARGET.

In conformità con il secondo principio del rapporto sopra citato, e in linea con lo spirito della Seconda direttiva di coordinamento bancario, non vi potrà essere alcuna discriminazione tra le banche nazionali e quelle di altri paesi dell'Unione europea che richiedono di partecipare ai sistemi interbancari nazionali per il trasferimento di fondi, sia per il tramite di una filiale locale, sia direttamente da un altro paese membro. Pertanto, nell'ambito di TARGET le banche avranno l'accesso remoto ai sistemi di RTGS nazionali. Peraltro, nessuna banca potrà godere del diritto incondizionato all'accesso remoto; i richiedenti, infatti, dovranno ottemperare ai requisiti di ordine tecnico e di altro tipo fissati dal sistema, purché essi non abbiano carattere discriminatorio.

1.1.4 *Tipologie di pagamenti gestiti*

Poiché una delle due principali finalità del sistema TARGET è quella di agevolare la conduzione della politica monetaria comune nella Terza fase, le banche saranno obbligate a utilizzare TARGET per tutti i pagamenti connessi con le operazioni di politica monetaria in cui vi sia il coinvolgimento del SEBC in veste di mittente o di ricevente.

In relazione alla necessità di contenere entro limiti accettabili il rischio sistemico insito nei sistemi di compensazione che trattano pagamenti di importo elevato, a tutti i sistemi di questa specie che operano in euro si richiederà di effettuare il regolamento in moneta della banca centrale; essi potrebbero, pertanto, dover utilizzare TARGET (cfr. Capitolo 3).

Non si intende imporre (o impedire) alle banche l'uso del sistema TARGET per altre specifiche tipologie di pagamenti. Non saranno fissati limiti, minimi o massimi, di importo per i pagamenti immessi su TARGET, sempreché tali limiti non siano previsti dai sistemi nazionali di RTGS. Nondimeno, si prevede che su TARGET transiteranno, in modo quasi esclusivo, pagamenti di elevato ammontare scambiati tra banche per conto proprio o della propria clientela. Riguardo ai pagamenti di basso importo, che implicano rischi minori e tempi di esecuzione meno ristretti, è presumibile che il settore privato individuerà procedure in grado di gestire tali operazioni con costi più contenuti.

1.2 *ESECUZIONE DEI PAGAMENTI INTERNAZIONALI ATTRAVERSO TARGET*

1.2.1 *Procedure utilizzate*

Per avviare un pagamento internazionale attraverso TARGET la banca ordinante invia un ordine di pagamento alla banca centrale nazionale attraverso il proprio sistema di RTGS. La prima banca centrale interessata, quella mittente, verifica la validità del pagamento (la banca centrale nazionale mittente può, in conformità con le norme che regolano l'operatività del sistema di RTGS nazionale o del sistema Interlinking, delegare tale compito a un operatore privato). Affinché l'ordine di pagamento inviato dalla banca centrale nazionale vada a buon fine esso deve essere conforme agli standard concordati, contenere tutte le informazioni necessarie ed essere di un importo tale da non eccedere il saldo del conto della banca ordinante o l'ammontare delle linee di credito concesse. La banca centrale nazionale mittente controlla, inoltre, che il sistema di RTGS ricevente sia operativo.

Una volta verificata la validità del pagamento da parte della banca centrale nazionale mittente, l'importo viene immediatamente e irrevocabilmente addebitato sul conto di RTGS della banca originante e accreditato sul conto Interlinking della banca centrale nazionale ricevente. La banca centrale nazionale mittente ha il compito di convertire, ove necessario, l'ordine di pagamento negli standard utilizzati dal sistema Interlinking, di inserire i codici di sicurezza aggiuntivi utilizzati durante la trasmissione tra banche centrali nazionali e di inviare il messaggio alla banca centrale nazionale ricevente attraverso la rete Interlinking.

Non appena ricevuto il messaggio di pagamento la banca centrale nazionale ricevente controlla i codici di sicurezza e verifica che la banca beneficiaria, indicata nell'ordine di pagamento, partecipi al sistema nazionale di RTGS. In caso affermativo la banca centrale nazionale ricevente, ove necessario, converte il formato del messaggio dagli standard Interlinking in quelli nazionali, addebita il conto Interlinking della banca centrale nazionale mittente e accredita il conto di RTGS del beneficiario. Infine, la banca centrale nazionale ricevente invia l'ordine di pagamento alla banca beneficiaria attraverso il sistema nazionale di

RTGS. Qualora la banca beneficiaria non partecipi al sistema di RTGS, la banca centrale nazionale ricevente respinge il pagamento e richiede alla banca centrale nazionale mittente di riaccreditare l'importo dell'operazione sul conto della banca originante (fig. 2).

Per consentire alle banche centrali nazionali mittenti di verificare che tutti i pagamenti inviati alle altre banche centrali nazionali siano andati a buon fine, all'interno di TARGET sarà adottata una procedura mediante la quale il sistema di RTGS ricevente, a operazione conclusa, notifica l'avvenuto regolamento alla banca centrale nazionale mittente. Qualora tale notifica non pervenga alla banca centrale nazionale mittente entro 30 minuti, quest'ultima dovrà verificare lo stato del pagamento, avviando la procedura di rilevazione degli errori.

1.2.2 Trasmissione attraverso Interlinking e formato dei messaggi

Per rispondere ai requisiti di TARGET, la trasmissione degli ordini di pagamento tra le componenti nazionali del sistema Interlinking deve essere effettuata mediante linee telematiche. Oltre ai requisiti di rapidità e di continuità, la rete telematica dovrà rispon-

re a rigorosi criteri di sicurezza e consentire flessibilità nella capacità di elaborazione.

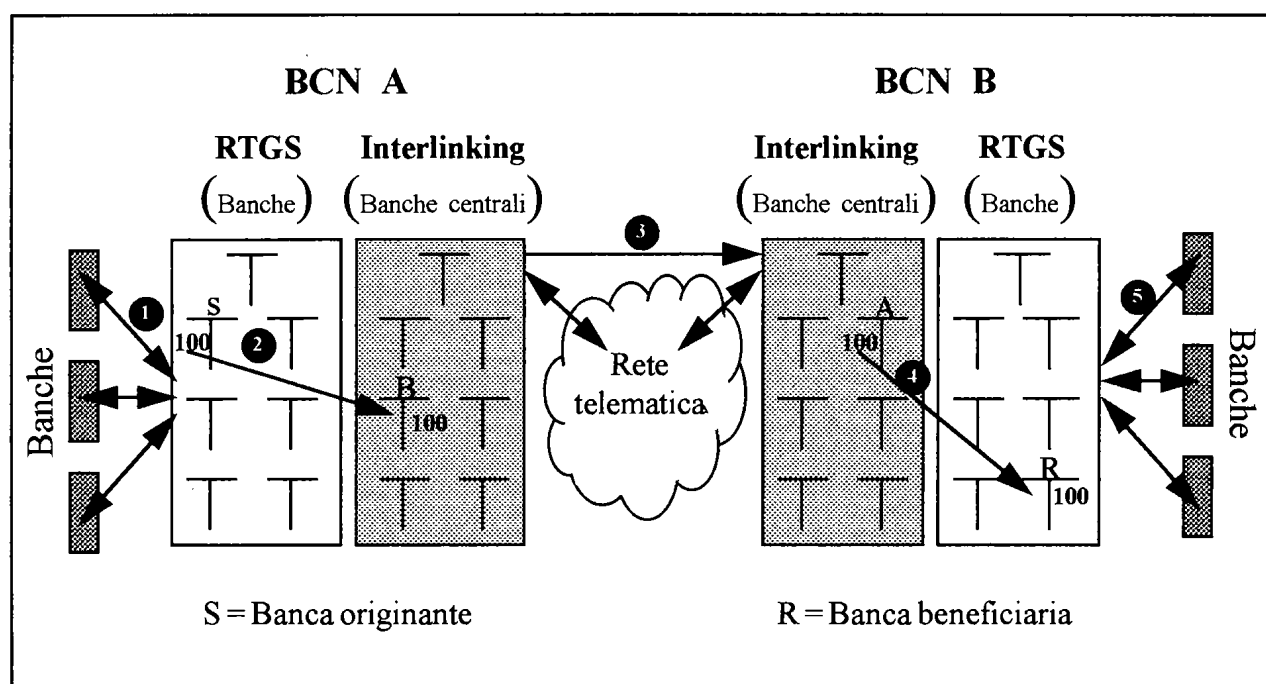
Il sistema TARGET richiede l'utilizzo di un "linguaggio comune", cioè di formati standardizzati, per la trasmissione tra le banche centrali nazionali. Le tipologie dei messaggi Interlinking sono state sviluppate sulla base dei messaggi SWIFT MT 100 e 202 (3).

1.3 PROCEDURE DI FINE GIORNATA

TARGET sarà un sistema decentrato all'interno del quale lo scambio delle informazioni verrà effettuato secondo il "modello di banca centrale corrispondente", che prevede lo scambio dei messaggi di pagamento su base bilaterale senza l'intervento di una controparte di riferimento. Al fine di snellire quanto più possibile l'operatività del sistema, nel corso della giornata operativa non sarà inviata alla BCE alcuna informazione relativa allo scambio di ordini di pagamento tra le diverse banche centrali nazionali. Tuttavia, a fine giornata la BCE fornirà servizi che assicurino, in modo definitivo e irrevocabile, la chiusura della giornata operativa prima dell'inizio di quella successiva.

Fig. 2

Pagamenti internazionali attraverso TARGET



Al termine della giornata operativa la BCE effettuerà alcune operazioni di verifica per assicurare che i pagamenti internazionali, scambiati all'interno del sistema nel corso della giornata, siano stati trattati regolarmente e che i saldi relativi alle transazioni effettuate siano stati calcolati correttamente. Questi controlli sono volti anche a verificare l'effettiva ricezione di tutti i messaggi scambiati tra le banche centrali nazionali, nonché la concordanza tra il valore complessivo dei pagamenti internazionali inviati e ricevuti dalle BCN nel corso della giornata operativa.

Nessuna componente Interlinking potrà chiudere prima di aver calcolato i saldi finali nei confronti di tutte le controparti. In caso di mancata quadratura, le banche centrali nazionali interessate dovranno attivare una procedura di rilevazione degli errori e predisporre un nuovo messaggio di controllo per il completamento della procedura di riscontro. La procedura di controllo deve essere ancora definita nei dettagli.

2. Caratteristiche organizzative comuni per il sistema TARGET

Come illustrato nel rapporto TARGET del 1995, sebbene l' "approccio minimo" costituisca il principio-guida nella realizzazione di TARGET, un certo grado di armonizzazione di alcune caratteristiche dei sistemi nazionali di RTGS sarà necessario. Sono state identificate tre aree organizzative di rilevanza strategica in cui l'armonizzazione è auspicabile: l'offerta di liquidità infragiornaliera (paragrafo 2.1), gli orari operativi (paragrafo 2.2) e le politiche tariffarie (paragrafo 2.3). Inoltre, al fine di garantire una efficiente trasmissione dei pagamenti internazionali all'interno di TARGET, sarà necessario che i sistemi nazionali di RTGS siano dotati di alcune caratteristiche tecniche comuni, quali la sicurezza del sistema e l'esistenza di procedure di *back-up*.

2.1 OFFERTA DI LIQUIDITÀ INFRAGIORNALIERA

Dall'esclusivo punto di vista del sistema dei pagamenti, quanto maggiore è l'ammontare della liquidità infragiornaliera disponibile all'interno di un sistema, tanto minore è il rischio di un eventuale blocco nell'operatività del sistema stesso. Un blocco potreb-

be avere implicazioni sistemiche e scoraggiare l'utilizzo di TARGET da parte delle banche.

La liquidità per il regolamento lordo in tempo reale in moneta della banca centrale può essere reperita con il ricorso alle riserve bancarie (4) (obbligatorie o libere) detenute presso la banca centrale – ovvero attraverso il credito concesso dalla banca centrale ai partecipanti ai sistemi di RTGS. Si può ritenere che la liquidità infragiornaliera, cioè quella concessa nel corso della giornata operativa e rimborsata prima del termine della stessa, sia finalizzata esclusivamente a consentire il funzionamento del sistema dei pagamenti. I crediti della banca centrale, *overnight* o a più lunga scadenza, invece, possono avere implicazioni per la politica monetaria; essi non vengono pertanto presi in considerazione in questo rapporto.

Come affermato nel rapporto TARGET del 1995 ciascuna delle modalità con cui le banche ottengono la liquidità infragiornaliera necessaria implica costi specifici. È difficile che nella Terza fase possa essere accettata una situazione in cui tali costi variano in misura significativa da un paese all'altro. È stato quindi previsto un livello minimo di armonizzazione delle modalità che saranno utilizzate per l'offerta di liquidità infragiornaliera, nonché delle condizioni generali che saranno praticate alle istituzioni richiedenti.

Sono ancora all'esame dell'IME le opzioni relative alla concessione di credito infragiornaliero in euro alle banche centrali nazionali e ai partecipanti ai sistemi di RTGS dei paesi non-UEM.

2.1.1 Modalità utilizzate per concedere liquidità infragiornaliera

I diversi strumenti usati per concedere liquidità infragiornaliera non sono altro che modalità alternative per immettere moneta della banca centrale nei conti che le banche utilizzano per i pagamenti nei sistemi di RTGS. Nel rapporto TARGET del 1995 venivano identificate le seguenti possibili opzioni: mobilitazione infragiornaliera della riserva obbligatoria; remunerazione delle riserve libere; mercato monetario infragiornaliero; scoperti infragiornalieri garantiti presso la banca centrale; "pronti contro termine" infragiornalieri con la banca centrale.

Il Consiglio dell'IME ha concluso che le ultime due opzioni sono equivalenti. Infatti, in alcuni paesi la liquidità infragiornaliera viene fornita concedendo ai partecipanti ai sistemi di RTGS la facoltà di utilizzare, nel corso della giornata operativa, scoperti sui conti da essi detenuti presso la banca centrale, mentre in altri paesi si ricorre ai pronti contro termine infragiornalieri (5).

Sebbene i due strumenti abbiano caratteristiche diverse sotto il profilo tecnico e giuridico, essi producono un effetto simile sul funzionamento del sistema dei pagamenti. In entrambi i casi l'iniziativa di attivare la procedura è lasciata ai partecipanti ai sistemi di RTGS; gli scoperti sono la diretta conseguenza di trasferimenti di fondi, mentre i pronti contro termine infragiornalieri devono necessariamente essere predisposti in anticipo. Sia lo scoperto sia il pronti contro termine infragiornaliero, che nella Terza fase dovranno essere interamente garantiti, consentono alla banca centrale che lo ritenga opportuno di limitare ulteriormente l'ammontare di liquidità disponibile per le singole istituzioni e per il sistema bancario nel suo complesso (cfr. paragrafo 2.1.2).

Il pronti contro termine, che consente l'immediato trasferimento della proprietà dei titoli, costituisce in alcuni paesi uno strumento giuridicamente più sicuro del pegno, poiché quest'ultimo non sempre garantisce, in caso di insolvenza, di realizzare il pieno valore dei titoli depositati in garanzia. Tuttavia, la predisposizione delle infrastrutture necessarie per consentire il trasferimento in corso di giornata della proprietà dei titoli, qualora non siano già disponibili, potrebbe determinare costi elevati e richiedere lunghi tempi di realizzazione. Sulla base di tali considerazioni il Consiglio dell'IME ha stabilito che, all'interno di TARGET, la liquidità potrà essere concessa sia attraverso pronti contro termine infragiornalieri sia con scoperti infragiornalieri garantiti e che la scelta tra i due strumenti sarà lasciata alle singole banche centrali dell'Unione europea.

2.1.2 *Ammontare della liquidità infragiornaliera*

Nella maggior parte dei paesi, il credito infragiornaliero concesso dalle banche centrali sarà limitato

soltanto dall'ammontare delle garanzie che i partecipanti sono tenuti a versare a garanzia totale del credito ricevuto (cfr. paragrafo 2.1.3). Tuttavia, le BCN che intendano limitare l'ammontare di liquidità infragiornaliera potranno farlo, nel rispetto delle indicazioni fornite in materia dal SEBC.

2.1.3 *Condizioni di offerta della liquidità infragiornaliera*

Ai sensi dell'articolo 18 dello Statuto del SEBC: "La BCE e le banche centrali nazionali hanno la facoltà di effettuare operazioni di credito con istituti creditizi e altri operatori di mercato, erogando i prestiti sulla base di adeguate garanzie". In conformità con tali disposizioni, le banche centrali dell'Unione europea hanno stabilito che il credito infragiornaliero concesso ai partecipanti ai sistemi di RTGS dovrà essere garantito per intero.

Il Consiglio dell'IME ha deciso che, al fine di tutelare il SEBC dal rischio di regolamento, nessuna banca centrale del sistema potrà concedere credito prima che sia avvenuto il trasferimento definitivo delle garanzie.

Le garanzie che i partecipanti sono tenuti a depositare a fronte della liquidità concessa dal SEBC dovrebbero, quanto più possibile, essere le stesse sia per il credito infragiornaliero sia per le operazioni di politica monetaria, al fine di promuovere l'efficiente utilizzo dei titoli stanziabili disponibili sul mercato e di snellire le procedure operative. L'IME sta attualmente analizzando le possibili modalità per consentire l'utilizzo internazionale delle garanzie.

Al momento le banche centrali nazionali dell'Unione europea non applicano interessi sulla liquidità infragiornaliera che concedono e non si prevede di modificare questa politica con l'avvio della Terza fase.

2.2 *OPERATIVITÀ*

2.2.1 *Giornate operative*

Differenze nelle festività nazionali e regionali fra i diversi aderenti a TARGET possono influenzare la

liquidità e i tassi di interesse del mercato monetario in euro. Questo problema presenta analogie con quello delle festività bancarie regionali in alcuni paesi dell'Unione europea. Due sono le modalità con cui esso viene generalmente affrontato. In primo luogo, la banca centrale nazionale tiene aperto il sistema durante le festività regionali per consentire una "partecipazione passiva" agli operatori locali; ciò significa che essi sono autorizzati a ricevere i pagamenti nel sistema di RTGS nelle giornate festive regionali o locali, ma non a trattare i pagamenti in uscita. La soluzione alternativa consiste nell'utilizzare una procedura di modifica dell'indirizzo, attraverso la quale i partecipanti hanno la possibilità di dirottare i loro pagamenti in entrata su un'altra filiale della banca centrale nazionale operativa in quella giornata, presso la quale essi detengono un conto. Per TARGET potrebbero essere adottate anche altre soluzioni.

Poiché la scelta delle banche centrali nazionali dei paesi dell'Unione europea relativa al trattamento delle festività nazionali avrà ripercussioni sul settore bancario, l'IME esaminerà ulteriormente il problema in collaborazione con le istituzioni creditizie.

2.2.2 Orari operativi (6)

Anche se la maggior parte dei paesi dell'Unione europea operano all'interno di un unico fuso orario, gli orari operativi variano notevolmente da un paese all'altro. L'intervallo della giornata nel quale tutte le componenti di TARGET sono operative dovrà quindi essere modificato poiché il periodo di sovrapposizione attuale (o previsto) tra i sistemi di RTGS dell'Unione europea è attualmente di sole tre ore e mezza (cfr. tav. 1). La modifica degli orari operativi richiederà una variazione delle abitudini lavorative sia presso le istituzioni creditizie sia presso le banche centrali; sarebbe quindi opportuno che la comunità bancaria e le banche centrali iniziassero il più presto possibile a modificare gradualmente i propri orari operativi. Un maggiore coordinamento degli orari operativi dei servizi di regolamento era già stato auspicato nel rapporto *Caratteristiche minime comuni per i sistemi di pagamento nazionali*. In questo contesto, alcune banche centrali hanno già cominciato a estendere gradualmente i propri orari operativi.

– *Opportunità di estendere gli orari operativi*

L'obiettivo principale della politica di riduzione dei rischi nei sistemi di pagamento è la prevenzione del rischio sistemico. In tale contesto, orari operativi più ampi dei sistemi di RTGS faciliteranno il regolamento efficiente dei pagamenti, compreso quello dei saldi dei sistemi interbancari per il trasferimento di fondi (IFTS) e dei sistemi di liquidazione dei valori mobiliari (SSS).

Un'ampia sovrapposizione degli orari operativi di TARGET con quelli dei sistemi di pagamento delle maggiori piazze finanziarie del Nord America e dell'Estremo Oriente costituirebbe, inoltre, un sostegno all'azione intrapresa dalla comunità bancaria e dalle banche centrali a livello mondiale per il controllo del rischio di regolamento nelle operazioni in cambi (cfr. tav. 1).

– *Necessità di un orario comune di chiusura*

L'unicità della politica monetaria del SEBC implica che il livello dei tassi di interesse sia identico in tutti i paesi dell'Unione europea; ciò richiede un mercato unificato dei depositi interbancari. Il mercato monetario europeo non risponde a tale requisito se non possono essere effettuate operazioni di arbitraggio tra le sue diverse componenti nazionali, in modo che la liquidità in eccesso sui conti di una banca centrale nazionale possa essere trasferita sui conti della consorella che presenta invece un fabbisogno di liquidità. Ciò premesso, in presenza di orari di chiusura diversi, esiste il rischio che pagamenti di importo rilevante vengano effettuati al di fuori degli orari operativi comuni e che, pertanto, possano verificarsi oscillazioni nei tassi di interesse a livello nazionale che non si produrrebbero se tutti i sistemi di RTGS (compreso l'Interlinking) chiudessero alla stessa ora. Gli esperti di politica monetaria sono giunti alla conclusione che la possibilità di determinare i saldi di fine giornata, cioè le posizioni *overnight* che potrebbero essere remunerate, debba concludersi simultaneamente presso tutte le componenti del SEBC.

Allo scopo di garantire sia l'estensione degli orari operativi, sia un orario di chiusura comune, il Consiglio dell'IME ha deciso che, dall'avvio della Terza fa-

se, tutte le componenti di TARGET avranno un orario di apertura alle ore 7 (CET) e un orario di chiusura alle ore 18 (CET). È attualmente allo studio la possibilità di anticipare di circa un'ora l'orario di chiusura per i trasferimenti effettuati per conto della clientela.

Tav. 1

**Orari operativi attuali (o previsti)
di alcuni sistemi di RTGS**
(espressi nell'orario di riferimento europeo)

PAESI	Orario di apertura	Orario di chiusura (1)
Austria	8.00	13.00
Belgio	8.30	16.45
Danimarca	9.00	15.30
Finlandia	8.00	15.30
Francia	7.30	18.30
Germania	8.15	15.00
Grecia	7.00	14.00
Irlanda	9.00	17.00
Italia	8.00	16.30
Paesi Bassi	20.30 del T-1	17.00
Portogallo	9.30	17.30
Regno Unito	9.30	18.00
Spagna	8.00	16.30
Svezia	8.15	16.15
.....		
Stati Uniti (fine 1997)	6.30	12.30 del T+1
Giappone	1.00	9.00
Svezia	18.00 del T-1	16.15

(1) Se le banche hanno la possibilità di influenzare i saldi di fine giornata nei confronti delle rispettive banche centrali nazionali attraverso trasferimenti successivi alla chiusura dei sistemi di RTGS, l'orario indicato in questa colonna rappresenta il *cut-off* per questi pagamenti.

Secondo opinioni largamente condivise, un orario di chiusura comune è necessario per evitare che le domande di rifinanziamento si concentrino presso le banche centrali nazionali con orari operativi più este-

si. Durante la Terza fase, le banche, comprese le maggiori, potranno usufruire di diversi canali di accesso a TARGET, sia mediante filiali estere sia tramite l'accesso remoto. Se tutte le componenti del TARGET non chiudono alla stessa ora, alcune banche possono decidere, per ragioni di ordine pratico, di adattare le proprie procedure interne in modo che gli ultimi aggiustamenti di tesoreria avvengano presso le banche centrali nazionali i cui sistemi hanno orari operativi più estesi. Le banche con operatività internazionale possono incontrare difficoltà nel reperire liquidità a fine giornata e disporre, inoltre, di un ammontare limitato di garanzie. Quindi, le banche centrali con orari operativi più estesi possono trovarsi nella difficile posizione di rappresentare per le banche l'unico punto di accesso al credito *overnight* all'interno dell'intero sistema TARGET, senza poter talvolta disporre di tutte le informazioni necessarie a prendere le decisioni più opportune.

Dal punto di vista della politica monetaria si potrebbe consentire un certo grado di flessibilità per quanto riguarda l'orario di apertura dei sistemi di RTGS prima o dopo le ore 7 (CET), in relazione alle esigenze dei mercati monetari locali. In questo caso, i pagamenti internazionali il cui regolamento non potrebbe avvenire nelle prime ore del mattino potrebbero comunque essere regolati in corso di giornata, con valuta stesso giorno.

L'operatività delle banche centrali e delle istituzioni creditizie cambierà con l'introduzione della moneta unica, l'attribuzione al SEBC del compito di condurre la politica monetaria, la realizzazione del mercato monetario unico e l'integrazione del sistema dei pagamenti.

L'esperienza degli attuali mercati interbancari indica che le istituzioni creditizie tendono a effettuare gli ultimi aggiustamenti della liquidità appena prima della chiusura del sistema. Perciò, con un orario di chiusura fissato nel tardo pomeriggio, si presume che l'attività di negoziazione sul mercato *overnight* si concentrerà nelle ultime ore della giornata. Ne deriva che l'estensione degli orari operativi dei sistemi di RTGS potrebbe condurre a una adozione generalizzata di orari operativi più lunghi all'interno dell'intero sistema finanziario dei paesi partecipanti. Le singole banche che hanno accesso a TARGET possono, in li-

nea di principio, decidere di sospendere i pagamenti anticipatamente nel corso della giornata; in questo caso, però, dovrebbero essere consapevoli del fatto che i pagamenti ricevuti successivamente attraverso TARGET possono determinare un eccesso di liquidità sui conti detenuti presso le banche centrali nazionali.

2.3 POLITICHE TARIFFARIE

La politica tariffaria per TARGET ha un obiettivo primario, cioè il recupero dei costi, e tre vincoli principali: non produrre effetti sulla conduzione della politica monetaria; mantenere condizioni di parità nella concorrenza tra i partecipanti al sistema e contribuire alla politica di riduzione del rischio nei sistemi di pagamento. Nei paragrafi seguenti vengono analizzati l'obiettivo e i tre vincoli.

Esistono due motivazioni essenziali per il *pieno recupero dei costi sostenuti dalle banche centrali* nell'ambito di TARGET. La prima è che, per evitare l'uso improprio di risorse economiche, i costi dovrebbero, ove possibile, essere imputati correttamente; la seconda è che il recupero dei costi eviterebbe una concorrenza impropria da parte delle banche centrali nei confronti degli altri sistemi di pagamento (7). Ciò riflette un principio già fissato nel citato rapporto *Caratteristiche minime comuni per i sistemi di pagamento nazionali* (8). Al fine di elaborare una politica tariffaria basata sul recupero dei costi, le banche centrali dell'Unione europea si impegneranno nella definizione di una metodologia comune di calcolo dei costi associati al trattamento dei pagamenti.

In un'ottica di *politica monetaria*, si deve prestare attenzione ai possibili effetti che i differenziali tariffari possono avere sull'attività di arbitraggio (impatto dei costi di transazione sul rendimento effettivo). Commissioni troppo elevate sulle transazioni e forse eccessivi differenziali tariffari potrebbero scoraggiare l'arbitraggio tra i tassi di interesse e compromettere l'unicità della politica monetaria.

La politica tariffaria per TARGET dovrà essere compatibile con la normativa europea in materia di concorrenza e tenere conto del fatto che rilevanti differenze tariffarie potrebbero provocare distorsioni nella concorrenza tra le banche. I partecipanti che operano nei paesi dove i servizi di RTGS sono relati-

vamente più costosi potrebbero tentare di ridurre tali differenze attraverso l'accesso ai sistemi di RTGS di altri paesi. Con l'introduzione della moneta unica il ricorso all'accesso remoto può diventare più frequente. Perciò, rilevanti differenze tra le tariffe applicate nelle diverse componenti nazionali di TARGET possono determinare spostamenti dei flussi di pagamento con la possibile conseguenza di concentrare, nel lungo periodo, i pagamenti all'interno di uno, o pochi, grandi sistemi.

Le banche centrali nazionali dovranno, inoltre, assicurare che le politiche tariffarie non inducano le banche a utilizzare sistemi di pagamento più rischiosi.

Come è stato già rilevato, l'obiettivo principale della politica tariffaria per TARGET sarà il recupero dei costi sostenuti dall'IME/BCE e dalle banche centrali nazionali per l'avvio e la gestione del sistema. Può essere utile, tuttavia, influire sull'andamento dei flussi di pagamento scambiati all'interno del sistema nel corso della giornata con l'ausilio della politica tariffaria. In particolare, si potrebbe decidere di penalizzare gli ordini di pagamento inviati nelle ore di punta o alla fine della giornata operativa.

Il dibattito sulla politica tariffaria è tuttora in corso presso il Consiglio dell'IME.

3. Relazioni con gli altri sistemi di trasferimento dei fondi

Per contenere entro limiti accettabili il rischio sistemico nei sistemi che trattano pagamenti di importo elevato, il regolamento deve essere effettuato in moneta della banca centrale, secondo quanto stabilito dal quinto principio del rapporto sulle *Caratteristiche minime comuni per i sistemi di pagamento nazionali*. Di conseguenza, TARGET rappresenterà il sistema per effettuare il regolamento dei flussi scambiati nei sistemi di compensazione che trattano operazioni di elevato ammontare, operanti all'interno dell'area della moneta unica.

Dopo aver considerato soluzioni alternative, l'IME ritiene che, per offrire servizi di regolamento ai sistemi internazionali di compensazione e di regolamento, sarebbe preferibile utilizzare una procedura

che consenta di effettuare il regolamento attraverso normali trasferimenti su TARGET. Tali trasferimenti potrebbero essere effettuati tra i conti ordinari delle banche partecipanti e un conto speciale; si impedirebbe così l'accentramento dei conti bancari presso un'unica banca centrale nazionale. Questo metodo è il più semplice e, da un punto di vista giuridico, il più sicuro per il SEBC. Esso implica che il gestore della stanza di compensazione o i partecipanti siano direttamente responsabili del buon esito del regolamento. Questa soluzione, inoltre, è preferibile da un punto di vista strettamente tecnico in quanto non richiederebbe di aggiungere nuovi elementi ai sistemi nazionali di regolamento lordo o al sistema Interlinking.

Nella maggior parte dei casi, all'interno del SEBC, la BCE sembrerebbe essere la struttura che più si adatta a gestire il conto di regolamento speciale per quei sistemi che, come quello di compensazione e di regolamento dell'ecu, non hanno una chiara configurazione nazionale.

Il conto speciale ("conto accentrato") sarebbe detenuto presso una singola banca centrale nazionale o presso la BCE, a nome del gestore del sistema (*Clearing House*) o di tutti i partecipanti. Il conto avrebbe saldo zero all'inizio e alla fine della giornata e verrebbe utilizzato esclusivamente per effettuare il regolamento. Secondo questo schema le banche trasferiscono i fondi per il regolamento sul "conto accentrato" nella maggior parte dei casi attraverso TARGET.

Oltre alla procedura sopra descritta, servizi di regolamento per i sistemi nazionali di compensazione con una forte base nazionale (9) possono essere offerti secondo modalità alternative, purché la soluzione adottata non comporti rischi per gli altri membri del SEBC.

4. Transizione alla moneta unica

Il documento pubblicato dall'IME nel novembre del 1995, *Transizione alla moneta unica*, illustra i principi fondamentali che regolano il funzionamento di TARGET durante la fase di transizione.

In particolare, nel rapporto si evidenzia che:

- "tutti i conti detenuti dalle controparti presso il SEBC saranno in valuta europea" (pagina 2);
- "... le banche centrali nazionali potranno fornire i meccanismi di conversione alle istituzioni finanziarie che non fossero in grado di attrezzarsi" (pagina 17);
- "... sin dall'inizio, il sistema Interlinking opererà in moneta europea e i sistemi nazionali di regolamento lordo saranno abilitati a operare nella medesima valuta" (pagina 17).

Dai principi sopra enunciati deriva che in alcuni paesi i pagamenti effettuati attraverso TARGET possono essere trasmessi alle banche centrali nazionali nella moneta nazionale; tuttavia, queste banche centrali convertiranno l'importo dei pagamenti in euro durante la fase di elaborazione, cioè prima di addebitare il conto della banca originante. L'ordine di accredito verrà ricevuto in euro e verrà accreditato in euro sul conto della banca del beneficiario. La banca centrale nazionale ricevente potrà decidere se convertire o meno l'importo ricevuto nella valuta nazionale ma, in ogni caso, non accrediterà il beneficiario nella moneta di un altro paese. In pratica, anche se sarà possibile continuare a effettuare i pagamenti in valuta nazionale all'interno di ciascun paese, tutti i pagamenti internazionali effettuati attraverso TARGET dovranno essere (o essere convertiti) in euro.

5. Organizzazione del progetto TARGET

5.1 AVVIO DELLA FASE DI SVILUPPO

L'intero progetto TARGET, che è parte integrante dei lavori preparatori per la Terza fase della UEM, comprende cinque fasi: la definizione del sistema dei pagamenti per la Terza fase della UEM; specifiche di dettaglio del sistema dei pagamenti europeo (fase di redazione delle specifiche); realizzazione del sistema (fase di sviluppo); collaudo; simulazione. La prima fase si è conclusa nel marzo del 1995 con l'approvazione da parte del Consiglio dell'IME del rapporto TARGET; la seconda fase è terminata nel luglio del 1996; la terza, la *fase di sviluppo*, è appena iniziata; la quarta, la *fase di collaudo* inizierà tra circa un anno.

La fase successiva, *fase di migrazione e di simulazione*, inizierà nel luglio del 1998.

5.1.1 Realizzazione del sistema Interlinking

Durante la fase di sviluppo sarà necessario accertare che tutte le componenti di TARGET, cioè del sistema Interlinking e dei sistemi nazionali di RTGS, vengano realizzate secondo i tempi stabiliti in modo tale che la fase successiva del progetto (fase di collaudo) possa avere inizio nella seconda metà del 1997. Le banche centrali continueranno perciò a scambiarsi informazioni sullo stato di avanzamento dei rispettivi sistemi e proposte sulle modalità con cui affrontare aspetti specifici, ivi inclusi i problemi comuni relativi all'istituzione di componenti Interlinking ed eventuali nuovi requisiti da adottare per TARGET.

5.1.2 Realizzazione della procedura di pagamento della BCE

È stato concordato che la BCE non avrà bisogno di un sistema di RTGS pienamente operativo. Tuttavia, poiché essa dovrà trattare pagamenti per proprio conto o per conto della propria limitata gamma di clienti, avrà bisogno di un punto di accesso al sistema Interlinking e sarà quindi necessario realizzare una procedura per i pagamenti della BCE. L'IME, in collaborazione con la banca centrale nazionale, definirà i requisiti per l'utente e le specifiche funzionali di tale procedura.

5.1.3 Creazione di un centro di collaudo

Considerata l'eterogeneità dell'ambiente informatico del sistema Interlinking, si propone che i test vengano condotti presso un centro di collaudo gestito dall'IME. In una prima fase, tutti i sistemi nazionali (e la procedura per i pagamenti della BCE) verrebbero attivati con test nei confronti del centro di collaudo. Nella fase successiva, una volta conclusi i test presso il centro di collaudo, si procederebbe con i test tra i partecipanti al sistema Interlinking. A tal fine, durante la fase di sviluppo verrà definita una casistica comune per il collaudo e sarà istituito dall'IME uno specifico centro. Il centro di collaudo dovrebbe cominciare a operare nel mese di giugno del 1997. Tutte le banche centrali nazionali devono assicurare che i ri-

spettivi sistemi siano pronti per il collaudo nel corso della seconda metà del 1997.

5.2 ORGANIZZAZIONE DEL PROGETTO

Il TARGET è un complesso progetto multi-istituzionale e interdisciplinare composto da diciotto sotto-progetti: 15 progetti nazionali di RTGS, sotto la responsabilità delle banche centrali nazionali; il progetto Interlinking, sotto la responsabilità congiunta dell'IME e delle banche centrali dell'Unione europea; il progetto relativo alla procedura per i pagamenti della BCE e il progetto sul centro di collaudo, entrambi sotto la responsabilità dell'IME. Un efficiente coordinamento tra i vari sotto-progetti sarà fondamentale ai fini del tempestivo e adeguato funzionamento del progetto TARGET nel suo complesso.

(1) L'espressione non-UEM viene utilizzata per indicare i paesi dell'Unione europea che alla data di avvio della Terza fase non avranno ancora adottato l'euro come moneta nazionale

(2) Poiché l'esecuzione di un pagamento internazionale implica il regolamento da parte di due banche centrali nazionali distinte, può accadere che un pagamento non possa essere trattato dalla banca centrale nazionale ricevente sebbene sia già stato regolato da quella mittente (per esempio, se la banca beneficiaria indicata nell'ordine di pagamento non partecipa più al sistema di RTGS ricevente). Pertanto, al fine di non sottrarre liquidità al sistema, sarà attivata una procedura per cui, dopo aver ricevuto l'informazione dalla banca centrale nazionale ricevente che il pagamento non è andato a buon fine, la banca centrale nazionale mittente potrà riaccreditarla la somma che era stata in un primo tempo addebitata sul conto della banca originante.

(3) Le tipologie dei messaggi SWIFT costituiscono standard "pubblici" ampiamente utilizzati all'interno del sistema finanziario.

(4) Nel caso in cui, per esigenze di politica monetaria, esistessero riserve obbligatorie in euro, queste potrebbero essere mobilitate su base infragiornaliera per facilitare il funzionamento del sistema dei pagamenti.

(5) Si definisce "scoperto" il saldo negativo di un conto bancario determinato da un prelievo di fondi di importo superiore alle disponibilità. In questo rapporto per "pronti contro termine" si intende la vendita di titoli con patto di riacquisto nel corso della stessa giornata operativa.

(6) Per orario operativo si intende l'intervallo che intercorre tra gli orari di apertura e di chiusura del sistema, cioè il periodo durante il quale gli ordini di pagamento possono essere accettati e trattati all'interno dei sistemi di RTGS. L'orario di apertura è il momento a partire dal quale, mediante registrazioni contabili, è possibile influenzare l'ammontare delle riserve in euro sui conti

detenuti presso i sistemi di RTGS o variarne la distribuzione all'interno del sistema. L'orario di chiusura rappresenta il momento a partire dal quale i pagamenti non vengono più accettati per il trattamento dai sistemi di RTGS. Le banche non possono più influenzare le posizioni sui conti presso il SEBC. I saldi di fine giornata vengono determinati dopo che è stato concluso il trattamento dei pagamenti accettati prima dell'orario di chiusura.

(7) Di contro, il SEBC dovrà assicurarsi che gli schemi di pagamento alternativi non godano di ingiustificati vantaggi competitivi nei confronti di TARGET. In particolare, i sistemi di compensazione non garantiscono lo stesso livello di controllo dei rischi assicurato dai sistemi di RTGS e perciò implicano esternalità negative che non sono incorporate nel prezzo richiesto agli operatori. I sistemi di compensazione in concorrenza con

TARGET dovranno, in termini di requisiti minimi, conformarsi ai requisiti di sicurezza stabiliti nel rapporto sugli *Schemi di compensazione interbancari*, pubblicato dalla BRI nel 1990.

(8) Secondo il nono principio, "le politiche tariffarie delle banche centrali dell'Unione europea, per quanto attiene alle funzioni svolte nell'ambito dei sistemi di pagamento, dovrebbero tendere a evitare ogni distorsione della concorrenza sia nell'ambito del Mercato unico, sia in vista della UEM. Di norma, dette politiche dovrebbero mirare al totale recupero da parte delle banche centrali dei costi inerenti ai servizi di pagamento".

(9) Di norma, in tali sistemi tutti i partecipanti operano dallo stesso paese; tuttavia vi possono essere anche partecipanti remoti.

Elenco dei membri del Working Group on EU Payment Systems

Presidente **W. Hartmann** (da settembre 1995)
 T. Padoa-Schioppa (fino a settembre 1995)

Banque Nationale de Belgique	R. Reynders
Danmarks Nationalbank	J. Ovi
Deutsche Bundesbank	H.J. Friederich
Banco de España	J. Ariztegui
Bank of Greece	A. Foskolos
Central Bank of Ireland	L. Barron (dal maggio 1995) P. McGowan (fino a maggio 1995)
Banca d'Italia	R. Valcamonici (dal maggio 1995) C. Santini (fino a maggio 1995)
Institut Monétaire Luxembourgeois	P. Beck
Nederlandsche Bank	H.C.J Van der Wielen
Oesterreichische Nationalbank	R. Terlecki
Banco de Portugal	A. Sequeira
Suomen Pankki	R. Pauli
Sveriges Riksbank	K. Barvell
Bank of England	J. Trundle (dal luglio 1996) P. Allsopp (fino a luglio 1996)
Commissione europea	J. P. Fèvre
Istituto monetario europeo	J. M. Godeffroy Daniela Russo

L'analisi che sta alla base di questo rapporto è stata effettuata dall'IME e discussa nell'ambito di due sottogruppi denominati rispettivamente *Interlinking Task Force*, presieduto da H.J. Friederich (Deutsche Bundesbank), e *Gruppo di esperti RTGS*, presieduto da J.M. Godeffroy (IME), e nell'*Interlinking Project Team* dell'IME, di cui fanno parte D. Becker (responsabile del progetto), C. Reynders, T. Kokkola e I. Parreira Sanches.

**Risposta del Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria
e dell'International Organization of Securities Commissions - IOSCO
alla Richiesta dei Capi di Governo dei Paesi del G7
al Summit di Halifax, giugno 1995**

LETTERA CONGIUNTA DEL PRESIDENTE DEL COMITATO DI BASILEA
E DEL PRESIDENTE DEL COMITATO TECNICO DELLO IOSCO

A Jean Arthuis
Ministro dell'Economia e delle Finanze
139, Rue de Bercy
F-75572 Paris FRANCE

16 aprile 1996

Signor Ministro,

in risposta alle richieste pervenute dal Ministro Martin dopo il Summit di Halifax, si allega la documentazione predisposta dall'International Organization of Securities Commissions (IOSCO) e dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria. Il primo documento consiste in una Dichiarazione Congiunta che individua i principi di base che guidano i nostri sforzi e annuncia una nuova iniziativa congiunta delle due organizzazioni. Esso è accompagnato da due documenti più ampi che illustrano più dettagliatamente le attività svolte e i futuri programmi di lavoro sia del Comitato di Basilea sia dello IOSCO. Questi documenti sono stati predisposti da ciascuna organizzazione in considerazione delle differenze delle rispettive origini e delle particolari responsabilità quali autorità di vigilanza bancaria e sui valori mobiliari. Si riterrà opportuna la pubblicazione di tali documenti non prima del 20 maggio.

Il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria e l'International Organization of Securities Commissions da tempo hanno avviato un processo di consultazione e collaborazione nell'intento di prevenire e affrontare questioni come quelle esaminate nella *Review of Financial Institutions* al Summit di Halifax. Tale sforzo si è intensificato negli ultimi due anni ed è divenuto un punto chiave nei piani di ciascuna organizzazione. Il programma di lavoro si è rivelato impegnativo, ma significativi progressi sono già stati realizzati.

Ciascuna delle iniziative descritte nei documenti allegati è di per sé importante in quanto affronta un elemento chiave del generale quadro regolamentare o operativo. Ciò ha consentito al rapporto tra il Comitato di Basilea e lo IOSCO di maturare al punto che le due organizzazioni hanno deciso di adottare un approccio sistematico per collaborare con le competenti autorità alla problematica della vigilanza sulle sempre più complesse attività delle istituzioni finanziarie attive sul piano internazionale; queste istituzioni non sono limitate dalle frontiere geografiche o funzionali che delimitano l'autorità degli organi nazionali preposti alla vigilanza.

La sfida è migliorare l'efficacia della regolamentazione nel nuovo contesto del mercato. La chiave sarà la definizione di accordi validi per lo scambio delle informazioni e il coordinamento tra le diverse autorità di vigilanza di ciascuna istituzione finanziaria.

L'iniziativa descritta nella Dichiarazione Congiunta, qui allegata, è particolarmente ambiziosa e potrebbe condurre a proposte di riforma delle legislazioni nazionali. Ad esempio, l'attuale legislazione sul segreto bancario limita, in molti paesi, la capacità delle autorità di vigilanza di assistere le loro controparti, a livello sia nazionale sia internazionale, mettendo a disposizione informazioni su istituzioni che ricadono nel proprio ambito di responsabilità.

Accogliamo con piacere il vostro interesse comune per i nostri sforzi tesi ad affrontare il rischio sistemico sui mercati finanziari globali. Confidiamo nel vostro sostegno, ove richiesto, per garantire il mantenimento della fiducia del pubblico e l'integrità dei sistemi regolamentari su cui poggiano i mercati globali dei capitali.

Tommaso Padoa-Schioppa
Presidente del
Comitato di Basilea
per la vigilanza bancaria

Edward J. Waitzer
Presidente del
Comitato tecnico
dello IOSCO

DICHIARAZIONE CONGIUNTA COMITATO DI BASILEA/IOSCO

Introduzione

La *Review of International Financial Institutions* relativa al Summit di Halifax (Comunicato) individua problemi di interesse cruciale per le autorità di vigilanza e per gli operatori nel campo dei servizi finanziari. La globalizzazione dei mercati dei capitali, l'integrazione dei servizi finanziari e l'innovazione tecnologica e finanziaria, compreso, in particolare, l'accresciuto utilizzo di prodotti derivati, rappresentano significativi miglioramenti per le procedure di gestione del rischio. Essi presentano però un rischio potenzialmente maggiore. La capacità dei mercati e delle autorità di vigilanza di rispondere in modo flessibile ai fallimenti e ad altre forme di dissesti societari è incoraggiante. Ciò nonostante, le autorità di vigilanza non possono permettersi di "abbassare la guardia". La stretta cooperazione internazionale è fondamentale per il successo duraturo nella lotta alle sfide future.

Risposta alla sfida

Il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (Comitato di Basilea) e l'International Organization of Securities Commissions (IOSCO) riconoscono che il processo di globalizzazione e di innovazione conduce a una più efficiente allocazione dei capitali e contribuisce alla crescita economica. Entrambe le organizzazioni condividono *l'obiettivo di migliorare la qualità della vigilanza nel mondo e di rispondere all'evoluzione del mercato finanziario* in maniera tempestiva, efficace ed efficiente. Tuttavia, sono consapevoli che mercati globali efficienti possono accelerare la trasmissione di disordini finanziari. Il fallimento di singoli operatori è inevitabile in un sistema di mercato efficiente. Il fine ultimo della vigilanza non può essere quello di evitare tutti i fallimenti di questo tipo.

Conformemente al loro obiettivo comune, il Comitato di Basilea e lo IOSCO hanno individuato come

particolarmente importanti i seguenti *otto principi*, che guideranno i loro sforzi e che i rispettivi membri si impegnano a promuovere:

- la cooperazione e i flussi informativi tra autorità di vigilanza devono essere il più possibile liberi da ostacoli sia nazionali sia internazionali;
- tutte le banche e le società operanti in valori mobiliari devono essere sottoposte a un valido sistema di vigilanza, compresa quella sul patrimonio;
- i gruppi finanziari geograficamente e/o funzionalmente diversificati richiedono specifiche tipologie di controllo;
- tutte le banche e le società operanti in valori mobiliari devono avere un patrimonio adeguato;
- un'appropriata gestione del rischio da parte dell'impresa è un requisito fondamentale per la stabilità finanziaria;
- la trasparenza e l'integrità dei mercati e la vigilanza poggiano su un adeguato sistema di segnalazione all'autorità e di diffusione al mercato delle informazioni rilevanti;
- la capacità dei mercati di reagire al fallimento di singole società deve essere preservata;
- il processo di vigilanza ha bisogno di essere costantemente rafforzato e migliorato.

Il Comitato di Basilea e lo IOSCO sono fermamente intenzionati a *collaborare attivamente*, come del resto stanno già facendo, per promuovere questi principi. Essi agiranno in modo da prevenire e affrontare questioni come quelle evidenziate nel Comunicato, pur determinandone le priorità conformemente alle loro rispettive responsabilità come autorità di vigilanza bancaria e sui valori mobiliari. Dal 1995 un Coordinating Committee di rappresentanti del Comitato di Basilea e dello IOSCO si riunisce regolarmente per esaminare i lavori in corso di realizzazione e per scambiarsi informazioni sulle rispettive agende e sui programmi di lavoro. Un Joint Forum di autorità di vigilanza bancaria, assicurativa e sui valori mobiliari sta inoltre continuando il lavoro già avviato informalmente da un Gruppo tripartito per dare maggiore impulso alla cooperazione e al coordinamento internazionale nel campo della vigilanza sui conglomerati finanziari. Maggiori dettagli sui programmi di attività

e di lavoro del Comitato di Basilea e dello IOSCO sono forniti nei due documenti che accompagnano questa Dichiarazione.

Iniziative avviate e in corso

In linea con i principi sopra indicati, nel recente passato il programma di lavoro del Comitato di Basilea e dello IOSCO ha mirato a stabilire *concrete intese internazionali* su controlli, standard e trasparenza. Tra i risultati si registrano alcune iniziative, molte delle quali sviluppate congiuntamente nelle seguenti aree:

- a) **Sistemi interni di controllo di gestione.** Al fine di incoraggiare efficaci *sistemi interni di controllo di gestione* delle imprese, nel luglio 1994 lo IOSCO e il Comitato di Basilea hanno pubblicato documenti-guida sulla gestione del rischio delle attività in derivati e, da allora, hanno continuato a seguire il problema, in stretta collaborazione con gli operatori del mercato. Sia lo IOSCO sia il Comitato di Basilea sono impegnati in ulteriori sforzi per incoraggiare le istituzioni internazionali ad attuare efficaci sistemi interni di controllo e di verifica contabile.
- b) **Adeguatezza patrimoniale.** Un emendamento all'Accordo di Basilea sul Capitale, pubblicato dal Comitato lo scorso gennaio, consentirà alle banche di utilizzare i risultati dei modelli interni di *value-at-risk* (VAR) (a condizione che siano rispettati severi requisiti qualitativi e quantitativi) come base per la misurazione dell'elemento "rischio di mercato" dei loro requisiti patrimoniali regolamentari. Lo IOSCO ha pubblicato anche documenti sui requisiti patrimoniali delle società che operano in valori mobiliari e sulle implicazioni dell'accresciuto utilizzo dei modelli VAR da parte di queste società; sta lavorando con il Comitato di Basilea (e con numerose importanti istituzioni finanziarie) per verificare tali modelli rispetto a un'ampia gamma di portafogli titoli.
- c) **Segnalazione, trasparenza e principi contabili.** Con l'obiettivo di promuovere la trasparenza del

mercato, nel novembre del 1995 il Comitato di Basilea e lo IOSCO hanno pubblicato un rapporto congiunto sull'*informativa al pubblico delle attività di negoziazione in derivati* delle banche e delle società che operano in valori mobiliari. La rispondenza ai requisiti di un quadro di riferimento minimo comune in materia di segnalazioni di vigilanza, individuato in un rapporto congiunto del maggio 1995 (nonché ad altri requisiti di trasparenza quantitativi e qualitativi), viene attivamente verificata e si prevede che i requisiti continuino a evolversi rapidamente. Tali sforzi completano il lavoro in atto in altre sedi, nonché gli impegni nazionali, volti a promuovere la trasparenza del mercato, migliorando la qualità dei dati globali.

Lo IOSCO sta lavorando a stretto contatto con l'International Accounting Standards Committee e con l'International Auditing Practices Committee per promuovere lo sviluppo e l'applicazione di *standard globali di contabilità e di auditing* per gli emittenti internazionali di titoli in alternativa all'uso di standard nazionali.

d) **Conglomerati finanziari.** Sono in corso importanti lavori per lo sviluppo di procedure per un'efficace vigilanza sui *conglomerati finanziari internazionali*. Un documento di discussione è stato pubblicato nel luglio del 1995, le cui conclusioni sono ora all'esame del Joint Forum dei rappresentanti dello IOSCO, del Comitato di Basilea e dell'International Association of Insurance Supervisors (IAIS).

e) **Sistemi operativi e di regolamento.** La *cooperazione tra le autorità incaricate della vigilanza prudenziale e della sorveglianza sui sistemi di pagamento* può rafforzare i sistemi operativi e di regolamento su cui si basano i mercati finanziari. Una valida gestione dei rischi di credito e di liquidità, insieme con severi controlli interni nelle banche e nelle società operanti in valori mobiliari sono essenziali, al pari di adeguate procedure di gestione del rischio per gli accordi di *netting*, stanze di compensazione e altri sistemi di regolamento. Si sta lavorando molto in questi campi, come risulta dai rapporti del Comitato di Basilea e del Comitato della BRI sui Sistemi di Pagamento

e Regolamento (CPSS) e dalla Dichiarazione di Windsor del maggio del 1995, che lo IOSCO sta attuando. In futuro lo IOSCO sarà impegnato, congiuntamente al CPSS, in alcuni programmi selezionati, mentre per l'esame dei problemi di vigilanza bancaria e dei sistemi di pagamento sarà fruttuosa la cooperazione tra il CPSS e il Comitato di Basilea.

f) **Vigilanza a livello globale.** Il Comitato di Basilea e lo IOSCO cercano di influenzare le politiche e le procedure di vigilanza e di regolamentazione *in tutto il mondo*. Entrambi sono dotati di strutture e di meccanismi per assicurare che le loro iniziative siano comunicate e discusse con le varie autorità di vigilanza sulle istituzioni finanziarie. Entrambi hanno inoltre stabilito procedure per recepire le indicazioni provenienti dalle autorità e dagli operatori del mercato.

g) **Situazioni di emergenza nei mercati.** Il mercato globale accresce la sensibilità dei mercati bancari e finanziari alle crisi che possono avere origine ovunque, richiedendo il pronto scambio delle informazioni e l'immediata azione coordinata delle autorità competenti. Le autorità di vigilanza bancaria e sui valori mobiliari continuano a sviluppare procedure di consultazione e di comunicazione per *rafforzare la loro capacità di reagire efficacemente* in caso di emergenza.

Rafforzamento della cooperazione tra le autorità di vigilanza sui gruppi finanziari diversificati

Gli sforzi di collaborazione sopra descritti sono rivolti a elementi chiave nella vigilanza e nella regolamentazione e rappresentano sviluppi positivi nel quadro regolamentare e operativo complessivo. Alla luce dell'evoluzione del mercato e dei rischi associati alle nuove caratteristiche del commercio globale, il Comitato di Basilea e lo IOSCO riesaminano continuamente le prassi e le procedure di vigilanza per assicurare che queste rimangano efficaci e che le autorità di vigilanza si trovino in condizione di affrontare eventuali disordini di mercato. Un problema particolare è quello di sviluppare accordi soddisfacenti per la sorveglianza sui *gruppi finanziari diversificati*, che offrono un'ampia gamma di servizi finanziari su scala

globale. Le due organizzazioni sono decise a favorire accordi che promuovano:

- una maggiore comprensione dei ruoli, dei poteri e delle responsabilità delle diverse autorità di vigilanza su tali gruppi;
- l'accesso da parte di ciascuna autorità di vigilanza, direttamente o attraverso un'autorità coordinatrice, alle informazioni necessarie per adempiere le proprie responsabilità, ivi compresa la valutazione corretta dei rischi delle singole società del gruppo e dei rischi di tutte le società nel loro insieme;
- canali di comunicazione che mantengano e incrementino la capacità delle autorità di vigilanza di reagire agli sviluppi del mercato in maniera tempestiva ed efficace.

Il Comitato di Basilea e lo IOSCO hanno quindi concordato di perseguire un'*iniziativa congiunta* in grado di promuovere ulteriori accordi di cooperazione e collaborazione, ivi compresi efficaci canali di comunicazione, per la vigilanza sui gruppi finanziari diversificati. Tale iniziativa potrà contare sugli sforzi in corso delle autorità di vigilanza bancaria e sui valori mobiliari su base nazionale, bilaterale e multilaterale, come sopra descritto. Oggetto di questa iniziativa saranno:

- i tipi di gruppi o di istituzioni per i quali tali accordi sarebbero utili e adeguati;
- i tipi di informazioni che potrebbe essere necessario scambiarsi;
- i modi per facilitare la soluzione di eventuali problemi di ordine giuridico, di riservatezza, di strategia o pratici;
- qualunque altro accordo dovesse rendersi idoneo per il coordinamento delle attività delle autorità di vigilanza corrispondenti.

Un aspetto particolare di questa iniziativa è quello di considerare la necessità e la fattibilità di *ulteriori accordi di coordinamento* al fine, per esempio, di facilitare lo scambio di informazioni tra le relative autorità di vigilanza del gruppo, in situazioni sia di norma-

lità sia di emergenza. Tale esercizio sarà di sostegno al lavoro del Joint Forum delle autorità di vigilanza bancaria, sui valori mobiliari e assicurativa, e gli accordi concreti saranno coerenti con il mandato del Joint Forum. Inoltre, l'esercizio potrebbe aver bisogno di considerare la misura in cui le attuali disposizioni delle legislazioni nazionali (come, ad esempio, quella sul segreto bancario che in alcuni paesi limita la capacità delle autorità di vigilanza di scambiarsi informazioni) interferiscono con il perseguimento degli obiettivi di vigilanza prefissati. I membri dello IOSCO e del Comitato di Basilea sono pronti ad assistere i Ministri nella disamina di tali problemi di ordine giuridico.

L'iniziativa congiunta Comitato di Basilea/IOSCO è tesa a promuovere una cooperazione più efficace tra le autorità di vigilanza bancaria e sui valori mobiliari; *accrescerà la capacità delle autorità di vigilanza* di adempiere le proprie responsabilità più efficacemente. Non va, tuttavia, trascurato che qualsiasi accordo atto a migliorare il coordinamento e la cooperazione a livello internazionale non ridurrà in alcun modo i poteri e le responsabilità di qualunque autorità responsabile della regolamentazione delle diverse parti di un gruppo, come definito nella legislazione nazionale.

Conclusione

Il Comitato di Basilea e lo IOSCO apprezzano l'opportunità di offrire ai Ministri delle Finanze dei paesi del G7 questa rassegna dei loro attuali programmi e accordi di lavoro per rafforzare la cooperazione. L'impresa è ardua, ma significativi progressi sono già stati realizzati. Non vi è dubbio che tali iniziative devono tenere il passo con l'evoluzione dei mercati dei capitali e del settore dei servizi finanziari internazionali. Per il futuro, entrambe le organizzazioni sono *impegnate ad accrescere l'efficacia della vigilanza bancaria e sui valori mobiliari* senza tuttavia soffocare l'innovazione e l'efficienza.

Aprile 1996

**DICHIARAZIONE SEPARATA DEL COMITATO DI BASILEA:
"RISPOSTA ALLA SFIDA: VIGILANZA SUI MERCATI FINANZIARI GLOBALI"**

I. Globalizzazione dei mercati e dei rischi

La liberalizzazione dei mercati dei capitali e le innovazioni tecnologiche e finanziarie stanno sostanzialmente trasformando lo scenario finanziario internazionale:

- le limitazioni *geografiche* stanno rapidamente scomparendo in seguito al comportamento dei governi impegnati a eliminare i controlli valutari, liberalizzare i movimenti di capitale e perseguire la deregolamentazione finanziaria;
- le frontiere *dell'operatività* si vanno ampliando, grazie alla tecnologia che permette la creazione di strumenti contrattuali sempre più complessi, la scomposizione delle componenti di rischio in distinti prodotti finanziari, la maggiore negoziabilità dei contratti finanziari e una forte crescita delle attività in derivati;
- le divisioni *istituzionali* stanno crollando, in conseguenza della rapida crescita dei gruppi finanziari diversificati e dei conglomerati che offrono prodotti bancari, di borsa e assicurativi su base internazionale.

Questo triplice processo di trasformazione permette una più efficiente allocazione del capitale e una maggiore crescita economica. Inoltre, anche la crescita e l'integrazione dei mercati globali dei capitali creano enormi opportunità pur ponendo, al tempo stesso, nuove sfide per la vigilanza e la regolamentazione dei mercati finanziari. L'esistenza di mercati globali efficienti e dinamici potrebbe portare a una rapida trasmissione delle situazioni di difficoltà finanziaria. Il fallimento di singoli operatori è anch'esso un aspetto inevitabile di industrie innovative e competitive.

II. Risposta del Comitato di Basilea alla sfida

Il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (1) rappresenta un importante veicolo per le autorità di vigilanza per procedere di pari passo con le sfide poste dall'integrazione globale; i suoi membri so-

stengono fermamente la necessità di una più stretta cooperazione internazionale nella regolamentazione e nella vigilanza sulle istituzioni e sui mercati finanziari, al fine di salvaguardare il sistema finanziario ed evitare l'erosione degli standard prudenziali. La costituzione stessa del Comitato, risalente a vent'anni fa, poggia le sue radici su questo convincimento.

Gli obiettivi del Comitato di Basilea sono: accrescere la cooperazione in materia di vigilanza; migliorare la qualità della vigilanza nel mondo; colmare le carenze nell'azione di vigilanza, attraverso tre metodi principali: lo scambio di informazioni e di competenze; lo sviluppo di migliori metodi e tecniche di supervisione; la definizione di requisiti minimi, ove necessario.

Sebbene il Comitato sia principalmente interessato alla vigilanza sulle banche che operano a livello internazionale nell'ambito dei paesi del G10, le sue conclusioni sono generalmente applicabili a tutte le banche, indipendentemente dalla loro ubicazione, e le sue raccomandazioni sono divenute la regola da seguire per una buona pratica della vigilanza in tutto il mondo. Nel trarre le sue conclusioni, il Comitato si basa sulla forza e sull'esperienza delle singole autorità di vigilanza e cerca soluzioni pragmatiche, coerenti con la disciplina del mercato e le migliori pratiche dell'industria.

L'attività presente e futura del Comitato poggia su tre principi fondamentali:

- assicurare che nessuna banca si sottragga a un'efficace azione di vigilanza;
- assicurare l'adeguatezza del capitale delle banche;
- migliorare le pratiche, la disciplina e la prassi del mercato.

(1) Il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria è un Comitato di autorità di vigilanza bancaria, costituito nel 1975 dai governatori delle banche centrali dei paesi del G10. Esso comprende autorevoli rappresentanti delle autorità di vigilanza e delle banche centrali di Belgio, Canada, Francia, Germania, Italia, Giappone, Lussemburgo, Paesi Bassi, Svezia, Svizzera, Regno Unito e Stati Uniti. Si riunisce di solito presso la Banca dei regolamenti internazionali a Basilea, dove si trova il Segretariato permanente.

III. Assicurare che nessuna banca si sottragga a un'efficace azione di vigilanza

Grazie all'attuale immediatezza delle comunicazioni, ciò che accade in un luogo può essere rapidamente trasmesso in una diversa parte del mondo. Analogamente, l'impatto degli sviluppi finanziari (e le difficoltà) fluisce dal mercato globale a quello locale e viceversa. Di conseguenza, tutte le banche (e le altre istituzioni finanziarie regolamentate), ovunque ubicate, dovrebbero essere sottoposte a vigilanza. In favore di tale obiettivo, il Comitato sta promuovendo il miglioramento degli standard di vigilanza su base mondiale, compresi i principi per la vigilanza sui gruppi bancari e finanziari diversificati a livello internazionale.

Promuovere il miglioramento degli standard di vigilanza su base mondiale

Il ruolo del Comitato di Basilea è stato fondamentale per lo sviluppo di oltre una dozzina di gruppi regionali di autorità di vigilanza bancaria, comprendenti ben oltre cento paesi, che ora coprono tutto il mondo. Tali gruppi rappresentano un collegamento vitale per l'attuazione universale di solidi standard di vigilanza, attraverso la possibilità offerta ai membri di trarre beneficio dalle reciproche esperienze, di esercitare congiuntamente pressioni per lo sviluppo di pratiche affidabili e di fornire programmi di addestramento efficienti. I rappresentanti del Comitato partecipano alla maggior parte delle riunioni di tali gruppi e il Comitato partecipa a corsi di addestramento, o li organizza, per conto dei vari gruppi regionali.

Il Comitato, inoltre, patrocina una conferenza mondiale biennale delle autorità di vigilanza bancaria che offre ai partecipanti l'opportunità di conoscere nuove tecniche di vigilanza, compreso il recente lavoro del Comitato, e di sviluppare contatti personali. L'ultima conferenza si è tenuta in Svezia nel giugno di quest'anno.

Visto in una prospettiva ancora più ampia, il Comitato di Basilea cerca attivamente di sviluppare e migliorare i rapporti con le autorità di vigilanza ban-

caria e con le altre autorità finanziarie del mondo, organizzando e collaborando a conferenze e a programmi di addestramento, mettendo a disposizione le proprie competenze e curando la tenuta e l'aggiornamento di una lista di "funzionari di collegamento" di autorità di vigilanza bancaria di oltre centocinquanta paesi.

Sviluppare principi per la vigilanza dell'attività bancaria internazionale

Buona parte della struttura che sostiene la cooperazione internazionale tra le autorità di vigilanza bancaria nel mondo poggia su principi sviluppati dal Comitato di Basilea. Il *Concordato* del Comitato di Basilea, emanato nel 1975 e revisionato nel 1983, sottolinea il principio della vigilanza consolidata. Secondo tale principio, le autorità di vigilanza non possono ritenersi pienamente soddisfatte della solidità delle singole banche se non dopo averne esaminato tutte le attività in tutto il mondo, ivi compresa una valutazione dell'adeguatezza patrimoniale, dell'esposizione al rischio, della concentrazione e della qualità dell'attivo nel suo complesso. Il Concordato ha anche stabilito le rispettive competenze di vigilanza sia dell'autorità del paese ospitante, che autorizza e vigila sulle articolazioni estere di una banca internazionale, sia dell'autorità del paese d'origine che, in qualità di autorità di vigilanza responsabile della casa madre, è nella posizione migliore per vigilare sul gruppo bancario nel suo complesso.

Molti di questi punti sono stati riformulati dal Comitato di Basilea nel documento: *Minimum Standards for the Supervision of International Banking Groups and their Cross-Border Establishments* (1992). Tali requisiti fissano quattro principi basilari:

- tutte le banche internazionali dovrebbero essere sottoposte a vigilanza da un'autorità del paese d'origine della casa madre, che sia in grado di effettuare la vigilanza consolidata e abbia il diritto di vietare strutture societarie che ostacolino l'attività di vigilanza;
- la creazione di una banca internazionale dovrebbe avvenire previo consenso dell'autorità del paese ospitante e di quello d'origine;

- le autorità del paese d'origine dovrebbero avere il diritto di ottenere informazioni dalle proprie banche internazionali;
- ove l'autorità del paese ospitante ritenga che uno di questi tre requisiti non sia rispettato, potrà imporre misure restrittive o vietare la costituzione di insediamenti bancari.

Ciascun paese membro del G10 è tenuto al rispetto di tali requisiti; gli altri sono invitati a farlo. Il Comitato, insieme con le autorità di vigilanza bancaria dei centri off-shore, sta attualmente esaminando i vari problemi dell'attuazione e sviluppando raccomandazioni su temi quali una vigilanza consolidata efficiente, le procedure per le ispezioni, e la necessità di cambiamenti legislativi in alcuni ordinamenti per rimuovere gli impedimenti alla cooperazione di vigilanza.

Costruire rapporti di collaborazione con le autorità di vigilanza sui valori mobiliari e sulle assicurazioni

I primi contatti formali tra autorità di vigilanza sulle banche e quelle sui valori mobiliari sono avvenuti nel 1988. Ciò ha portato alla pubblicazione, nell'aprile del 1990, di un documento congiunto sugli scambi di informazioni tra autorità di vigilanza bancaria e sui valori mobiliari e alla raccomandazione di creare "aperture" nel campo delle informazioni sia a livello nazionale sia internazionale. Dalla sua costituzione nel 1991, i contatti con il Comitato tecnico dell'International Organization of Securities Commissions (IOSCO) si sono notevolmente incrementati.

Il Comitato di Basilea ha organizzato anche varie riunioni annuali con primarie autorità di vigilanza nel campo assicurativo per discutere problemi di interesse comune, quali i conglomerati finanziari, i requisiti patrimoniali e gli sforzi in favore della lotta al riciclaggio. La creazione nel 1995 dell'International Association of Insurance Supervisors (IAIS), con membri di oltre settanta paesi, apre nuove prospettive per la cooperazione. Attualmente, le autorità di vigilanza assicurativa partecipano attivamente al Joint Forum sui conglomerati finanziari (cfr. paragrafo successivo) e collaboreranno con il Comitato di Basilea allo studio sui derivati.

Vigilanza sui gruppi finanziari diversificati

Una delle conseguenze di rilievo della deregolamentazione e della globalizzazione dei mercati finanziari è la presenza di gruppi societari che offrono una gamma variegata di servizi finanziari, ivi compresi servizi bancari, in titoli e assicurativi. La vigilanza su questi gruppi finanziari diversificati pone particolari problemi:

- diverse autorità di vigilanza possono essere competenti per le differenti attività di un gruppo;
- la misurazione del rischio è molto difficile per un gruppo composito con molte parti fra loro collegate;
- i gruppi finanziari possono essere strutturati per minimizzare o evitare la vigilanza;
- siffatti gruppi possono essere costituiti sia da interessi industriali o commerciali non regolamentati sia da organismi finanziari regolamentati.

Nonostante questi problemi, è estremamente importante che i gruppi finanziari diversificati siano sottoposti a vigilanza, al fine di ridurre il rischio che difficoltà di una componente del gruppo si ripercuotano sulle operazioni, sulla fiducia o sul buon funzionamento di altre parti dello stesso gruppo.

Su iniziativa del Comitato di Basilea, nel 1993 è stato costituito un Gruppo tripartito informale di autorità di vigilanza bancaria, sui valori mobiliari e sulle assicurazioni per esaminare i problemi di vigilanza connessi con la costituzione di grandi gruppi e di conglomerati finanziari internazionali. Il rapporto del Gruppo, del luglio del 1995, individua numerose aree in cui gli approcci pratici tra le autorità di vigilanza dei tre settori potrebbero essere ulteriormente sviluppati, tra cui:

- l'applicazione di un approccio di tipo consolidato o *solo-plus* alla vigilanza e all'adeguatezza patrimoniale;
- l'importanza di un'intensa cooperazione tra le autorità responsabili della vigilanza sulle diverse componenti di un conglomerato, e l'opportunità della nomina di un'"autorità di vigilanza guida" (*lead regulator*) o "referente" (*convenor*);
- il bisogno, per le autorità di vigilanza, di avere l'autorità necessaria per ottenere adeguate informazioni sulla struttura manageriale e giuridica e,

ove necessario, di vietare strutture di gruppo che impediscano un'adeguata vigilanza.

Sempre nell'ottica di proseguire questo lavoro, il Comitato di Basilea, insieme con lo IOSCO e lo IAIS, ha costituito un nuovo Joint Forum delle maggiori autorità di vigilanza bancaria, di borsa e assicurativa. Il Forum sta analizzando mezzi pratici che possano facilitare lo scambio di informazioni, sul piano sia nazionale sia internazionale, tra autorità di vigilanza dello stesso settore e corrispondenti autorità di settori diversi, ivi compresa un'indagine sugli impedimenti giuridici e su altri ostacoli a tali scambi di informazioni. Il Forum sta esaminando anche la possibilità di stabilire criteri per identificare un *lead regulator* e il ruolo e le responsabilità che a esso incomberebbero, e sta sviluppando principi-guida per la vigilanza futura sui conglomerati finanziari.

IV. Assicurare l'adeguatezza del capitale delle banche

L'adeguatezza del capitale è di fondamentale importanza per la salvaguardia e la solidità delle singole aziende e per la stabilità del sistema, in quanto costituisce un "cuscinetto" contro le perdite e serve a proteggere i depositanti e i contribuenti. Inoltre, l'impegno finanziario diretto degli azionisti costituisce un forte incentivo al perseguimento di efficaci politiche di gestione del rischio.

L'Accordo di Basilea sul capitale

Al fine di contrastare la grave erosione dei coefficienti patrimoniali delle principali banche internazionali in atto negli anni ottanta, il Comitato di Basilea ha pubblicato nel luglio 1988 il rapporto *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards*. L'Accordo di Basilea stabilisce un coefficiente patrimoniale minimo per tutte le banche dei paesi del G10 che operano a livello internazionale.

L'attenzione posta dall'Accordo su rigorosi coefficienti patrimoniali ha rafforzato la solidità e la stabilità del sistema bancario internazionale e sta giocando un ruolo importante nel ridurre le disparità nella con-

correnza tra banche nei differenti paesi. Quasi tutti i paesi fuori dal G10, con banche internazionali di una qualche dimensione significativa, hanno introdotto, o stanno introducendo, analoghi coefficienti patrimoniali basati sulla valutazione del rischio.

Evoluzione dell'Accordo

L'Accordo del 1988 si concentrava sul rischio di credito, che è stato e rimane la causa principale dei fallimenti bancari. Tuttavia, l'Accordo non è stato inteso come un documento statico, ma che deve evolversi nel tempo per incorporare altre tipologie di rischio e adeguarsi agli sviluppi del mercato. Esso è stato modificato per dare maggiore precisione alla definizione di accantonamenti generali/fondi svalutazione crediti che possono essere inclusi nel capitale, per dare riconoscimento a disposizioni di compensazione bilaterale legittimamente applicabili e per ampliare la cosiddetta matrice dei fattori di maggiorazione (*add-ons*) contenuta nell'Accordo al fine di includere materie prime e strumenti finanziari a lunga scadenza.

Il rischio di mercato

Alla fine del 1995, il Comitato ha annunciato un importante emendamento all'Accordo sul capitale per incorporarvi la copertura patrimoniale per il rischio di mercato che si origina dall'attività di negoziazione delle banche e dalle loro posizioni aperte in cambi e in materie prime. È previsto un periodo transitorio di due anni prima dell'introduzione effettiva di requisiti patrimoniali alla fine del 1997.

L'introduzione di tali requisiti è divenuta sempre più importante a mano a mano che si sviluppano le attività di negoziazione delle aziende e la gestione dei rischi connessi e costituisce un importante passo in avanti nel rafforzare la solidità e la stabilità del sistema bancario internazionale e dei mercati finanziari in generale.

Precedenti incontri a livello tecnico con le autorità di controllo del mercato mobiliare hanno aiutato a sviluppare la base concettuale non solo per questo emendamento, ma anche per la Direttiva dell'Unione europea sull'adeguatezza del capitale. Ulteriori modifiche, basate su commenti ricevuti durante un perio-

do di fitte consultazioni con gli esperti del settore, sono state incorporate nell'emendamento.

In particolare, l'emendamento permette ora alle banche di utilizzare i propri modelli interni come base per valutare il rischio di mercato in alternativa a un sistema di misurazione standard. Per utilizzare tali modelli, le banche non devono soltanto aderire a una serie rigorosa di standard tecnici e qualitativi, ma devono anche assicurare la presenza di adeguati sistemi e controlli di gestione del rischio. L'aver permesso l'utilizzo di modelli rappresenta un'innovazione significativa nei metodi di vigilanza e dimostra l'impegno del Comitato per ridurre l'onere della regolamentazione e sviluppare forme di vigilanza che riflettano le tendenze del mercato.

V. Migliorare la disciplina e la prassi del mercato

La prassi e la disciplina del mercato sono parte integrante della vigilanza, soprattutto nel complesso scenario odierno delle transazioni finanziarie. Le autorità di vigilanza stanno lavorando alacremente per migliorare i sistemi interni di controllo della gestione e per aumentare la trasparenza dei mercati attraverso miglioramenti negli standard di trasparenza.

Rafforzare i sistemi interni di controllo della gestione

Un'adeguata gestione dei rischi è di importanza centrale per la salvaguardia e la stabilità delle singole banche. Questa importanza è sottolineata dalle perdite sofferte da alcuni operatori del mercato a causa di controlli di gestione inadeguati.

Il Comitato di Basilea lavora in stretto contatto con gli altri organi di controllo per sorvegliare ed elaborare le tecniche più avanzate di gestione del rischio e ha pubblicato negli anni alcune linee-guida riguardanti fattispecie diverse, tra cui la gestione dei cambi, la liquidità e i rischi delle operazioni fuori bilancio. La maggior parte del lavoro più recente del Comitato si è incentrata sullo sviluppo della sicurezza e della solidità delle attività di negoziazione e in derivati.

Sebbene la gestione e il controllo dei rischi bancari siano divenuti progressivamente più complessi a

causa delle forze che plasmano il mondo finanziario attuale, l'evoluzione tecnica ha anche aumentato la capacità di gestire questi rischi. Inoltre, lo sviluppo di strumenti di copertura innovativi permette ai partecipanti del mercato finanziario di "suddividere" i rischi complessi per gestirli singolarmente.

Documenti pubblicati congiuntamente nel 1994 dal Comitato di Basilea e dallo IOSCO per il settore bancario e dei valori mobiliari hanno rafforzato la necessità per le aziende di avere rigorosi sistemi di gestione del rischio. Mentre questi documenti si concentravano sulla gestione del rischio per i prodotti derivati, riconoscevano la maggiore complessità, le linee-guida sono altrettanto valide per le attività bancarie e di negoziazione più tradizionali, per le quali l'esperienza ha mostrato che possono registrarsi perdite significative. I punti principali sono i seguenti:

- il consiglio di amministrazione e i vertici dell'azienda devono essere coinvolti attivamente nel processo di controllo dei rischi;
- deve essere previsto un sistema di controllo dei rischi rigoroso dal punto di vista concettuale e attuato nella sua integrità;
- ogni sistema di controllo deve essere accompagnato da severe procedure interne ed esterne di convalida e di verifica.

La gestione del rischio è anche un elemento importante degli accertamenti ispettivi e dei procedimenti di revisione esterna. L'emendamento sul rischio di mercato apportato all'Accordo sul capitale pone maggiore attenzione sulla gestione del rischio quando le banche che desiderano basare i propri requisiti patrimoniali su modelli interni sono soggette a rigorosi standard qualitativi di gestione del rischio. Il Comitato sta continuando a lavorare sui modelli, incluso un riesame approfondito dei processi di revisione interni delle banche che vengono utilizzati per la convalida dei modelli e la valutazione della loro integrità.

Aumentare la trasparenza del mercato attraverso la diffusione delle informazioni

Un'informazione adeguata è di cruciale importanza non solo per un'efficiente azione di vigilanza,

ma anche per la disciplina del mercato. Un'efficace azione di vigilanza poggia sull'integrità delle informazioni fornite alle autorità competenti. L'accessibilità alle informazioni di carattere finanziario da parte del pubblico è anch'essa un elemento importante per migliorare la disciplina del mercato e per utilizzare questa per rafforzare i principi di base della vigilanza.

Le attività di negoziazione e in derivati pongono una sfida particolare. L'ingente volume e la sempre maggiore globalizzazione di tali attività hanno reso insufficiente la trasparenza praticata da molte aziende, che possono essere riluttanti a fornire informazioni che i loro concorrenti si astengono dal divulgare.

Nel 1995, sulla base del lavoro effettuato dallo Euro-Currency Standing Committee della Banca dei regolamenti internazionali, il Comitato di Basilea e lo IOSCO hanno pubblicato congiuntamente il rapporto *Public Disclosure of the Trading and Derivatives Activities of Banks and Securities Firms*. Questo esamina la corrente prassi di mercato e formula raccomandazioni per una maggiore trasparenza sia qualitativa sia quantitativa relativamente alle attività di contrattazione. Una maggiore trasparenza, ad esempio, dovrebbe basarsi sulle informazioni tratte dal sistema di valutazione e di gestione del rischio interno di un'azienda e dovrebbe permettere ai fruitori delle informazioni finanziarie di valutare la situazione di un'azienda nella gestione delle esposizioni rispetto al rischio di insolvenza, al rischio di mercato e di liquidità, così come l'impatto sui ricavi delle attività di negoziazione e in prodotti derivati.

Le stesse raccomandazioni sulla trasparenza sono ampiamente basate sul rapporto *A Framework for Supervisory Information about the Derivatives Activities of Banks and Securities Firms*, elaborato dal Comitato di Basilea e dallo IOSCO nei primi mesi del 1995. L'obiettivo di questo documento – consapevole dell'equilibrio tra costi e benefici delle segnalazioni di vigilanza che sono obbligatorie, da un lato, dell'accessibilità al pubblico di dati e informazioni, dall'altro – è quello di ampliare l'area coperta dalle segnalazioni e di rendere i requisiti nazionali coerenti tra loro per evitare che le aziende debbano sviluppare sistemi di informazione multipli.

Il lavoro in questo campo sta procedendo, sorvegliando e incoraggiando ulteriori miglioramenti della qualità e quantità nella diffusione delle informazioni, e della coerenza delle norme contabili applicabili alle banche relativamente alla loro attività in derivati e di negoziazione. Un altro obiettivo è quello di ampliare le segnalazioni statistiche di vigilanza per incorporarvi con maggiore dettaglio le esposizioni legate al rischio di mercato, compresa la misurazione del cosiddetto *value-at-risk* (VAR).

VI. Altre iniziative intraprese per migliorare l'efficacia dell'azione di vigilanza

Oltre alle aree specifiche di cui abbiamo già parlato, le autorità di vigilanza bancaria sono costantemente impegnate a tenere il passo con l'andamento del mercato e a migliorare le procedure e le tecniche di vigilanza. Questa sezione fornisce una breve rassegna degli sforzi del Comitato di Basilea a livello internazionale.

Le frodi finanziarie e l'uso illecito dei mercati finanziari costituiscono un serio problema. Mentre la maggior parte degli sforzi del Comitato in questo campo consiste in scambi di informazioni riservate riguardanti casi specifici, nel rapporto *Prevention of Criminal Use of the Banking System for the Purpose of Money Laundering* (1988) esso stabilisce che le banche devono attuare procedure efficaci per assicurare che tutti i soggetti che hanno rapporti d'affari con le banche siano chiaramente identificati; che le transazioni di dubbia legittimità vengano rifiutate; che sia intrapresa la cooperazione con le autorità giudiziarie e di polizia. Questi principi sono stati in seguito incorporati dal Groupe d'Action Financière - GAFI (2) come parte integrante delle proprie raccomandazioni per combattere il riciclaggio.

Oltre ai rapporti sulle *best practices* e sugli standard minimi cui abbiamo già fatto riferimento in questo documento, il Comitato di Basilea elabora metodi più sofisticati di vigilanza per una vasta gamma di altri argomenti, grazie al lavoro dei suoi gruppi di

(2) Il GAFI è stato creato nel 1989 per combattere il riciclaggio e ha la propria sede presso l'OCSE.

esperti. Le raccomandazioni del Comitato sono formulate come orientamenti di carattere generale, lasciando che ogni paese ne attui i dettagli, tenuto conto della propria situazione giuridica, istituzionale e contabile. Le raccomandazioni riguardano, ad esempio:

Il rischio di concentrazione del credito. Dando per scontato che molti dei fallimenti bancari sono stati causati dall'insolvenza di uno o più grossi creditori, *Measuring and Controlling Large Credit Exposures* (1991) raccomanda che il limite di una esposizione di elevato ammontare sia fissato per ogni singolo creditore al 25 per cento del totale del capitale consolidato della banca; che tutti i crediti il cui ammontare superi il 10 per cento del capitale siano comunicati alle autorità di vigilanza; e che vengano opportunamente controllati i prestiti erogati a persone collegate con la banca così come le concentrazioni geografiche e industriali.

Il rischio di tasso di interesse. Il Comitato di Basilea sta attualmente sviluppando alcune linee-guida per la corretta gestione del rischio di tasso di interesse. Esse includeranno probabilmente principi generali di valutazione del rischio e di guida per le banche e per le autorità di vigilanza sui fattori che dovrebbero essere presi in considerazione nello sviluppo di sistemi più sofisticati di valutazione del rischio di tasso di interesse.

La liquidità. *A Framework for Measuring and Managing Liquidity* (1992) riconsidera le pratiche e le tecniche applicate dalle banche attive a livello internazionale per misurare e gestire la liquidità e suggerisce alle autorità di vigilanza e alle banche procedure di corretta gestione della liquidità.

Il Comitato di Basilea sta esaminando le sfide connesse con lo sviluppo dei sistemi di elaborazione dati e di telecomunicazione, inclusi la moneta elettronica e il crescente uso della rete Internet. Precedentemente, *Risks in Computer and Telecommunications Systems* (1989) si occupava di altri rischi in questo settore, tra cui insufficiente trasparenza delle informazioni, errori, frodi, interruzione delle attività per problemi di hardware o software, pianificazione inefficace e rischi associati con le operazioni degli utilizzatori finali.

Da ultimo, uno dei punti di forza del Comitato di Basilea è l'opportunità per le autorità di vigilanza di scambiarsi opinioni, in via confidenziale e franca, sugli sviluppi e sulle innovazioni nei principali mercati finanziari. Ciò permette ai membri di trarre le opportune lezioni per i propri sistemi di vigilanza, spesso senza il bisogno di formulare raccomandazioni o interventi specifici. Discussioni di questo tipo, ad esempio, hanno riguardato i problemi del settore immobiliare, dei mercati emergenti, la liquidazione delle aziende problematiche, attività di fusione e acquisizione e test di idoneità per chi possiede, controlla o gestisce istituti di credito.

VII. Conclusioni

I mercati finanziari internazionali stanno subendo una trasformazione radicale con l'eliminazione delle restrizioni territoriali, l'espansione dell'operatività, il venir meno di distinzioni istituzionali. Questa trasformazione, se da un lato crea opportunità enormi, dall'altro pone anche nuove sfide alla vigilanza e alla regolamentazione dei mercati finanziari.

Il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, fin dalla sua creazione venti anni fa, ha avuto un ruolo importante in questa trasformazione. Il Concordato e gli standard minimi di vigilanza costituiscono i principi di base della vigilanza sulle banche internazionali. Attraverso l'armonizzazione degli standard realizzata nell'Accordo sul capitale è stata raggiunta una forma di concorrenza tra le banche più sicura ed equa. Le linee-guida del Comitato promuovono le tecniche più avanzate di gestione del rischio.

Il ritmo di questa evoluzione non potrà che accelerare, di pari passo con la complessità del processo di trasformazione, e il Comitato di Basilea è pienamente cosciente della dimensione delle sfide cui dovrà fare fronte. La vigilanza su conglomerati finanziari di grandi dimensioni e diversificati a livello internazionale richiederà nuove metodologie e una cooperazione ancora più stretta con lo IOSCO, lo IAIS e altri organi di regolamentazione.

Aprile 1996

**DICHIARAZIONE SEPARATA DELLO IOSCO:
“RISPOSTA ALLA SFIDA: VIGILANZA SUI MERCATI FINANZIARI GLOBALI”**

I. Introduzione

Lo IOSCO condivide pienamente le osservazioni contenute nella *Review of International Financial Institutions* relativa al Summit di Halifax (Comunicato), secondo cui la crescita e l'integrazione dei mercati globali dei capitali creano opportunità enormi e pongono nuovi rischi e nuove sfide per la vigilanza e la regolamentazione dei mercati finanziari. Lo IOSCO è lieto di avere l'occasione di informare i Ministri delle Finanze del G7 sulle iniziative intraprese recentemente e sull'attuale programma di lavoro per migliorare la tutela, gli standard, la trasparenza e il sistema di controlli interni che sono necessari per ridurre il rischio sistemico.

II. La globalizzazione dei mercati e dei rischi

Come si evince dal Comunicato, la liberalizzazione dei mercati dei capitali, l'evoluzione tecnologica e l'innovazione finanziaria stanno trasformando in modo fondamentale la natura dei mercati finanziari internazionali. Negli ultimi dieci anni i mercati mobiliari hanno sperimentato una sensibile crescita, con il triplicarsi della capitalizzazione dei mercati azionari. Questi mercati sono stati resi sempre più dinamici dalla rapida crescita delle contrattazioni in futures e in opzioni e dal proliferare di nuovi prodotti negoziati su base transnazionale. Inoltre, la crescente domanda a livello mondiale da parte di singoli investitori o di investitori istituzionali ha stimolato l'espansione delle attività di negoziazione a livello globale sia da parte delle società di intermediazione mobiliare che delle banche.

Le istituzioni finanziarie e le strutture del mercato promuovono e al tempo stesso traggono profitto dalla crescita e dallo sviluppo dei mercati internazionali. Le istituzioni determinano l'ampiezza delle proprie operazioni sulla base delle opportunità offerte loro anziché con riferimento ai confini nazionali. Le autorità di regolamentazione devono dunque essere in

grado di vigilare sugli istituti e sui mercati che rientrano nella propria giurisdizione e che sono attivi a livello internazionale.

Lo IOSCO concorda con la valutazione del Comunicato secondo cui questi sviluppi sono positivi in quanto portano a una più efficiente allocazione del capitale, e quindi contribuiscono alla crescita economica. Tuttavia, come ha dimostrato una serie di eventi recenti, essi creano anche nuovi rischi per gli operatori del mercato e possono accelerare la trasmissione di turbolenze finanziarie. Ciò pone nuove sfide alla vigilanza e alla regolamentazione dei mercati finanziari. Lo IOSCO è consapevole dell'importanza cruciale di assicurare che i propri programmi e le proprie procedure di lavoro affrontino questi sviluppi in modo tempestivo ed efficiente.

III. Come affrontare le sfide poste alla regolamentazione

L'obiettivo primario dello IOSCO è quello di facilitare lo sviluppo su base mondiale di elevati standard di regolamentazione del mercato finanziario. Il lavoro dello IOSCO si incentra sui seguenti campi:

- promozione di accordi per migliorare la cooperazione e i flussi informativi tra le autorità di regolamentazione;
- promozione dello sviluppo di efficaci procedure di vigilanza per le società di intermediazione mobiliare, e in particolare per i gruppi finanziari attivi e diversificati a livello internazionale;
- promozione di misure atte a migliorare la trasparenza, l'integrità e la solidità dei mercati finanziari e dei meccanismi di mercato;
- contribuire alla lotta contro la frode finanziaria e assicurare che il sistema di regolamentazione affronti in modo tempestivo ed efficiente le nuove sfide poste alla regolamentazione.

Le Sezioni IV-VII descrivono il lavoro effettuato dallo IOSCO e il programma che esso sta delineando in queste quattro aree autonomamente e congiunta-

mente al Comitato di Basilea. La Sezione VIII identifica alcune problematiche riguardanti i vincoli che limitano la possibilità degli organi di controllo del mercato mobiliare di raggiungere i propri obiettivi.

IV. Promozione della collaborazione tra gli organi di controllo

IV.a Comunicazione tra gli organi di controllo sui valori mobiliari

Lo IOSCO ha sempre considerato la promozione di una effettiva collaborazione tra gli organi di controllo sui valori mobiliari come un obiettivo primario. I suoi membri rappresentano 121 organi di controllo appartenenti a 74 paesi, che comprendono le commissioni pubbliche di controllo nonché le autorità preposte alle Borse e altri enti di autoregolamentazione. I meccanismi che lo IOSCO ha stabilito per comunicare con i propri membri e per incoraggiare l'adozione di standard elevati di controllo sui valori mobiliari a livello mondiale sono stati descritti in una lettera ai Ministri delle Finanze del 3 ottobre 1995.

Inoltre, lo IOSCO ha avviato un considerevole lavoro volto ad agevolare la realizzazione di accordi per lo scambio di informazioni tra gli organi di controllo sui valori mobiliari. In particolare, il documento *Principles for Memoranda of Understanding* (1991) stabilisce un quadro di riferimento per agevolare un esauriente scambio di informazioni tra gli organi di controllo sui valori mobiliari, sulla base del principio che tale scambio dovrebbe rappresentare la regola e non l'eccezione. Il successo di questa iniziativa è sottolineato dal fatto che, benché il primo di tali protocolli sia stato firmato soltanto nel 1986, esistono attualmente più di 300 accordi di questo tipo in tutto il mondo.

Tuttavia, si incontrano ancora notevoli difficoltà nel tentativo di agevolare il flusso di informazioni tra gli organi di controllo. Il *Report on Issues Raised for Securities Regulators by Under-Regulated and Uncooperative Jurisdictions* (1994) raccomanda modalità di superamento degli ostacoli che impediscono l'accesso all'informazione da parte degli organi di

controllo. In seguito alla pubblicazione del rapporto, lo IOSCO ha adottato una risoluzione in cui rivolge a tutti i membri l'appello a valutare la loro capacità di fornire assistenza agli organi esteri di controllo sui valori mobiliari e sui futures. Tale esercizio di autovalutazione dovrebbe essere completato nel corso del 1996. Nei casi in cui siano individuati problemi rispetto alle legislazioni nazionali vigenti, gli organi di controllo potrebbero richiedere l'assistenza dei Ministri per risolverli.

Altro argomento da considerare è che dovrebbero esistere meccanismi efficaci di comunicazione tra i mercati e le autorità di controllo dei mercati nei diversi paesi. Un rapporto dello IOSCO *Mechanisms to Enhance Open and Timely Communication Between Market Authorities of Related Cash and Derivatives Markets During Periods of Market Disruption* (1993) fornisce una guida in questo campo. Inoltre, nel 1983 alcune importanti Borse valori rispondevano all'esigenza di scambiare le informazioni da mercato a mercato e di coordinare gli sforzi di regolamentazione tra i vari mercati istituendo l'Inter-Market Surveillance Group (ISG). La partecipazione all'ISG è aperta ai mercati che desiderano scambiare informazioni con le loro controparti, e sono giuridicamente abilitati a farlo; il Gruppo ha registrato una significativa espansione.

La questione dello scambio di informazioni da mercato a mercato tra Borse dei futures è stata sollevata anche, in modo particolare, nel momento del crollo della banca Barings. Lo scorso mese, quarantanove Borse futures e stanze di compensazione hanno firmato un protocollo di intesa in base al quale si impegnano a un reciproco scambio di informazioni relative a grandi esposizioni che possono avere effetti sugli altri mercati. Nel contempo, numerose commissioni di controllo sui valori mobiliari hanno dichiarato il loro intendimento di utilizzare tutti i poteri normativi di cui dispongono per dare efficacia all'accordo tra le Borse.

Lo IOSCO sta attualmente rivedendo tali accordi, con l'intento di formulare raccomandazioni sui meccanismi più efficaci con cui gli organi di controllo possono incoraggiare lo scambio di informazioni tra le autorità preposte ai mercati.

IV.b Collaborazione con le autorità che esercitano la vigilanza sull'attività bancaria e assicurativa

Negli ultimi anni, lo IOSCO ha stabilito stretti rapporti di lavoro con il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria su questioni correlate alla vigilanza sulle banche e sulle società di intermediazione mobiliare operanti a livello internazionale. Tale collaborazione ha portato all'annuncio di una nuova iniziativa per condurre congiuntamente il lavoro sulla vigilanza sulle società di intermediazione che operano a livello globale, che sono soggette alla vigilanza sia delle autorità bancarie che degli organi di controllo sui valori mobiliari in diversi ordinamenti. Un Comitato di coordinamento delle due organizzazioni si incontra regolarmente per esaminare tale lavoro e discutere altre materie di reciproco interesse. Inoltre, entrambe le organizzazioni, insieme con l'IAIS, sono rappresentate nel Joint Forum sui conglomerati finanziari.

Ulteriori dettagli sul lavoro intrapreso con tali due organizzazioni sono forniti nella Sezione V.b di seguito.

IV.c Collaborazione con altri organismi

Lo IOSCO è consapevole anche che esistono numerosi altri organismi che hanno un interesse a migliorare il quadro regolamentare dei mercati finanziari internazionali, e che esistono anche alcuni accordi per rafforzare le relazioni tra questi organismi. In particolare, si tratta dello Euro-Currency Standing Committee della BRI per quanto riguarda l'impegno a migliorare la trasparenza dei mercati finanziari internazionali; il Comitato della BRI sui Sistemi di Pagamento e Regolamento (CPSS) per quanto riguarda le misure per rafforzare l'integrità dei sistemi internazionali di pagamento e di regolamento; l'International Accounting Standards Committee e l'International Auditing Practices Committee in relazione allo sviluppo di standard mondiali contabili e di revisione per le offerte internazionali di titoli; e il GAFI in relazione alla lotta alle frodi finanziarie.

V. Vigilanza sulle società di intermediazione mobiliare e sui gruppi

V.a Vigilanza sulle società di intermediazione mobiliare

Una componente chiave di qualunque sistema di protezione degli investitori è che tutte le società di intermediazione mobiliare siano soggette a una adeguata vigilanza. Lo scopo primario degli organi di controllo sui valori mobiliari in tale contesto è quello di assicurare che gli investitori non siano danneggiati dal fallimento di un intermediario, e che l'impatto di un fallimento sul mercato possa essere minimizzato con una ordinata liquidazione delle posizioni della società fallita.

Di conseguenza, gli organi di controllo sui valori mobiliari cercano di assicurare:

- che il capitale disponibile per sostenere una società di intermediazione mobiliare sia proporzionato ai rischi che la società affronta;
- che la società abbia un sistema di controlli di gestione efficaci al fine di proteggersi dal rischio di perdite che possano avere un impatto di rilievo sul buon funzionamento della società stessa;
- che gli organi di controllo e il mercato abbiano le informazioni adeguate per valutare accuratamente i rischi che la società affronta.

V.b Vigilanza sui gruppi finanziari

Lo IOSCO già da tempo riconosce anche l'importanza di assicurare che le società di intermediazione mobiliare che operano a livello internazionale siano soggette a una efficace vigilanza sia a livello di gruppo che di singolo ente. Questo aspetto emerge in un rapporto pubblicato nell'ottobre del 1991 intitolato *Principles for the Supervision of Financial Conglomerates* che descrive l'orientamento degli organi di controllo nei confronti di tale questione. In particolare, esso indica la necessità che la vigilanza a livello di singolo ente delle società di intermediazione finanziaria regolate, che fanno parte di un più ampio gruppo, sia completata con la valutazione del rischio a livello di gruppo. Esso rileva inoltre che potrebbe essere auspicabile individuare un organo di controllo

che abbia la responsabilità primaria della vigilanza e si trovi, probabilmente, ad agire come *lead regulator* nel momento in cui dovessero sorgere serie preoccupazioni riguardo a un determinato conglomerato. Secondo il documento, il ruolo principale di tale organo di controllo sarebbe quello di assicurare che le informazioni relative al controllo sul gruppo siano scambiate in modo adeguato. In tale contesto, il documento suggerisce una serie di funzioni che sarebbe opportuno affidare al *lead regulator* in via ordinaria, al fine di facilitare la collaborazione in materia di vigilanza al momento di una crisi. Tra queste:

- tenere un organigramma aggiornato del gruppo;
- effettuare una valutazione qualitativa del rischio del gruppo nel suo insieme;
- agire da punto di raccordo delle segnalazioni di osservazioni che altri organi di controllo possono avere nei confronti del gruppo;
- promuovere efficaci forme di comunicazione e flussi informativi tra gli organi di controllo interessati.

Per promuovere il raggiungimento degli obiettivi descritti nel documento, lo IOSCO ha preparato una lista di intermediari in titoli operanti a livello internazionale, corredata dell'indicazione dell'autorità di vigilanza del rispettivo paese di origine, che è stata diffusa tra i membri del Joint Forum sui conglomerati finanziari.

Il recente emergere di gruppi operanti a livello internazionale, che esercitano sia l'attività bancaria sia quella di negoziazione in titoli e derivati, che sono sempre più frequentemente gestiti su base globale, ha reso tale questione di particolare significato per il lavoro congiunto dello IOSCO e del Comitato di Basilea. In tale contesto, le due organizzazioni hanno annunciato, nell'allegata dichiarazione congiunta, una *nuova iniziativa per migliorare gli accordi in materia di vigilanza con riferimento ai gruppi operanti nel campo dell'intermediazione mobiliare a livello globale*.

Un ulteriore elemento di preoccupazione in tale area è l'emergere di gruppi che ora offrono una vasta gamma di servizi finanziari, comprese le attività bancarie, di intermediazione mobiliare e le assicurazioni. Tale fenomeno pone una sfida particolare non soltan-

to per il numero delle diverse autorità di vigilanza che possono essere interessate allo stesso gruppo, ma anche per la complessità di operazioni quali la misurazione del rischio e la valutazione delle tecniche di controllo in un gruppo composito. Nel 1993 è stato costituito il Tripartite Group of Bank, Securities and Insurance Regulators per esaminare tali questioni. Nel luglio 1995, il Gruppo ha prodotto un documento di discussione che esaminava le questioni connesse con la misurazione dell'adeguatezza patrimoniale a livello di gruppo, le strutture di gruppo, l'effetto di contagio di ampie esposizioni a livello di gruppo e numerose altre questioni. Esso ha anche discusso la possibilità di istituire un *lead regulator* o *convenor* per ciascun conglomerato.

In seguito alla pubblicazione del rapporto, il Comitato di Basilea e lo IOSCO, unitamente all'IAIS, hanno costituito un nuovo Joint Forum che comprende esponenti di grado elevato delle autorità di vigilanza sulle banche, sui valori mobiliari e sulle assicurazioni. Il mandato del Joint Forum consiste nel ricercare strumenti concreti, a livello internazionale e nazionale, per agevolare lo scambio di informazioni sia tra autorità di vigilanza di uno stesso settore di competenza sia tra autorità di vigilanza di settori diversi e di esaminare tutte le possibili barriere, legislative o di altro genere, che potrebbero ostacolare lo scambio di informazioni tra autorità di vigilanza dello stesso settore e di settori diversi. Esso studierà anche la possibilità di stabilire criteri per individuare e definire le responsabilità di un *lead regulator* o *convenor*, e lavorerà all'elaborazione di principi riguardanti la vigilanza sui conglomerati finanziari.

V.c Standard patrimoniali commisurati ai rischi

Nel documento *Capital Standards for Securities Firms* (1989) lo IOSCO ha definito i principi di base che dovevano essere applicati dagli organi di controllo nella fissazione delle norme di adeguatezza patrimoniale per le società di intermediazione mobiliare.

Tali principi restano validi. Tuttavia lo IOSCO riconosce anche che, laddove le società di intermediazione mobiliare siano in concorrenza a livello internazionale (sia con altre società di intermediazione

mobiliare sia con banche), l'esigenza di requisiti patrimoniali prudenziali di alta qualità commisurati ai rischi è maggiore, per evitare disparità concorrenziali o pressioni a livello nazionale per un indebito allentamento degli standard patrimoniali.

In tale contesto, lo IOSCO riconosce l'importanza della decisione del Comitato di Basilea di introdurre uno standard patrimoniale per il rischio di mercato assunto dalle banche, che imporrà loro per la prima volta di detenere ulteriore capitale a fronte di tali rischi, e permetterà di utilizzare i propri modelli interni *value-at-risk* (VAR) per valutare tali requisiti. Nel documento *The Implications for Securities Regulators of the Increased Use of Value-at-Risk Models by Securities Firms* (1995) lo IOSCO riconosce il ruolo che i modelli VAR delle aziende svolgono sia nel migliorare i controlli interni che nello stabilire, potenzialmente, gli standard patrimoniali commisurati ai rischi per le società di intermediazione mobiliare. L'utilizzo di modelli VAR è anche un elemento fondamentale nel rapporto del Derivatives Policy Group che rappresenta i sei maggiori intermediari non bancari di derivati degli Stati Uniti. Lo IOSCO sta continuando a valutare le implicazioni dell'uso dei modelli VAR, e sta collaborando con il Comitato di Basilea in un esercizio congiunto destinato a migliorare la comprensione di tali modelli da parte degli organi di controllo e a valutare la loro rilevanza sia per i controlli interni delle società che per i requisiti patrimoniali.

V.d Controlli di gestione

Con il progredire in ampiezza e complessità delle attività di negoziazione in titoli e in derivati svolte dalle società di intermediazione mobiliare, sempre più cruciale diventa l'importanza di controlli interni efficaci. Le conseguenze di inadeguati controlli interni nelle società sono state chiaramente illustrate dalla recente esperienza.

È questa un'area importante di comune preoccupazione per lo IOSCO e per il Comitato di Basilea; essa ha portato alla contemporanea diffusione da parte delle due organizzazioni, nel luglio 1994, di documenti-guida sull'importanza dei meccanismi di controlli interni nelle società autorizzate. I documenti

che, in un breve lasso di tempo, le due organizzazioni hanno prodotto sui modelli VAR sottolineano anche l'importanza di una valutazione, da parte degli organi di controllo, del ruolo che tali modelli svolgono nell'ambito del complessivo sistema di controlli nelle società autorizzate. Recentemente hanno anche avuto luogo numerose iniziative, bilaterali e guidate da esponenti del settore, con l'intento di promuovere il miglioramento dei controlli di gestione all'interno delle società di intermediazione mobiliare; tali iniziative dovrebbero servire a stimolare e dare forma a ulteriori sforzi multilaterali.

V.e Attività di reporting e trasparenza

Un ulteriore aspetto della vigilanza sulle società di intermediazione mobiliare operanti a livello internazionale è quello di assicurare che gli organi di vigilanza abbiano accesso a informazioni adeguate e tempestive sulle attività delle società, e che le informazioni siano rese disponibili da queste società al mercato, in modo da mettere in grado le controparti di formulare adeguati giudizi sui rischi che una determinata società sta assumendo. Analogamente ai controlli interni, si tratta di una problematica di vigilanza pienamente condivisa sia dagli organi di controllo sull'attività bancaria che da quelli sui mercati mobiliari.

Di conseguenza, negli ultimi tempi, lo IOSCO e il Comitato di Basilea hanno lavorato in stretta collaborazione e hanno prodotto due importanti documenti:

- *Framework for Supervisory Information about the Derivatives Activities of Banks and Securities Firms* (1995), che ha definito il tipo di informazioni che gli organi di controllo dovrebbero cercare di ottenere dalle società autorizzate al fine di formulare un giudizio circa i rischi associati alle attività in derivati e di negoziazione di una determinata società. Il documento fornisce anche per la prima volta uno schema comune per il *reporting* su tali attività, con l'obiettivo di migliorare la copertura del *reporting* stesso e rendere i requisiti nazionali quanto più possibile coerenti, riducendo così l'esigenza di sistemi multipli di *reporting*.

- *Public Disclosure of the Trading Activities of Banks and Securities Firms* (1995), che ha esaminato le prassi di informazione del pubblico adottate da un gran numero di banche e di società di intermediazione mobiliare nei propri bilanci per il 1994, e ha formulato raccomandazioni per una maggiore trasparenza delle informazioni sia quantitative che qualitative concernenti le attività di contrattazione.

Inoltre, lo IOSCO e il Comitato di Basilea stanno lavorando con lo Euro-Currency Standing Committee della BRI al fine di realizzare uno schema per la regolare raccolta e diffusione di dati aggregati relativi all'attività sul mercato dei derivati OTC (*over-the-counter*), e hanno recentemente prodotto un rapporto congiunto sulla proposta di istituire un Registro Centrale dei Derivati presentata al Summit di Halifax.

VI. Miglioramento dei meccanismi di mercato

Gli organi di controllo sui mercati mobiliari hanno già da tempo riconosciuto l'importanza di standard elevati di trasparenza del mercato e di diffusione delle informazioni da parte di coloro che emettono titoli. Tenendo presente tale obiettivo, lo IOSCO ha lavorato con l'International Accounting Standards Committee (IASC) al fine di stabilire un insieme sufficientemente ampio di standard contabili internazionali di alta qualità che possano essere accettati da tutti gli organi di controllo dei mercati mobiliari nelle offerte internazionali di titoli. Nel luglio 1995 è stato annunciato un accordo con lo IASC su un programma congiunto di lavoro, da completare entro il 1999, che rivedrà gli standard esistenti e ne svilupperà di nuovi, secondo necessità. Più recentemente, in seguito a successive intese con lo IOSCO, lo IASC ha annunciato scadenze più ravvicinate per lo svolgimento di tale lavoro, con l'obiettivo di terminare nel marzo 1998.

Lo IOSCO riconosce anche che la crescente globalizzazione delle transazioni in titoli e derivati richiede maggiore attenzione circa l'affidabilità e la robustezza dei processi di mercato e dei sistemi di pagamento e regolamento. In risposta a tali sviluppi, lo IOSCO ha avviato numerose iniziative destinate a migliorare la capacità degli organi di controllo e dei partecipanti al mercato di affrontare le problematiche

connesse con la sicurezza e con la solidità dei meccanismi di mercato. Il lavoro in quest'area comprende:

- un rapporto su *Contract Design of Derivatives Products on Stock Indices and Measures to Minimise Market Disruption* (1992), che individua i problemi che le autorità del mercato dovrebbero considerare nel mettere a punto e approvare un prodotto derivato al fine di ridurre il rischio che quel prodotto ostacoli l'ordinata formazione del prezzo o sia soggetto a manipolazioni o altre disfunzioni del mercato. Esso esamina anche varie misure di regolamentazione come i *circuit-breakers*, gli *shock-absorbers* e i *price limits* per minimizzare gli effetti negativi delle turbative sia sui mercati dei derivati che su quelli a pronti;
- un rapporto pubblicato nel marzo 1996 su *Cooperation Between Market Authorities* raccomanda alle autorità del mercato di valutare attentamente il rischio che un partecipante al mercato sia inadempiente quando una posizione cospicua in derivati raggiunge determinati livelli di saturazione, così che possano essere effettuati i passi necessari per affrontare il rischio che si presenta; esso promuove meccanismi per facilitare lo scambio di informazioni al fine di agevolare tale valutazione;
- un altro rapporto, anch'esso pubblicato nel marzo 1996, su *Default Procedures*, stabilisce, tra l'altro, una lista di voci di informazioni, che dovrebbero essere disponibili per i partecipanti al mercato, circa le procedure che si applicano quando una società risulta inadempiente, e individua le procedure migliori (*best practices*) per il trattamento di posizioni, fondi e attività della clientela per permettere che il problema sia tempestivamente circoscritto alla società inadempiente;
- la pubblicazione nel marzo 1996 di una *Recommendation on the Recognition of Bilateral Netting Agreements in the Calculation of Capital Requirements for Securities Firms* mira a incoraggiare l'utilizzo di accordi bilaterali di compensazione legalmente efficaci da parte delle società di intermediazione mobiliare autorizzate;
- la preparazione di un rapporto che individuerà una serie di questioni per gli organi di controllo dei mercati finanziari connesse con la protezione delle attività del cliente presso le società autorizzate,

soprattutto nel contesto delle transazioni internazionali, ed esaminerà la possibilità di creare un meccanismo che consenta di migliorare la trasparenza degli accordi per la protezione delle attività del cliente in diversi ordinamenti;

- la preparazione di un rapporto sulle implicazioni dell'uso di Internet e di altre reti elettroniche per il controllo dei mercati secondari.

Alcuni di questi temi sono stati individuati come questioni di particolare importanza nell'incontro degli organi di controllo dei 16 maggiori mercati di futures e di opzioni del mondo, tenutosi nel maggio del 1995, che ha esaminato le implicazioni per gli organi di controllo sui mercati in seguito al crollo della Barings. Al termine dell'incontro essi hanno rilasciato la Dichiarazione di Windsor, che delineava le principali aree nelle quali risulta necessaria una ulteriore azione. Tale programma di lavoro è stato in seguito adottato dallo IOSCO nella Conferenza annuale del luglio del 1995; l'Organizzazione intende pubblicare un rapporto in giugno nel quale esaminerà i progressi compiuti nel primo anno dopo la pubblicazione della Dichiarazione.

Molte delle questioni sopra elencate rivestono interesse anche per il Comitato della BRI sui Sistemi di Pagamento e Regolamento (CPSS), che studia tematiche connesse con l'integrità dei sistemi di regolamento e pagamento dal punto di vista delle banche centrali. Come rilevato nella Sezione III, lo IOSCO ha recentemente istituito una procedura di coordinamento con il CPSS per individuare i progetti di reciproco interesse per i quali possa essere opportuno un lavoro congiunto dei due organismi. Lo IOSCO sta attualmente lavorando con il CPSS alla preparazione del rapporto sulla protezione delle attività del cliente, nonché del *Report on Margin Requirements for Equities and Derivatives Based on Equities*, che sarà pubblicato tra breve.

VII. Risposta alle nuove sfide in tema di regolamentazione e lotta alle frodi finanziarie

Lo IOSCO riconosce che l'innovazione e l'internazionalizzazione crescenti dei mercati finanziari generano nuove sfide. Gli organi di controllo devono as-

sicurarsi che il loro approccio a queste nuove sfide agevoli gli effetti benefici di tali sviluppi, pur proteggendo dal rischio di uso improprio o di abuso. In particolare ciò richiede una stretta collaborazione tra gli organi di controllo delle diverse giurisdizioni a fini di vigilanza e sorveglianza sui mercati finanziari, per coadiuvare la repressione e sostenere la lotta contro le frodi finanziarie.

Tra i più importanti aspetti di tale lavoro citiamo:

- il *Report on Money Laundering* (1992), che ha fornito indicazioni sui metodi che potrebbero essere utilizzati dagli organi di controllo sui valori mobiliari contro il rischio di utilizzo dei mercati mobiliari e dei futures per piani di riciclaggio del denaro;
- una rassegna, attualmente in corso, della capacità degli ordinamenti giuridici di fornire assistenza per il rimpatrio di attività ottenute illegalmente. Tale progetto mira a fornire agli organi di controllo le conoscenze necessarie per affrontare questioni concernenti il recupero delle attività laddove i fondi ottenuti illegalmente siano tenuti al di fuori della giurisdizione nella quale è perseguita la frode;
- uno studio, recentemente avviato, sulle sfide all'applicazione della normativa associate con l'aumentato ricorso a reti elettroniche pubbliche quali Internet, che costituiscono un mezzo crescente di trasmissione delle informazioni nonché per la richiesta e lo scambio di titoli e futures su base transnazionale; gli organi di controllo dovranno essere in grado di affrontare situazioni in cui tali reti siano utilizzate per scopi illegali. Lo IOSCO si baserà sull'esperienza attuale per suggerire adeguate risposte unilaterali e multilaterali a tali sviluppi.

VIII. Altre osservazioni sulla collaborazione in materia di controllo

Lo IOSCO non sottovaluta la dimensione della sfida che gli organi di controllo e di vigilanza dei mercati finanziari si trovano ad affrontare in conseguenza dei recenti sviluppi del mercato. Molte delle questioni descritte nel presente documento sono complesse e non lasciano spazio a soluzioni semplici o rapide. In

realtà, tenendo presenti le difficoltà associate all'attuazione di accordi tra organi di controllo di diversi paesi e diversi settori, il progresso compiuto negli ultimi anni è stato incoraggiante. Gli organi di controllo non possono fornire alcuna assicurazione totale contro difficoltà future e tensioni sul mercato, anche se lo IOSCO ritiene che il lavoro in corso, così come descritto in questo documento, costituisca un programma ragionevole e pragmatico per individuare e affrontare i rischi che possono sorgere nell'attuale, complesso mercato.

In tale contesto, tuttavia, dovrebbe essere rilevato che le iniziative prese nell'ambito della competenza delle autorità di controllo e di vigilanza sono inevitabilmente vincolate dalle disposizioni vigenti nelle legislazioni nazionali. In alcuni casi, tali vincoli possono ostacolare seriamente il raggiungimento degli auspicati obiettivi di vigilanza. Tra gli esempi di tali vincoli, già individuati, si possono citare:

- le disposizioni relative al segreto bancario nelle legislazioni nazionali, che limitano la capacità degli organi di controllo di fornire assistenza ai colleghi di altre giurisdizioni laddove esistano restrizioni sullo scambio di informazioni bancarie, soprattutto con riferimento a quelle sui clienti;
- le disposizioni delle legislazioni nazionali in materia di insolvenza, nei casi in cui non esista alcuna

disposizione nell'ordinamento nazionale circa il riconoscimento dell'efficacia di accordi di compensazione bilaterali.

Nei casi in cui sia individuato questo genere di problemi, gli organi nazionali di controllo lavoreranno con i Ministri per individuare adeguate modalità con le quali affrontare tali problemi. Lo IOSCO sarebbe lieto del sostegno dei Ministri nell'affrontare tali questioni, se e quando esse siano individuate.

IX. Conclusioni

Lo IOSCO è lieto dell'opportunità di fornire ai Ministri delle Finanze del G7 la presente relazione dell'attuale programma di lavoro e dei suoi progetti per rafforzare gli accordi di collaborazione internazionale in materia di controllo. Si tratta di lavoro soggetto a continuo riesame, e che continuerà ad evolversi per mantenersi al passo con gli sviluppi dei mercati finanziari internazionali.

Lo IOSCO confida che i passi descritti nel presente documento e nell'allegata Dichiarazione Congiunta con il Comitato di Basilea rappresentino un programma ragionevole e *cost-effective* per affrontare aree di potenziale rischio sistemico e auspica il sostegno dei Ministri per continuare il suo lavoro.

Interventi

Intervento del Governatore della Banca d'Italia al Comitato interministeriale per la programmazione economica - CIPE

Roma, 27 settembre 1996

1. Nei paesi industrializzati l'espansione dell'attività produttiva prosegue a ritmi moderati, seguendo a grandi linee gli andamenti previsti un anno fa: il Fondo monetario internazionale stima per il 1996 una crescita del 2,3 per cento, contro il 2,4 previsto un anno fa e il 2,1 realizzato nel 1995. L'andamento medio nasconde però sostanziali differenze nei tassi di crescita per aree. Gli Stati Uniti e il Giappone dovrebbero realizzare quest'anno incrementi del prodotto sostanziali (2,4 e 3,5 per cento, rispettivamente) e in aumento rispetto allo scorso anno. L'Europa, invece, ha rallentato; in Germania, l'attuale stima dell' 1,3 per cento si confronta col 2,9 previsto allora e con l'1,9 registrato nel 1995. La debolezza della congiuntura in Europa, comune anche all'Italia, è attribuibile alla ritardata ripresa della domanda interna. Gli organismi internazionali prevedono oggi che tale ripresa abbia luogo nel 1997; tempi e intensità di essa presentano, tuttavia, margini di incertezza.

In contrasto con gli Stati Uniti, virtualmente in condizioni di pieno impiego, e con il Regno Unito, dove il tasso di disoccupazione si va riducendo, l'Europa continentale stenta a realizzare progressi sul fronte dell'occupazione. Particolarmente colpite sono le frange marginali del mercato del lavoro, in primo luogo i giovani. La soluzione di questo grave problema va ricercata in una combinazione di crescita economica non inflazionistica e di misure che accrescano la flessibilità dell'utilizzo del fattore lavoro e della sua remunerazione.

L'inflazione si mantiene, a livello internazionale, sotto controllo. In quasi tutti i principali paesi si è vicini al livello che, tenuto conto anche dell'approssimazione degli indici, possiamo definire di sostanziale "stabilità dei prezzi". I paesi europei contrassegnati, come l'Italia, da tassi di inflazione storicamente più elevati hanno intensificato gli sforzi di convergenza, ottenendo importanti risultati; secondo stime del FMI, fra il 1994 e il 1996 l'inflazione in Spagna si ridurrebbe dal 4,7 al 3,4 per cento; in Portogallo dal 5,2 al 3,3; in Germania dal 2,7 all'1,6 per cento; in Francia, dall'1,7 cresce al 2,1.

2. In Italia, la prima parte dell'anno ha segnato una sensibile flessione dell'attività nell'industria. La produzione media giornaliera in questo settore, già contrattasi nell'ultimo trimestre del 1995, si è ridotta ulteriormente nei primi mesi del 1996: il livello medio nei primi sette mesi è, al netto della stagionalità, di oltre il 2 per cento inferiore alla media del 1995. Grazie all'andamento più favorevole dei servizi, il prodotto lordo complessivo dovrebbe invece essere rimasto, nello stesso arco di tempo, sostanzialmente invariato.

La *Relazione previsionale e programmatica* stima per quest'anno un'espansione media del prodotto lordo dello 0,8 per cento, contro il 3 per cento previsto lo scorso anno. La stima è in linea con le valutazioni della Banca d'Italia; presuppone che un'accelerazione dell'attività economica sia già in corso. Lo stimolo esercitato dalle esportazioni, fattore trainante della crescita negli ultimi anni, si è molto attenuato, anche

per la debolezza dell'economia europea. La previsione di crescita quest'anno sconta un sostanziale contributo della domanda interna. La spesa delle famiglie, frenata nell'ultimo triennio dalla stagnazione dei redditi reali e dall'incertezza sulla loro evoluzione futura, dovrebbe gradualmente recuperare, in ciò favorita anche dall'effetto positivo del calo dell'inflazione sul potere d'acquisto delle retribuzioni.

La Relazione prevede un'ulteriore espansione dell'avanzo corrente con l'estero, che passerebbe, in rapporto al PIL, dal 2,5 al 3 per cento tra il 1995 e il 1996. È il quarto anno consecutivo che la bilancia corrente presenta un cospicuo saldo attivo; il prossimo anno, il debito netto del Paese verso l'estero verrà azzerato. Il riequilibrio della posizione esterna dell'Italia costituisce un elemento di forza per la nostra moneta.

3. Nonostante il calo sostanziale realizzato negli ultimi mesi, l'inflazione non è ancora sotto controllo; i progressi di quest'anno devono proseguire ed essere consolidati. Nel 1995 il tasso medio di inflazione è stato del 5,4 per cento; del 4,6, al netto degli effetti dei provvedimenti di imposizione indiretta varati nell'anno. Nei primi mesi del 1996 la dinamica del costo della vita è stata sostenuta, anche a causa di fattori accidentali; successivamente, è intervenuta una forte decelerazione. Il dato di settembre, pur elevato, non deve invertire questa tendenza.

La dinamica dei prezzi risente, quest'anno, dell'aumento considerevole dei costi del lavoro per unità di prodotto: più del 5 per cento, nella stima della Relazione. In senso contrario dovrebbero agire i margini di profitto, soprattutto nel settore industriale, contenuti dall'apprezzamento del cambio e dalla debolezza della domanda. La crescita del costo della vita potrebbe scendere nella media dell'anno sotto il 4 per cento; a tal fine, è necessario che il tasso di incremento a distanza di dodici mesi si collochi, a dicembre, al di sotto del 3 per cento.

Il raggiungimento di questi valori, riferiti al 1996, ha costituito fin dalla prima metà dello scorso anno il punto di riferimento della politica monetaria.

4. Nel secondo semestre del 1995, mentre i tassi internazionali flettevano, la Banca d'Italia ha mantenuto l'orientamento monetario restrittivo.

Lo imponeva la necessità di accelerare il rallentamento dei prezzi, in presenza di un differenziale inflazionistico con l'estero ancora elevato. La restrizione, tradottasi in un differenziale di interesse con l'estero maggiore sulle scadenze brevi, ha contribuito a rafforzare il cambio. Si è realizzata una notevole riduzione dei tassi di interesse a lungo termine, in assoluto e in relazione agli analoghi rendimenti sulle altre principali valute: il rendimento del BTP decennale si è ridotto di quasi due punti, al 10,8 per cento; il differenziale col Bund tedesco di quasi un punto, al 4,8 per cento.

Nei primi mesi di quest'anno, gli indicatori ricavati dalle indagini campionarie e dai rendimenti del mercato finanziario mostravano una ulteriore flessione delle aspettative inflazionistiche. Il calo dell'inflazione effettiva, pur favorito dall'apprezzamento del cambio, si arrestava tuttavia nella primavera, anche in connessione con i fattori accidentali a cui ho fatto riferimento. La politica monetaria ha consentito una flessione dei rendimenti di mercato a breve termine, lasciando immutato l'indirizzo di fondo, rappresentato dal livello dei tassi ufficiali. La base monetaria e gli aggregati monetari rimanevano, in quella fase, stazionari.

Dal secondo trimestre di quest'anno le aspettative del mercato sono ancora migliorate. I rendimenti sul BTP decennale sono scesi, fra l'inizio dell'anno e il 26 settembre, di due punti percentuali, all'8,8 per cento; rispetto al Bund, la riduzione è stata pressoché equivalente, al 2,7 per cento. Il 23 luglio, i tassi ufficiali sono stati ridotti di tre quarti di punto percentuale. Gli aggregati monetari hanno ripreso a crescere, moderatamente. La distensione monetaria in atto avvalora, anche agli occhi dei mercati, i progressi sul fronte dell'inflazione; la cautela con cui si dispiega è garanzia che essi verranno proseguiti e consolidati.

5. Una importanza centrale, nel favorire una più decisa flessione dei tassi di interesse italiani su tutte le scadenze, riveste in questo momento la finanza pubblica.

Dopo i progressi dello scorso anno, nel 1996 vi sarà, nel processo di riequilibrio del bilancio, un rallentamento. La Relazione indica la possibilità che nel 1996 il fabbisogno del Tesoro sia di 123.000 miliardi, contro i 113.000 programmati. Considerando la

minore crescita dell'economia, il rapporto fra fabbisogno statale e PIL dovrebbe risultare del 6,6 per cento, contro il 6,1 per cento programmato; era del 7,4 nel 1995. Per ridurre il debito complessivo delle pubbliche amministrazioni, definito secondo i criteri dell'Unione europea, andrà utilizzato anche il Fondo di ammortamento che raccoglie i proventi delle dismissioni del Tesoro; il debito potrebbe così ridursi, in rapporto al PIL, dal 124,9 del 1995 al 124,5 per cento alla fine di quest'anno.

Tenendo conto dell'andamento dei primi nove mesi di quest'anno, il conseguimento di un fabbisogno annuo di 123.000 miliardi implicherebbe per l'ultimo trimestre un fabbisogno molto inferiore a quello del periodo corrispondente del 1995. Secondo le valutazioni della Banca d'Italia, tale obiettivo non è facilmente raggiungibile.

6. Nel quadro programmatico oggi presentato a questo Comitato, il 1997 sarebbe per l'economia italiana un anno di ripresa moderata; l'espansione del PIL, del 2 per cento, verrebbe trainata sia dalla domanda interna, in particolare da quella dei consumatori (1,7 per cento, contro 1,0 del 1996), sia dalle esportazioni (6 per cento contro 2,8). Il quadro presuppone la soluzione positiva di entrambi gli elementi di incertezza che ho ricordato, riguardanti la propensione alla spesa delle famiglie e gli sviluppi della domanda sui mercati internazionali ove si indirizzano le nostre esportazioni. In caso contrario, l'espansione del prodotto potrebbe non superare l'1,5 per cento.

Per l'inflazione al consumo viene formulata una previsione, per la media dell'anno, del 2,5 per cento; all'ulteriore calo contribuirebbero la tenuta del cambio e la crescita moderata dei costi del lavoro, frutto del rallentamento delle retribuzioni e di un sensibile aumento della produttività. Migliorerebbe, pur marginalmente, la situazione occupazionale.

7. In maggio, nella Relazione della Banca d'Italia indicammo, per la media del 1997, un obiettivo di inflazione inferiore al 3 per cento. Esso viene confermato, nella sostanza, dal Governo. La politica monetaria è già oggi, e continuerà a essere nei prossimi mesi, volta al raggiungimento di quell'obiettivo.

A questo fine, la Banca ha seguito con attenzione, negli ultimi mesi, l'andamento degli aggregati di moneta e di credito. L'aggregato monetario M2, cresciuto a un ritmo del 2 per cento circa nell'ultimo biennio, ha subito un'accelerazione nella primavera, a seguito sia della flessione dei rendimenti a breve termine sia dell'accresciuta offerta, da parte del sistema bancario, di certificati di deposito oltre il breve termine, compresi nell'aggregato ma esenti da riserva obbligatoria. Scontando anche questi fattori, lo scorso anno, in questa stessa sede, indicai un obiettivo di crescita annua per M2 nel 1996 entro il 5 per cento; nei primi otto mesi, l'espansione è stata del 4,5 per cento in ragione d'anno.

I provvedimenti varati in giugno, riguardanti il trattamento fiscale della raccolta bancaria, hanno mutato la dinamica e l'interpretazione dell'aggregato. I certificati di deposito con scadenza superiore a diciotto mesi hanno subito, dopo la metà dell'anno, una brusca battuta d'arresto; le banche hanno accresciuto soprattutto l'offerta di obbligazioni a breve scadenza, anch'esse esenti da riserva obbligatoria ma soggette ad aliquota fiscale più favorevole. Nel 1997, la crescita dell'aggregato M2, ridefinito escludendo dal calcolo i certificati oltre il breve termine, non dovrebbe superare il 5 per cento.

Il mercato del credito ha mostrato, negli ultimi mesi, segni di distensione. Fino all'inizio di questo anno, peraltro, la domanda di credito delle imprese è risultata contenuta, a causa degli elevati livelli di autofinanziamento. Negli ultimi mesi, la crescita dei costi del lavoro e l'apprezzamento del cambio, che ha tenuto a freno la dinamica dei prezzi delle imprese esportatrici, hanno reso più restrittiva la situazione di liquidità delle imprese; ciò dovrebbe favorire, in prospettiva, una ripresa della domanda di credito. I finanziamenti complessivi all'economia potrebbero crescere, quest'anno, del 3 per cento, accelerando moderatamente nel 1997.

Coerentemente con questi andamenti e con le ipotesi di finanza pubblica formulate nella Relazione, il volume complessivo di attività finanziarie crescerebbe, in entrambi gli anni, a un tasso compreso fra il 5 e il 6 per cento.

L'arte del banchiere centrale

*Intervento del dr. Antonio Fazio, Governatore della Banca d'Italia,
in occasione del conferimento del Premio Euromoney
"Banchiere Centrale dell'Anno"*

Washington, 1^o ottobre 1996

Sono profondamente onorato del riconoscimento di "Banchiere Centrale dell'Anno" assegnatomi da Euromoney: più e oltre che alla mia persona, ritengo sia rivolto all'Istituzione che ho il privilegio di dirigere, alla professionalità e allo spirito di servizio che anima tutti coloro che in essa prestano la loro opera.

Gubernator, in latino, significa timoniere; si può, infatti, immaginare che il banchiere centrale sia al timone della nave della politica monetaria. Questa metafora può fornire un'idea di quanto complesso, talora difficile, possa essere il governo della moneta, in assenza di un *corpus* consolidato e da tutti accettato di conoscenze in materia di teoria monetaria. Proprio per enfatizzare tale punto, ho scelto per questo mio intervento il titolo del classico studio di Hawtrey: *The Art of Central Banking* (1932).

L'utilità della teoria, per quanto imperfetta, è comunque indubbia. Come Hawtrey osserva:

"Rientra nelle caratteristiche proprie dell'arte del banchiere centrale quella di occuparsi di compiti che attengono a un'autorità direttamente incaricata di promuovere il benessere. Il benessere umano, i moventi umani, il comportamento umano offrono una materia così incerta e sfuggente che molte persone sono scettiche circa la possibilità di edificare una costruzione scientifica su fondamenta così instabili. Ma, per quanto complessa la materia, e imperfetti i dati, esiste pur sempre un vantaggio derivante dalla conoscenza sistematica. Ci dovremmo forse accontentare di perseguire risultati con un soddisfacente grado di probabilità, ma possiamo perlomeno verificare che le nostre probabilità utilizzino al meglio i dati." (pp. vi-vii dell'edizione originale).

L'insieme degli strumenti analitici e statistici attualmente disponibile è molto più ampio e articolato rispetto a sessant'anni or sono ma, nonostante i progressi compiuti, possiamo difficilmente affermare di avere piena padronanza delle implicazioni ultime dell'azione monetaria. Una familiarità anche superficiale con la storia del pensiero economico ci fa capire che importanti cambiamenti si susseguono nell'approccio alle teorie monetaria e macroeconomica.

Questa alternanza di paradigmi dominanti è collegata, tra l'altro, all'accettazione o al rifiuto dell'ipotesi di equilibrio che postula la natura autoregolatrice del sistema economico. Tale ipotesi, fondamento del pensiero classico, era riflessa nella struttura del sistema monetario prevalente fino alla Grande Guerra. In un sistema di moneta-merce, le regole condizionavano il comportamento non solo dell'Autorità monetaria, ma anche degli altri *policymakers*. La moneta-merce forniva un'ancora efficace per il livello dei prezzi, frapponendosi all'adozione di politiche che avrebbero minato il potere d'acquisto della moneta. Essenzialmente, il banchiere centrale doveva mantenere la convertibilità: tale compito era agevolato dal fatto che anche le altre politiche erano indirizzate all'obiettivo della stabilità monetaria.

Gli avvenimenti successivi alla prima guerra mondiale hanno interrotto questa tradizione centenaria, rispetto sia alla teoria economica sia alle istituzioni. Le difficoltà incontrate nel ripristinare il sistema aureo hanno avviato, negli anni venti, una catena di eventi i cui effetti, insieme alle tendenze deflazionistiche del meccanismo monetario, preparavano il terreno alla Grande Depressione. La risposta analitica a tali sviluppi è venuta dalla *General Theory* di Keynes (1936). Un precedente lavoro di Keynes,

A Tract on Monetary Reform (1923), criticava duramente il sistema aureo e, ponendo le basi della moderna politica monetaria, affidava alla banca centrale la responsabilità dell'andamento dell'economia.

"In verità, la moneta d'oro è un avanzo barbarico. Tutti noi, dal Governatore della Banca d'Inghilterra in giù, ci preoccupiamo soprattutto perché sia garantita la stabilità degli affari, dei prezzi e del mercato del lavoro." (Traduzione di Piero Sraffa, 1925, pp. 221-22)

Il ruolo attivo affidato alla banca centrale nel perseguimento degli obiettivi ha ribaltato l'opinione comune sugli standard monetari. Questo cambiamento epocale si è realizzato attraverso un processo graduale che è iniziato nel periodo compreso tra le due guerre ed è continuato negli anni cinquanta e sessanta. Il contributo di Keynes è giunto al culmine con la sua partecipazione ai negoziati di Bretton Woods; l'intento era quello di dare maggiore libertà di manovra alle politiche economiche, svincolando così le autorità dalle regole del *gold standard*. Il sistema di Bretton Woods venne realizzato in modo alquanto diverso dalle proposte originali, sfociando in un sistema di cambi fissi basato sul dollaro. Veniva accettato un nuovo paradigma e cioè l'idea di collegare la massimizzazione del benessere sociale all'uso attivo delle politiche economiche.

Tale cambiamento nella teoria della politica economica ha incoraggiato le autorità a perseguire attivamente obiettivi interni, ma ha anche indebolito e infine portato all'abbandono del regime di cambi fissi di Bretton Woods. Il 15 agosto 1971, il legame tra moneta e oro è stato spezzato. Nel mondo di moneta puramente fiduciaria in cui attualmente viviamo, i *policymakers* debbono perseguire obiettivi interni; in tale contesto, il compito di chi governa la moneta si è fatto più oneroso, anche perché la non definizione di regole adeguate, da tutti accettate, priva il sistema di un'ancora che vincoli le altre politiche all'obiettivo della stabilità dei prezzi.

Oggi, la politica monetaria naviga in un mare molto più agitato: gli shock possono far divergere le altre politiche dall'obiettivo della stabilità – evento questo meno comune in un sistema di moneta-merce.

La credibilità era una caratteristica intrinseca di quel sistema. Per una banca centrale, o meglio per un paese nel suo insieme, la credibilità è fondamentale. Ci vuole molto tempo per acquisirla e accrescerla, ma può essere compromessa molto rapidamente. Il perseguimento della credibilità richiede comportamenti delle forze politiche e sociali coerenti con l'obiettivo della stabilità dei prezzi, che sostituiscano l'ancora mancante.

Sane politiche fiscali e dei redditi sono essenziali. Negli anni settanta la politica economica non ha mostrato la necessaria coerenza di fronte a rilevanti shock, producendo un'inflazione elevata e variabile; nei paesi del G-7 il tasso d'inflazione è salito, in media, da poco meno del 4 per cento negli anni sessanta a circa il 10 per cento. Tuttavia, dobbiamo considerare gli anni settanta un periodo eccezionale, dati i numerosi fattori negativi – shock petroliferi, spinte salariali ed espansioni delle spese e dei disavanzi pubblici – che si sono contemporaneamente riversati sulla politica monetaria in molti paesi.

L'Italia è stata soggetta al simultaneo operare di questi fattori: fortemente dipendente dalle importazioni di greggio, venne colpita in maniera particolare dal notevole aumento dei prezzi dei prodotti petroliferi; dal 1969 in poi, la combattività dei sindacati ha portato a incrementi salariali di entità ben più ampia della crescita della produttività; infine, sono state perseguite attivamente politiche fiscali espansionistiche per allargare l'ambito del *welfare state*. L'operare di questi fattori produceva una situazione cui non si poteva far fronte unicamente con gli strumenti della politica monetaria. In particolare, negli anni settanta, l'inflazione balzava in media annua al 13 per cento, con punte del 20 per cento, rispetto a un valore di poco superiore al 3 per cento fra il 1949 e il 1969.

Nel dopoguerra, l'Italia fu in grado di superare brillantemente una sfida ben più impegnativa. Luigi Einaudi e Donato Menichella agirono per riassorbire rapidamente la spinta inflazionistica alla fine del 1947: la decisa restrizione monetaria, in meno di nove mesi, consentì di riportare il tasso d'inflazione da oltre il 100 per cento a valori negativi. Successivamente, fino al 1971, il tasso di cambio della lira non si discostò dalle 625 lire per dollaro. La lezione della

storia sembra chiara. Nel sistema di Bretton Woods esisteva un'ancora cui erano legate le altre politiche economiche; essa garantiva la stabilità del contesto in cui operava la politica monetaria. Dopo il suo crollo, il cambiamento, di portata storica, negli assetti monetari internazionali ha fatto ricadere sulle banche centrali compiti più gravosi.

Alla luce della situazione attuale, occorre stare in guardia ed essere pronti a intraprendere azioni preventive per contrastare, con tempestività ed efficacia, il comportamento divergente delle altre politiche. È difficile prevedere l'esito di questo atteggiamento. Perché tale azione riscuota successo e inneschi un circolo virtuoso, lo scostamento delle altre politiche da un sentiero stabile deve essere limitato. Ovviamente, non è facile per i *policymakers* correggere tendenze altamente divergenti nelle variabili fondamentali della politica economica, poiché tali tendenze celano problemi strutturali di non facile, né rapida, correzione. Ciò nonostante, una strategia rigorosa da parte della banca centrale fornisce un quadro di stabilità monetaria che accresce la stabilità economica. La svolta impressa alla politica monetaria americana dal Governatore Volcker nel 1979, e seguita da altri paesi industriali, ha riportato l'inflazione sotto controllo negli anni ottanta.

In Italia, la politica del cambio seguita dal Governatore Ciampi ha creato le condizioni per una politica fiscale e dei redditi orientata alla stabilità.

Negli ultimi quattro anni, il processo di stabilizzazione ha ripreso consistenza e dobbiamo ora raccogliermene i benefici. La politica monetaria restrittiva è volta a sradicare definitivamente la mentalità inflazionistica che ha prevalso dagli anni settanta.

L'ordinamento italiano, a partire dalla Carta costituzionale, contempla un quadro unitario che regola la moneta e il credito. La stabilità della lira, quella delle strutture finanziarie, la tutela del risparmio costituiscono gli obiettivi fondamentali dell'azione della Banca d'Italia.

Garantire la stabilità del sistema economico è il denominatore comune e, in ultima analisi, la ragion d'essere delle banche centrali: ciascuna di esse ha seguito un percorso diverso che l'ha condotta, nel tempo, ad assumere, da mero istituto di emissione, l'attuale configurazione istituzionale.

La stabilità è nel codice genetico del banchiere centrale, costituisce un valore di cui beneficia tutta la collettività, rappresenta un obiettivo irrinunciabile per un paese civile, per una democrazia giusta.

**Attività conoscitiva preliminare
all'esame dei Documenti di bilancio relativi
alla manovra di finanza pubblica per gli anni 1997-99**

*Audizione del dr. Antonio Fazio, Governatore della Banca d'Italia,
innanzi alle Commissioni riunite V del Senato della Repubblica (Programmazione economica, Bilancio)
e V della Camera dei Deputati (Bilancio, Tesoro e Programmazione)*

Roma, 10 ottobre 1996

1. Il Documento di programmazione e il piano di riequilibrio dei conti pubblici: le modifiche apportate alla manovra di bilancio per il 1997

Nello scorso giugno, con il Documento di programmazione economico-finanziaria per il triennio 1997-99, il Governo si poneva l'obiettivo di contenere, nel 1998, l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche dei conti nazionali entro 57.500 miliardi, pari al 2,8 per cento del prodotto interno lordo; questo valore risultava anche più contenuto di quello (3 per cento) richiesto per il rispetto dei vincoli posti al bilancio pubblico nell'ambito degli Accordi di Maastricht (il rapporto tra il debito pubblico e il prodotto si sarebbe ridotto, pur restando superiore al 60 per cento indicativamente richiesto). Nel 1997, l'indebitamento netto avrebbe dovuto essere ricondotto entro 106.000 miliardi (al lordo dei rimborsi in titoli di crediti d'imposta e di arretrati pensionistici), pari al 5,5 per cento del prodotto.

Nel Documento, l'obiettivo per il fabbisogno del settore statale veniva fissato in 88.000 miliardi per il 1997 e in 61.000 per il 1998, rispettivamente pari al 4,5 e al 3 per cento del prodotto. Il divario rispetto all'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche era dovuto: ai rimborsi di crediti in titoli (non inclusi tra i pagamenti del settore statale, in quanto regolazioni di debiti pregressi, e contabilizzati invece nelle Amministrazioni pubbliche tra le spese in conto capitale); alle operazioni di natura finanziaria (essenzialmente, ricapitalizzazione delle imprese pubbliche e finanziamenti della Cassa depositi e prestiti in favore di enti pubblici esterni alle Ammini-

strazioni pubbliche; operazioni incluse nel fabbisogno del settore statale, ma non considerate nel calcolo dell'indebitamento netto); alle spese in conto capitale degli enti locali finanziate con il ricorso alle istituzioni creditizie (nel conto del settore statale è compresa solo la parte finanziata dallo Stato o dalla Cassa depositi e prestiti).

Per raggiungere l'obiettivo fissato per il 1997, veniva programmata una manovra correttiva di 32.400 miliardi, di cui 11.200 attinenti ad aumenti delle entrate e 21.200 a riduzioni delle spese.

Il rapporto tra debito pubblico e prodotto interno avrebbe subito un progressivo ridimensionamento. I favorevoli risultati conseguiti nel 1995 avevano già consentito di arrestare l'ascesa del peso del debito pubblico; per l'anno in corso veniva programmata una prima significativa riduzione, destinata ad accentuarsi negli anni successivi. Alla fine del 1999, per il settore statale, esso sarebbe stato ricondotto al 114,5 per cento, a fronte del 124,5 raggiunto alla fine del 1995.

Il Governo si era tuttavia esplicitamente riservata la possibilità di accelerare il risanamento dei conti pubblici, rafforzando la manovra correttiva programmata per il 1997, così da rispettare i requisiti economici stabiliti quali condizioni necessarie per la partecipazione dell'Italia all'unione monetaria sin dalla fase iniziale.

Con la legge finanziaria per il 1997, con i relativi provvedimenti di accompagnamento e con la Nota di aggiornamento al cennato Documento, il Governo ha in effetti impostato una manovra di bilancio notevolmente più ampia di quella originariamente program-

mata: 62.500 miliardi, in luogo dei 32.400 previsti in precedenza.

La manovra correttiva dovrebbe essere attuata in due fasi.

Con la legge finanziaria e con i relativi provvedimenti di accompagnamento sono stati definiti interventi di riduzione delle spese per 25.000 miliardi e aumenti di entrate per poco più di 8.000 miliardi (di cui 1.000 da realizzare attraverso provvedimenti-delega). A completamento di tale azione, entro il 31 dicembre dell'anno in corso dovrebbero essere varati provvedimenti tributari per ulteriori 4.300 miliardi. Nel complesso, l'azione definita nella prima fase dovrebbe dar luogo a risparmi di spesa e ad aumenti di entrata pari a 37.500 miliardi.

In base alla Nota di aggiornamento, sul finire dell'anno, verrebbe attuata la seconda fase della manovra. Un prelievo straordinario, di natura temporanea, dovrebbe produrre un gettito aggiuntivo di 12.500 miliardi. A esso dovrebbero accompagnarsi ulteriori misure di tesoreria, in grado di ridimensionare il fabbisogno statale per un importo di 12.500 miliardi.

L'obiettivo che il Governo si propone è triplice: compensare i riflessi sul prossimo anno dello sconfinamento che si va delineando per il fabbisogno del 1996; assicurare una riduzione del peso del disavanzo sul prodotto interno ben più rapida di quella programmata; finanziare il programma di rilancio dell'occupazione di recente definito con le parti sociali: gli stanziamenti per tale finalità, inseriti tra i fondi globali, ammontano a circa 4.000 miliardi in termini di competenza.

Con riferimento al primo aspetto (e cioè alla necessità di compensare lo sconfinamento del fabbisogno tendenziale), va rilevato che il fabbisogno del Tesoro nel 1996 presenta un andamento assai sostenuto; tenuto conto della stima per il mese di ottobre, nei primi dieci mesi dell'anno, esso dovrebbe ragguagliarsi a circa 114.000 miliardi, importo superiore di 3.000 miliardi a quello dello stesso periodo dell'anno precedente, se si tiene conto degli slittamenti di pagamenti in favore dell'Inps che verranno recuperati entro l'anno.

Nell'ottobre dell'anno scorso, chiamato a riferire davanti a queste Commissioni sulle condizioni dei conti pubblici e sulla legge finanziaria per il 1996, avevo ravvisato per il fabbisogno statale il concreto rischio di un debordo valutato, in base a stime prudenziali, in 11-12.000 miliardi rispetto al limite di 109.000 miliardi indicato dal Governo; ciò principalmente in relazione a effetti dei provvedimenti correttivi inferiori a quelli ipotizzati nelle valutazioni ufficiali.

Nel giugno scorso, il Governo per compensare almeno in parte lo sconfinamento che si andava delineando varava un insieme di provvedimenti aggiuntivi, i cui effetti per l'anno in corso erano valutati in 16.000 miliardi e nel contempo innalzava a 113.000 miliardi l'obiettivo per il fabbisogno del Tesoro.

Nel settembre di quest'anno, il Governo ha rivisto questa valutazione, elevandola a 123.000 miliardi; i riflessi di natura strutturale che si ripercuoteranno sul prossimo anno sono stati stimati in 5.000 miliardi (per recuperare questo divario, la portata degli interventi della prima fase della manovra è stata innalzata dai 32.400 miliardi originariamente previsti agli attuali 37.500).

Sulla base degli andamenti in atto, è assai probabile che il debordo rispetto alla valutazione di 113.000 miliardi indicata nel Documento di programmazione risulti ancor più ampio; esso potrebbe essere dell'ordine di un punto percentuale del prodotto.

Se si escludono gli effetti dei provvedimenti aggiuntivi varati nello scorso mese di giugno, lo sconfinamento, rispetto all'obiettivo originario di 109.000 miliardi, è di almeno 30.000 miliardi; esso dovrebbe trovare compenso per circa un terzo in tali provvedimenti.

Il divario (circa 20.000 miliardi) rispetto alle indicazioni che ho fornito nell'ottobre del 1995 è attribuibile a più fattori, tra i quali un'espansione dell'attività produttiva assai inferiore al previsto.

Nell'anno in corso, la previsione della crescita dell'attività produttiva è stata ridimensionata allo 0,8 per cento, dall'1,2 indicato nel Documento di programmazione; l'aumento dei prezzi al consumo è stato mantenuto invariato al 3,9 per cento in media d'anno (in base alle stime originarie effettuate nel

settembre del 1995, la crescita del prodotto avrebbe dovuto raggiuagliarsi al 3 per cento in termini reali, quella dei prezzi al consumo al 3,5).

Secondo le indicazioni fornite dal Governo, le prospettive di ripresa che si stanno delineando per l'economia internazionale rendono possibile accelerare il riequilibrio dei conti pubblici. Lo consentirebbe, sempre secondo le stime ufficiali, una crescita del prodotto del 2 per cento in termini reali nel 1997, come indicato nel Documento di programmazione.

Il tasso d'inflazione programmato per il 1997 viene mantenuto inalterato al 2,5 per cento.

In base alla Nota di aggiornamento al Documento di programmazione, nonostante l'espansione del disavanzo tendenziale, il rafforzamento della manovra correttiva dovrebbe consentire di ridimensionare l'incidenza del fabbisogno del Tesoro sul prodotto interno dal 6,6 per cento (sulla base della previsione di 123.000 miliardi già indicata) previsto dal Governo per l'anno in corso al 3,1 per cento nel 1997.

Nel 1998, l'obiettivo per tale rapporto è fissato nel 3,0 per cento; sempre secondo la predetta Nota di aggiornamento, per conseguire questo risultato, data la natura *una tantum* di parte dei provvedimenti proposti e l'attenuazione degli effetti di un'altra parte di essi, sarà necessario attuare un'ulteriore manovra correttiva di 27.000 miliardi (pari a 22.000 miliardi nel Documento di programmazione).

2. La manovra correttiva

2.1 Gli obiettivi

Il riequilibrio strutturale dei conti pubblici e il completamento del processo di disinflazione sono condizioni imprescindibili per acquisire la piena fiducia degli operatori interni e internazionali e per favorire la discesa dei tassi d'interesse verso i livelli prevalenti sui mercati esteri. Ne risulteranno incentivati gli investimenti, consolidate e rafforzate le prospettive di crescita di medio termine dell'attività produttiva e dell'occupazione.

La manovra di bilancio per il 1997 è volta ad accelerare il processo di riequilibrio dei conti pubblici definito con il Documento di programmazione: la

sua entità complessiva, come accennato, è stata portata dai 32.400 miliardi ivi indicati agli attuali 62.500.

Gli interventi di correzione della spesa, ufficialmente valutati in 25.000 miliardi, consentono di contenere la crescita delle erogazioni del settore statale anche al di sotto del limite dell'1 per cento fissato con il Documento di programmazione economico-finanziaria. È questo un punto qualificante dell'azione correttiva che avevo già posto in luce in luglio, nel corso dell'Audizione presso queste stesse Commissioni sul Documento di programmazione per il triennio 1997-99.

L'annuncio del rafforzamento della manovra di bilancio ha avuto riflessi nettamente positivi sul mercato dei cambi e su quello dei titoli di Stato, con una riduzione di circa un punto del rendimento dei titoli a medio e a lungo termine.

Sarà necessario, ai fini dell'acquisizione della piena fiducia da parte degli operatori, che le manovre correttive possano iscriversi in uno scenario di definitivo riequilibrio dei conti pubblici e consentano di coniugare il ridimensionamento dei disavanzi con una prospettiva di crescita dell'economia.

2.2 Analisi degli interventi

Dal punto di vista della composizione della manovra, si rileva che, per quanto concerne il settore statale, a cui si riferiscono le valutazioni ufficiali contenute nella relazione tecnica, i tagli di spesa ammontano a 25.000 miliardi, gli aumenti di entrata a 12.500; ulteriori introiti per 12.500 miliardi dovrebbero essere assicurati dal prelievo di natura straordinaria finalizzato all'ingresso nell'unione monetaria; un contenimento del fabbisogno finanziario dell'ordine di 12.500 miliardi dovrebbe essere ottenuto attraverso misure di tesoreria.

Il rafforzamento della manovra è stato realizzato quasi esclusivamente accrescendo la dimensione degli interventi sulle entrate, che nelle valutazioni ufficiali hanno raggiunto la stessa entità dei tagli di spesa e cioè 25.000 miliardi, e con misure di tesoreria pari a 12.500 miliardi.

* * *

Le riduzioni di spesa riguardano per 6.000 miliardi il settore previdenziale, per 5.000 la finanza locale, per 2.000 il pubblico impiego, per oltre 2.300 i servizi di pubblica utilità, per 1.200 la sanità, per 4.000 la spesa diretta dei Ministeri, per 3.000 i trasferimenti a FS e Anas, per 2.000 circa interventi minori.

Più in dettaglio, nel seguito si riporta una breve descrizione dei vari provvedimenti e alcune note di commento.

La contrazione delle assegnazioni in favore degli **enti previdenziali** trova giustificazione: per circa 2.400 miliardi, nell'armonizzazione dei contributi delle varie gestioni che comporta l'innalzamento delle aliquote a carico di taluni enti pubblici; per 2.500 miliardi, in recuperi di prestazioni indebitamente percepite negli anni precedenti; per 800 miliardi, nel differimento di un anno dell'indennità di buonuscita rispetto allo scaglionamento già previsto; per oltre 200 miliardi, nel recupero di contributi previdenziali; per la parte rimanente (circa 200 miliardi), in interventi in materia di invalidità civile.

L'innalzamento delle aliquote previdenziali per alcuni comparti del pubblico impiego rende ancor più restrittiva la prevista azione di ridimensionamento delle assegnazioni in favore degli enti decentrati. Gli interventi in materia di indennità di fine rapporto costituiscono un rinvio dei pagamenti agli anni successivi.

Le misure attinenti al comparto della **finanza locale** sono dirette ad accrescere la responsabilizzazione degli amministratori e a finanziare una parte più cospicua della spesa degli enti con risorse proprie.

La riduzione dei trasferimenti è controbilanciata dall'attribuzione di una maggiore capacità impositiva. In particolare: le rendite catastali degli immobili vengono innalzate del 10 per cento al fine dell'applicazione dell'imposta comunale; alle Regioni viene attribuita la possibilità di elevare le aliquote dell'imposta di consumo sulla benzina e dell'addizionale sul gas metano di loro pertinenza. Nell'ipotesi di totale utilizzo dei maggiori margini concessi a questi enti, il gettito aggiuntivo è valutabile in 2.000 miliardi circa.

Un contributo di rilievo al contenimento delle erogazioni nette in favore degli enti locali proverrà dall'estensione delle norme della tesoreria unica ai Comuni con popolazione inferiore a 5.000 abitanti (i cui effetti sono valutabili in circa 3.000 miliardi).

Dalla riduzione delle assegnazioni nette in favore degli enti locali (tenendo conto cioè anche dell'inasprimento dei contributi sociali a loro carico) è presumibile deriverà, oltre che il pieno utilizzo della capacità impositiva attribuita a questi enti, una razionalizzazione e un contenimento della spesa. Tuttavia, date anche le restrizioni già apportate negli anni precedenti, tale azione potrebbe non produrre effetti di cassa dell'entità indicata, come già accaduto nell'anno in corso.

Nell'immediato, nei limiti in cui gli enti dispongono di fondi in tesoreria, la riduzione dei trasferimenti di bilancio sarà compensata da un aumento dei prelievi da tale gestione; in mancanza di fondi, gli enti potrebbero ricorrere all'indebitamento con i fornitori e, per le spese in conto capitale, anche con le istituzioni creditizie.

In prospettiva, la possibilità di contenere le spese e, nel contempo, di migliorare l'efficacia e l'efficienza delle amministrazioni locali è subordinata a un ampliamento del grado di decentramento e, in ultima analisi, al rafforzamento delle responsabilità degli amministratori.

Per il **pubblico impiego**, i risparmi sarebbero il frutto: per oltre 600 miliardi, della trasformazione dei rapporti di lavoro a tempo pieno in rapporti a tempo parziale (rendendo più incisivi i controlli sul doppio lavoro e sulle incompatibilità tra l'attività lavorativa svolta all'interno della pubblica Amministrazione e quella svolta nel comparto privato); per 500 miliardi, della razionalizzazione della rete scolastica e in particolare della modifica dei parametri per la formazione delle classi e la rideterminazione degli organici e di un maggior controllo nell'utilizzo delle supplenze; per quasi 800 miliardi, del riordino del reclutamento, della riduzione apportata al numero degli ufficiali e a quello dei coscritti e alla durata del periodo di leva e di altri interventi relativi al personale della Difesa; per 200 miliardi, del blocco delle assunzioni nella pubblica Amministrazione e di provvedimenti minori.

Qualora una parte rilevante dei dipendenti pubblici scelga di cessare la seconda attività svolta, il ricorso al part-time potrebbe fornire risultati inferiori a quelli preventivati. I risparmi in materia di spesa scolastica implicano un'impegnativa opera di redistribuzione degli insegnanti sul territorio e tra i vari livelli di scuola.

Nel **settore sanitario**, gli interventi sono diretti a riorganizzare le strutture ospedaliere (con risparmi per 600 miliardi) e al contenimento delle spese per acquisti di beni e servizi; ulteriori minori esborsi, pari a 600 miliardi, derivano: per i farmaci, dalla responsabilizzazione dei medici di base e dall'aumento della percentuale di sconto applicata in favore del Servizio sanitario; per gli altri acquisti di beni e servizi, sempre in materia sanitaria, dall'istituzione di un osservatorio prezzi.

Gli interventi sono pienamente condivisibili per le finalità perseguite; i loro effetti saranno tanto più prossimi ai valori previsti quanto più stringente sarà l'attività di controllo sui comportamenti degli operatori da parte degli organi competenti.

La riduzione della **spesa dei Ministeri** (circa 4.000 miliardi) è il frutto di un taglio degli stanziamenti di competenza dell'ordine di 10.000 miliardi. È stata effettuata un'attenta revisione della spesa dei vari dicasteri. Essa ha richiesto una disamina approfondita della rispondenza della loro attività ai mutamenti intervenuti nel contesto economico e sociale. Appare sempre più indispensabile un'attenta ridefinizione dei compiti loro demandati, diretta a semplificare le procedure e a ridimensionare la loro attività.

* * *

Gli **aumenti di entrata** interessano interventi antielusione per 1.800 miliardi, revisioni alla deducibilità di alcuni tipi di spese per 2.500, limiti alla deducibilità delle spese mediche ai fini dell'Irpef per poco meno di 700 miliardi, il lotto per 800 miliardi; ulteriori introiti per 4.300 miliardi dovrebbero essere assicurati con provvedimenti che saranno varati entro la fine dell'anno. È necessaria un'attenta verifica nella fase di attuazione delle norme, diretta a evitarne l'aggiramento, in modo da assicurare i risultati indicati.

Per quanto riguarda i provvedimenti fiscali che dovranno essere assunti entro la fine dell'anno per completare la prima fase della manovra di bilancio, occorre evitare il ricorso a inasprimenti consistenti delle imposte indirette, i cui effetti potrebbero compromettere, almeno temporaneamente, la discesa programmata per l'inflazione.

3. Considerazioni conclusive

Nei paesi industriali, l'attività economica sta registrando un andamento meno favorevole del previsto. Negli Stati Uniti, la produzione continua a crescere a ritmi sostenuti. In Giappone, la fase di espansione sembra essersi avviata, ma presenta incertezze. Nei paesi europei, i segni di ripresa sono modesti e non uniformi. Continua rapida l'espansione dell'economia dei paesi emergenti dell'Asia e dell'America latina.

Le nostre esportazioni e, più in generale, l'attività produttiva del nostro paese risentono degli andamenti ora descritti. Nel complesso, la crescita del prodotto interno lordo per il 1996 viene valutata inferiore all'1 per cento.

L'occupazione, pur risentendo dei benefici effetti della crescita degli anni precedenti, non sembra destinata a mostrare miglioramenti nel prossimo futuro. Le differenze esistenti sul piano territoriale si sono accentuate: mentre nel Centro-Nord il numero degli occupati, rispetto allo scorso anno, è aumentato, nel Mezzogiorno esso ha subito un'ulteriore riduzione.

L'inflazione media annua nel 1996 sarà contenuta entro il 4 per cento.

In base agli andamenti in atto, è probabile che il fabbisogno del settore statale nell'anno in corso si avvicini al 7 per cento del prodotto interno (contro il 6 per cento circa a suo tempo programmato).

* * *

Il rafforzamento della manovra di bilancio per il 1997, rispetto agli obiettivi originariamente indicati nel Documento di programmazione economico-finanziaria, mira ad accelerare il riequilibrio dei conti pubblici, tendendo a ricondurre il disavanzo verso il

livello richiesto dagli accordi in sede europea; per una parte compenserà i riflessi dello sconfinamento che si va delineando per il fabbisogno del 1996.

La manovra di bilancio è di entità rilevante, pari a oltre il 3 per cento del prodotto interno lordo. Considerando l'aggregato delle Amministrazioni pubbliche, essa si compone per 30.000 miliardi di maggiori entrate e per 20.000 di minori spese; sono inoltre previste misure di tesoreria per 12.500 miliardi.

I tagli apportati alla spesa, più sopra analiticamente commentati, costituiscono un passo importante per l'eliminazione degli sprechi e delle rendite che si nascondono tra le pieghe dei bilanci pubblici; in quanto diretti a rimuovere rendite e inefficienze, essi non dovrebbero produrre effetti depressivi sulla domanda; dovrebbe derivarne piuttosto un miglioramento della qualità della spesa pubblica.

Le valutazioni della spesa per interessi sottostanti alle stime del fabbisogno, come ho già posto in rilievo in occasione dell'esame del Documento di programmazione, sono prudenti; esse sono basate su una discesa graduale dei tassi; nell'ipotesi che la manovra correttiva trovi piena e pronta attuazione, la loro diminuzione potrebbe essere più rapida, consentendo esborsi inferiori a quelli stimati.

Le misure sulle entrate sinora definite ammontano a circa 12.000 miliardi. Restano del tutto da definire provvedimenti di entrata per quasi 18.000 miliardi; essi dovrebbero derivare dal cosiddetto prelievo straordinario per l'Europa e dal completamento dell'azione prevista nella prima fase della manovra di bilancio.

Nel complesso, si può valutare che la manovra correttiva determinerà una riduzione del reddito disponibile del settore privato del 3 per cento, rispetto

a un'espansione tendenziale dell'ordine del 5 per cento.

In luglio, avevo ravvisato, per i prossimi due anni, il rischio di una crescita dell'economia inferiore al previsto. A ciò contribuirà la stessa manovra di bilancio, di dimensioni più ampie rispetto alle indicazioni originarie.

L'ampiezza e la complessità della manovra e le incertezze della congiuntura richiederanno una verifica tempestiva e costante dei risultati nel corso dell'anno.

* * *

Nel contesto creato da una politica monetaria fortemente orientata alla disinflazione e alla stabilità dei mercati, l'annunciata impostazione della politica di bilancio ha immediatamente prodotto effetti benefici; si è rafforzata la fiducia degli operatori nella capacità dello Stato italiano di far fronte ai propri impegni. I benefici si consolideranno nella misura in cui sarà possibile dare carattere più strutturale agli interventi di risanamento del bilancio pubblico e di riduzione della spesa.

La fase di rientro dall'inflazione, che ha preso l'avvio dalla metà del 1995, è proseguita nel 1996, favorita dall'apprezzamento del cambio e dal rallentamento della domanda.

È necessario che la crescita del costo del lavoro si mantenga entro limiti coerenti con l'obiettivo di ulteriore calo dell'inflazione, al di sotto del 3 per cento, per il prossimo anno.

Le prospettive di riequilibrio dei conti pubblici, la stabilità del cambio, il contenimento dei costi favoriranno l'ulteriore discesa dell'inflazione. La politica monetaria non potrà che sancire i comportamenti virtuosi, effettivi e previsti.

L'economia e le banche del Mezzogiorno

*Intervento del dr. Vincenzo Desario, Direttore Generale della Banca d'Italia,
al Convegno promosso dal Comitato locale Sud-Est s.p.a. – Fiera del Levante
con il patrocinio della Regione Puglia e del Comune di Bari*

Bari, 16 settembre 1996

Premessa

Ho accolto con vivo interesse l'invito a partecipare a questo incontro, aderendo con piena convinzione alla finalità ultima che l'iniziativa si prefigge: esame dell'economia meridionale, problemi e prospettive.

È in corso un generale processo di ripensamento delle modalità e degli strumenti con cui affrontare le problematiche di fondo della secolare questione meridionale, in un contesto economico, sociale e istituzionale profondamente mutato. È tema di sicura rilevanza per la sua attualità e per l'importanza che riveste al fine di promuovere una crescita economica, duratura e sostenibile, dell'intero Paese.

Per la Banca d'Italia l'attenzione alle tematiche dello sviluppo del Sud – sul piano industriale, bancario-finanziario e sociale – e alla necessità di perseguire il suo avvicinamento alle aree più sviluppate del Paese è da sempre una costante del suo operare.

Il migliore auspicio che, come figlio del Mezzogiorno, sento di esprimere all'inizio dei lavori è che i contributi dei relatori e della successiva Tavola rotonda non si esauriscano nella manifestazione odierna; non restino inascoltati; che tutte le componenti della società, nell'ambito delle proprie competenze e responsabilità, avvertano il pungolo dell'azione, ne condividano l'urgenza.

Il vero successo dell'iniziativa consiste nella sua capacità di coinvolgere le diverse forze produttive per realizzare le aspettative delle comunità, meridionale, nazionale, europea, nella prospettiva della loro piena integrazione economica e sociale.

1. Il quadro congiunturale dell'economia italiana

L'economia italiana, dopo aver sperimentato nell'ultimo biennio elevati tassi di crescita, attraversa una fase di incerta evoluzione.

Le previsioni sulla dinamica del prodotto interno lordo del 1996, recentemente riviste al ribasso sia dagli organismi internazionali che dai centri di ricerca italiani, permangono positive. La crescita si collocherebbe sotto l'1 per cento, contro il 3 del 1995.

Al rallentamento contribuisce l'andamento delle esportazioni, che dalla seconda metà del 1995 hanno cominciato a flettere nelle quantità principalmente per la sfavorevole evoluzione congiunturale dei paesi dell'Europa continentale, nostri principali partner commerciali. Vi sono sintomi di risveglio dell'attività economica in Germania; le altre due grandi potenze commerciali, Giappone e soprattutto Stati Uniti, sembrano aver recuperato ritmi di crescita sostenuti.

Continua a ristagnare la spesa per consumi delle famiglie, sebbene i prezzi dei beni e dei servizi presentino negli ultimi mesi una dinamica inferiore a quella dei salari. Il comportamento dei consumatori risente delle incerte prospettive, del livello della disoccupazione, della diminuzione del salario reale intervenuta nell'ultimo triennio, della riduzione delle prestazioni sociali connessa con il risanamento dei conti pubblici. In prospettiva, la ripresa dei consumi è affidata anche al consolidarsi di aspettative di stabilità monetaria.

L'attività d'investimento in impianti, macchine e attrezzature risente della debolezza della domanda globale, oltre che dell'esaurirsi degli effetti della legge Tremonti, che aveva indotto le imprese ad anticipare in parte le spese d'investimento.

La produzione industriale è ripiegata sui livelli, sia pure molto elevati, della fine del 1994; una certa vivacità mostrano i settori dei servizi privati, favoriti dalla contrazione di quelli erogati dal settore pubblico. Indicazioni contrastanti emergono dalle inchieste condotte presso le imprese: se l'intonazione rimane in genere pessimista, non mancano indagini secondo le quali prevarrebbero attese di un recupero di attività già nella parte finale dell'anno in corso.

2. Il Mezzogiorno negli ultimi anni

L'andamento della congiuntura nel Mezzogiorno nei primi due trimestri di quest'anno non dà segnali incoraggianti, sebbene le informazioni siano ancora insufficienti. I dati relativi agli ultimi anni sono più dettagliati, anche grazie alle recenti elaborazioni dell'Associazione per lo sviluppo dell'industria del Mezzogiorno (Svimez).

L'economia meridionale, dopo aver condiviso con il Centro-Nord le fasi più acute della crisi dei primi anni novanta, non ha partecipato alla successiva ripresa.

Nel 1995 il prodotto pro-capite era pressoché identico, in termini reali, a quello del 1991, mentre risulta cresciuto di oltre il 5 per cento nel resto dell'Italia. La dinamica demografica nelle due aree si è molto ravvicinata, per il consistente flusso migratorio dall'estero e dall'interno verso il Centro-Nord, superiore a 500.000 unità.

Fra il 1991 e il 1995 gli investimenti fissi al Sud sono scesi del 24 per cento nelle costruzioni e del 14 per cento nel settore delle macchine, attrezzature e mezzi di trasporto, contro una flessione rispettivamente dell'8 e dell'1 per cento al Centro-Nord.

La crisi ha colpito una base produttiva tradizionalmente orientata verso il settore delle costruzioni e verso l'offerta di servizi commerciali; ha imposto costi severi in termini di occupazione.

Nel quadriennio le unità di lavoro sono diminuite di 586.000, pari all'8,3 per cento, nel Sud; di 764.000, pari al 4,6 per cento, nel Centro-Nord.

Il tasso di disoccupazione, pari ad aprile scorso al 22,2 per cento nel Mezzogiorno, a fronte del 7,7

per cento nel resto del Paese, costituisce il più rilevante squilibrio economico, determina una realtà socialmente ed economicamente inaccettabile.

Il settore dell'edilizia, caratterizzato da una struttura altamente frammentata, ha subito un repentino ridimensionamento, superiore al 20 per cento, determinato dalla debolezza della domanda privata, dalle note vicende giudiziarie, dalla susseguente paralisi delle decisioni di appalto. In quattro anni gli investimenti in opere pubbliche nel Sud si sono dimezzati in termini reali.

Positive indicazioni emergono dai dati relativi all'evoluzione dei flussi commerciali con l'estero: risulta che le imprese meridionali hanno saputo contribuire, sia pure con ritardo, alla generale affermazione dei prodotti italiani all'estero.

Nel settore manifatturiero, le imprese con più di 50 addetti hanno esportato circa un terzo del fatturato, quota solo di poco inferiore a quella delle imprese settentrionali, mentre nell'ultimo decennio il divario si era mediamente aggirato intorno a dieci punti percentuali.

Nell'interscambio di prodotti industriali con l'estero, l'avanzo del Mezzogiorno, cresciuto lo scorso anno più del 50 per cento, ha superato i 7.500 miliardi.

L'effetto di traino delle esportazioni sull'economia locale è stato tuttavia contenuto, per la limitatezza del settore della trasformazione industriale meridionale. Considerazioni analoghe sono riferibili al turismo, settore suscettibile di ulteriori, favorevoli sviluppi, in virtù dell'ampio patrimonio di risorse naturali e beni culturali di cui dispone il Sud.

Al successo commerciale delle imprese orientate all'esportazione hanno fatto riscontro le difficoltà di quelle rivolte prevalentemente al mercato interno, tra le quali si sono ulteriormente diffuse situazioni di difficoltà o di aperta crisi.

3. Le imprese

La redditività operativa delle imprese localizzate nel Mezzogiorno è apparsa, fino al 1994, lievemente superiore a quelle del Centro-Nord, per effetto so-

prattutto degli sgravi contributivi che riducevano l'incidenza del costo del lavoro; analisi più dettagliate mostrano tuttavia che, a parità di settore, dimensione, propensione a esportare e natura della proprietà, le imprese del Sud risultano significativamente meno profittevoli.

Nel periodo compreso tra il 1991 e il 1994, ultimo anno per il quale sono disponibili i dati della Centrale dei bilanci, le imprese meridionali hanno registrato un aumento dei margini operativi, in rapporto al valore aggiunto, di poco superiore a un punto percentuale, contro gli oltre cinque punti di quelle centro-settentrionali.

Il processo di riequilibrio della struttura patrimoniale, avviato dalle imprese del Centro-Nord attraverso una riduzione dell'elevato indebitamento raggiunto nel biennio 1991-92, non si è esteso a quelle del Mezzogiorno. Il rapporto tra debiti finanziari e valore aggiunto è cresciuto, per le imprese meridionali, dal 129 per cento del 1992 al 136 del 1994; per quelle del Centro-Nord è diminuito dal 95 per cento del 1992 al 92 del 1994.

Dalle statistiche creditizie emerge che nel 1995 la contrazione dell'indebitamento bancario ha interessato solo un numero limitato di imprese nel Mezzogiorno, con un rapido peggioramento per quelle più indebitate; nel Centro-Nord ha mantenuto un diffuso andamento discendente. La crescita della quota utilizzata del credito ricevuto, indicatore di tensione riferito al rapporto di fido, è proseguita, tra il 1993 e il 1995, per le imprese del Mezzogiorno; si è arrestata per quelle del Centro-Nord.

4. L'intervento pubblico

Il quadro congiunturale del Mezzogiorno ha risentito del ridimensionamento dell'intervento pubblico. Alla contrazione della spesa per opere pubbliche si è accompagnata la riduzione dei consumi collettivi e quella degli occupati nel settore pubblico, che nell'area sono diminuiti in tre anni di quasi 20.000 unità. Effetti negativi sono derivati dalla fine dell'intervento straordinario, seguita dall'attribuzione delle competenze in materia di politica dello svi-

luppo regionale a una pluralità di Amministrazioni dello Stato.

Hanno tardato a realizzarsi le riorganizzazioni necessarie ad attrezzare le Amministrazioni centrali ai nuovi compiti; si sono scontate gravi incomprensioni con la Commissione europea; hanno incontrato difficoltà di applicazione le nuove norme che dispongono sostegni agli investimenti produttivi. Le stesse erogazioni, dovute in base alle precedenti norme di agevolazione, sono state effettuate con ritardo e in misura incompleta solo alla fine del 1995.

Dal 1994 hanno iniziato a produrre effetti le decisioni, concordate in sede europea, di graduale smantellamento degli sgravi contributivi e delle differenze di fiscalizzazione a favore del Sud, scesi già di circa 2.000 miliardi e destinati a scomparire entro la fine del 1997.

Non sono mancate, soprattutto a partire dalla metà dello scorso anno, iniziative importanti assunte dall'Amministrazione statale per accelerare la transizione al nuovo regime.

Particolare valore riveste l'intervento svolto per organizzare il pieno utilizzo delle risorse che l'Unione europea pone a disposizione dei governi, locali e nazionali, per iniziative di sviluppo. L'azione governativa mira a rimuovere lentezze e impedimenti burocratici con innovazioni normative e organizzative atte a creare un clima di emulazione fra gli enti di spesa per la rapida elaborazione di interventi di qualità.

In vista della Conferenza sull'occupazione prevista per la fine di questo mese, il Governo ha elaborato proposte meritevoli della massima attenzione: realizzazione di infrastrutture economiche e sociali; aiuti fiscali in particolari aree di insediamento produttivo; valorizzazione delle esperienze della Società per l'imprenditoria giovanile e del Comitato per le aree di crisi; incentivazione degli accordi di flessibilità nell'impiego del lavoro.

È un insieme di proposte che deve necessariamente essere inquadrato in una visione unitaria dei compiti della politica di sviluppo regionale, per restituire a essa la sua ispirazione originaria: rimuovere le cause strutturali della minore competitività del tessuto produttivo meridionale.

La scelta di concentrare l'azione nel sostegno finanziario diretto all'industrializzazione del Mezzogiorno, compiuta a partire dagli anni sessanta, per certo rispondeva alle esigenze avvertite in quel momento. Oggi la politica regionale deve tornare a incidere sulla quantità e sulla qualità dei fattori della crescita: capitale sociale, capitale umano e istituzioni.

Le infrastrutture produttive e civili al Sud presentano ancora carenze manifeste, come nel settore dell'approvvigionamento idrico e nel sistema delle comunicazioni.

Il miglioramento del capitale umano richiede di elevare la qualità dell'istruzione di base e professionale, condotta nelle scuole e nelle aziende, attivando gli articolati strumenti d'intervento esistenti, come i contratti di formazione-lavoro e formazione continua. In questo ambito, lo sviluppo dell'imprenditorialità, di cui in nessuna regione italiana si avverte penuria, già oggi costituisce l'oggetto dell'intervento di alcuni enti di natura pubblica o semipubblica.

L'ingresso di imprenditori provenienti da altre aree del Paese può favorire il diffondersi di conoscenze e capacità utili alla formazione dei lavoratori e degli imprenditori locali, agevolare le interrelazioni commerciali con realtà produttive più dinamiche.

Elevare l'efficienza delle istituzioni che operano nel Sud – Amministrazioni locali, Regioni innanzitutto – è forse l'impresa di maggior impegno.

I successi conseguiti negli ultimi anni in tema di ordine pubblico e di lotta a ogni forma di criminalità sono certamente soddisfacenti. Nondimeno, resto convinto che l'azione, continua e sempre più incisiva, volta a soddisfare le esigenze di sicurezza personale e di certezza del diritto rappresenta un investimento ad alta redditività.

L'abrogazione delle agevolazioni contributive e le modifiche all'entità e alle modalità di concessione degli aiuti agli investimenti comportano un peggioramento della competitività media delle imprese meridionali.

L'aggiustamento di breve periodo non può che essere affrontato dai protagonisti delle comunità locali, imprenditori, lavoratori, enti locali e sistema finanziario. Possono essere d'aiuto interventi specifi-

ci, nell'ambito dei patti territoriali e dei contratti di area.

Il punto fondamentale è che le comunità locali devono poter disporre di un quadro di riferimento stabile e chiaro della politica di sviluppo regionale, che discenda da un disegno complessivo di lungo periodo, eviti le false scorciatoie di aiuti che rimediano nell'immediato alla scarsa competitività aziendale, senza porre le imprese in condizioni di farne successivamente a meno.

5. Le banche

5.1 Il mercato creditizio nel Mezzogiorno

Le considerazioni svolte sulla politica di sviluppo regionale e sull'evoluzione congiunturale del Sud evidenziano aspetti che hanno immediati riflessi sull'attività delle banche.

L'avversa congiuntura, che a partire dai primi anni novanta ha interessato maggiormente le imprese del Mezzogiorno, ha determinato il progressivo peggioramento della qualità dei crediti per tutte le banche operanti nell'area. Il tasso di crescita delle sofferenze è giunto a toccare il 33 per cento a fine 1995, contro il 15 per cento del Centro-Nord. Rispetto agli impieghi, le sofferenze sono salite al 20,3 per cento alla fine dell'anno passato; a giugno scorso si sono ragguagliate al 22,1 per cento, a fronte del 7,2 relativo alla clientela del Centro-Nord.

Prosegue in misura superiore al 50 per cento annuo la crescita delle sofferenze nel comparto dell'edilizia e delle opere pubbliche; per le imprese operanti nei servizi, si registrano segnali di rallentamento, ma la dinamica resta sostenuta: il 30 per cento rispetto a giugno dell'anno passato. Una lenta ma progressiva riduzione, pari al 26 per cento, si riscontra nel ritmo di crescita delle sofferenze afferenti alle famiglie produttrici, mentre quella relativa all'industria in senso stretto si colloca intorno al 20 per cento.

Al divario di rischiosità rispetto alla clientela del resto del Paese si è necessariamente associato un differenziale tra i tassi d'interesse sui prestiti bancari. Al netto delle operazioni in valuta e con l'estero, il differenziale relativo alle operazioni a breve termine

è sceso a 2,2 punti percentuali nello scorso giugno, dai 2,6 del dicembre 1994; alla riduzione può aver contribuito una maggiore prudenza delle banche nei confronti di prenditori ritenuti più rischiosi.

Non mancano nel Mezzogiorno imprese che, per le prospettive di reddito e per la continuità del rapporto con le banche, fruiscono di sostegno creditizio a tassi primari: nell'ultimo trimestre del 1995 la quota di credito in conto corrente del complesso delle imprese non finanziarie e delle famiglie produttrici regolato a tassi inferiori al *prime rate* è stata pari al 7 per cento.

Nell'ultimo biennio, per le banche del Mezzogiorno, l'effetto di reddito dei più elevati tassi d'interesse applicati nell'area è stato eroso pressoché interamente dai maggiori oneri per rischi creditizi (svalutazioni e accantonamenti), che sono risultati pari al 3,2 per cento dei prestiti, contro l'1,1 per gli istituti del Centro-Nord.

L'esigenza che gli oneri finanziari imposti agli operatori non ne compromettano la stessa stabilità va coniugata con l'applicazione di tassi e commissioni coerenti con le caratteristiche di rischio dei finanziamenti e con i costi operativi a essi connessi.

Un anno fa sottolineai, in questa stessa sede, che la soluzione al problema del maggiore costo del denaro nel Mezzogiorno non può derivare dall'introduzione di controlli di tipo amministrativo; richiede relazioni tra banche e imprese maggiormente articolate per forme tecniche, orientate sul più lungo periodo; presuppone il pieno dispiegarsi delle spinte competitive introdotte negli anni passati.

La Banca d'Italia è da tempo impegnata a fornire una vasta gamma di informazioni statistiche sul credito e sui tassi d'interesse bancari nelle diverse aree del Paese, utili a rendere più stringente la competizione tra gli intermediari; nell'ultimo anno ha proceduto a una serie di iniziative volte ad affinare la qualità e la quantità delle informazioni rese pubbliche e ad approfondire la natura dei divari territoriali nel costo del denaro per le imprese.

Dallo scorso febbraio viene pubblicato con cadenza trimestrale un fascicolo statistico, denominato *Dati territoriali sul credito e sui tassi d'interesse*, che con maggiore tempestività aggiorna gli operatori sul-

le condizioni di tasso prevalenti nei singoli comparti di attività economica e nelle diverse aree del Paese.

Presso le Filiali della Banca d'Italia si sono svolti incontri con le comunità bancarie locali per presentare la nuova pubblicazione, illustrarne le finalità, analizzarne i dati e il loro andamento, al fine di individuare le ragioni di fondo del divario rilevato.

In generale, è rimasto confermato che la causa fondamentale dei divari di tasso risiede nella maggiore rischiosità dei prestiti nel Mezzogiorno. La fragilità del sistema produttivo meridionale determina frequenti situazioni di difficoltà finanziaria delle imprese, spesso di piccole dimensioni e con minore capacità di assorbire shock di natura congiunturale; particolarmente onerosi sono i costi determinati dalla lunghezza delle procedure giudiziarie avviate per il recupero dei crediti.

Al differenziale di tasso contribuiscono, per una larga parte delle banche, insoddisfacenti modalità operative nella valutazione del merito di credito e nella gestione e controllo degli affidamenti; la prassi di incorporare nel tasso d'interesse applicato la remunerazione dei servizi di pagamento. Influisce negativamente la propensione della clientela a domandare linee di credito in conto corrente, assecondata dalle banche con un'ottica orientata più ai vantaggi immediati che alla redditività di lungo periodo delle relazioni di credito.

Nei mercati creditizi meridionali la concorrenza ha raggiunto un'intensità mai sperimentata in passato; quando non accompagnata da una crescita del livello di efficienza, essa comprime i risultati economici delle banche. Alla flessione dei margini le banche meridionali non hanno risposto con un sufficiente contenimento dei costi operativi.

Nel corso degli ultimi dieci anni il grado di concentrazione del mercato degli impieghi si è rapidamente ridotto nel Sud, collocandosi su valori meno discosti da quelli registrati nel Centro-Nord.

Tra il 1989 e il 1995, il numero degli sportelli di banche del Centro-Nord nel Mezzogiorno è più che raddoppiato, passando da 800 a 1.900 unità circa; quello delle banche meridionali è cresciuto di oltre un quinto, da 2.900 a 3.500. La quota di dipendenze del Mezzogiorno facenti direttamente capo a istituti del Centro-Nord è aumentata dal 21 al 35 per cento;

sale al 50 per cento circa tenendo conto anche degli istituti meridionali appartenenti a gruppi bancari centro-settentrionali.

In condizioni di elevata competizione, la possibilità per le banche di raggiungere l'equilibrio reddituale operando nel Mezzogiorno è condizionata in maniera rilevante da una domanda di servizi finanziari bassa nel confronto con le altre aree.

La modesta domanda di credito si riflette in un rapporto tra impieghi e depositi che si colloca, indipendentemente dalla provenienza geografica delle banche, sui valori minimi del Paese.

Il conseguimento di elevati gradi di produttività trova ostacolo nel Mezzogiorno nella ridotta dimensione media delle operazioni bancarie: per gli impieghi, essa era pari, a dicembre del 1995, a circa 36 milioni, contro i 66 delle regioni centro settentrionali. L'ammontare di impieghi e depositi per addetto nelle regioni del Centro-Nord era, nel 1995, pari a 9,8 miliardi, superiore di oltre un quinto rispetto a quello del Mezzogiorno.

Alle minori opportunità di ricavo si contrappongono costi medi della provvista allineati ai valori prevalenti nel resto del Paese, in ragione della concorrenza esercitata dai titoli del debito pubblico, e costi unitari del personale in genere omogenei a livello nazionale.

5.2 *Il risanamento degli istituti in difficoltà*

Gli effetti destabilizzanti della passata fase recessiva sono stati particolarmente pesanti per quelle banche che svolgono nel Mezzogiorno la gran parte dell'attività. Esse non hanno potuto compensare le perdite registrate nel finanziare la clientela meridionale con i ricavi che altri istituti hanno tratto dalle relazioni con imprese che più hanno beneficiato della ripresa.

Per le banche meridionali, a giugno scorso il rapporto tra sofferenze e impieghi, relativo alla clientela residente nel Meridione, era pari al 26 per cento; era del 18 per cento per quelle provenienti dal Centro-Nord, che presentano un rapporto tra impieghi e depositi nell'area simile a quello degli istituti meridionali.

Nel solo 1995 le perdite su crediti registrate dalle banche meridionali, pari a 5.400 miliardi, si sono largamente riflesse nell'erosione dei mezzi patrimoniali, che è stata pari a 4.800 miliardi.

È di generale interesse che le banche in difficoltà tornino in tempi rapidi a produrre utili accrescendo la loro produttività, anche attraverso il ricorso a nuove tecniche e a ristrutturazioni dei processi lavorativi in grado di ridurre permanentemente i costi operativi.

Al risanamento di banche in difficoltà possono concorrere interventi pubblici, allorché motivati dalla necessità di prevenire rischi sistemici e di non far mancare il credito bancario a un'estesa fascia di clientela. Essi devono comunque essere fondati su valutazioni economiche delle diverse scelte possibili; condizionati a comportamenti coerenti con i relativi piani di risanamento; di natura temporanea; non lesivi della concorrenza e della libertà d'impresa; finalizzati a ricollocare le banche sul mercato.

Il riequilibrio degli elevati oneri strutturali, in particolare di quelli per il personale, rappresenta una tappa obbligata della fase di riassetto organizzativo; deve essere rafforzata la correlazione tra l'andamento degli stipendi e gli indicatori aziendali di produttività e redditività.

Il recupero dei margini di profitto, oltre che dal contenimento dei costi operativi, non può prescindere da un ampliamento delle fonti di ricavo.

Validi processi di riorganizzazione impongono iniziative urgenti e più decise relativamente alla gestione del risparmio delle famiglie, alla quantità e qualità dei servizi offerti alle imprese, al livello di efficienza allocativa e operativa.

La gestione dei nuovi prodotti finanziari, la ricerca di un'elevata qualità dei progetti finanziabili richiedono al personale bancario in attività una elevata competenza tecnica; spetta alle direzioni aziendali fare delle qualità professionali dei dipendenti uno strumento competitivo determinante.

In un mercato caratterizzato da continue e rapide innovazioni nelle tecnologie informatiche e telematiche, nei prodotti e nei processi produttivi, occorre potenziare e accrescere le iniziative volte a un'attività qualificata di formazione e di aggiornamento pro-

fessionale, che abbia carattere continuativo e accompagni i singoli dipendenti durante l'intero arco della loro vita lavorativa.

Si impone una precisa assunzione di responsabilità da parte dei dipendenti bancari per consentire il ritorno delle banche in cui operano a stabili condizioni di redditività; per rendere l'"assistenza al cliente" un valore riconosciuto nella cultura aziendale, nel convincimento che l'affermazione dell'impresa bancaria dipende dalla capacità di soddisfare al meglio le esigenze della clientela in termini di costi, qualità, trasparenza, rapidità di esecuzione dei servizi offerti.

5.3 *Il contributo del sistema bancario allo sviluppo del Mezzogiorno*

L'efficienza delle strutture bancarie nella selezione dei progetti, nell'articolazione dell'offerta di servizi finanziari, nella conduzione del rapporto di clientela costituisce una condizione necessaria allo sviluppo del Mezzogiorno.

D'altro canto, solo in un'economia locale non schiacciata dalle attuali carenze ambientali le banche possono efficacemente convogliare risorse private verso attività d'impresa meritevoli.

La Banca d'Italia è impegnata a promuovere la modernizzazione dell'offerta di servizi bancari. La sua azione si coordina con quella dell'Amministrazione pubblica volta a rimuovere le carenze ambientali, con gli interventi sul capitale sociale, sul capitale umano e sulle istituzioni.

L'azione pubblica deve concentrarsi sulla riduzione delle rigidità che fanno ritardare l'efficiente riallocazione settoriale delle risorse umane; sulle difficoltà legate all'insufficiente grado di trasparenza delle informazioni societarie; sulle norme delle procedure concorsuali.

Di recente ha ripreso vigore il dibattito su come il sistema finanziario possa essere uno dei cardini dello sviluppo del Mezzogiorno.

Le risposte sono state mutevoli nel tempo. Non può esservi, a mio avviso, sistema bancario efficiente che non sia libero da interferenze e condizionamenti nelle sue scelte allocative.

La stessa concessione di agevolazioni può produrre effetti positivi nel breve termine, ma conduce a risultati assai dubbi in termini di crescita economica di lungo periodo.

Il dibattito testimonia delle aspettative che si appuntano sul ruolo che le banche, locali e non, devono assumere per consentire alle imprese del Sud di consolidare e ampliare le proprie posizioni di mercato.

La selezione e il monitoraggio delle imprese potrebbero migliorare sensibilmente se le relazioni di credito muovessero dall'attuale prassi di multiaffidamento, spesso fondata sulla reciproca sfiducia tra banche e imprese, a un approccio basato su rapporti più stabili e sullo scambio di maggiori informazioni. Tale impostazione consente alle banche di orientare la condotta dei prenditori su sentieri finanziari sostenibili; alle imprese di poter contare su adeguati livelli di assistenza creditizia, anche nelle fasi critiche.

Creando con le imprese relazioni di fiducia stabili nel tempo, fornendo loro consulenza, eventualmente assumendo partecipazioni, le banche possono promuovere una sana evoluzione delle economie locali, favorire la ricapitalizzazione delle piccole e medie imprese meridionali, facilitarne la crescita dimensionale.

Nel Mezzogiorno, il sistema bancario può svolgere un'attività di coagulo delle migliori energie imprenditoriali locali. Le banche possono giocare un ruolo importante nella progettazione finanziaria delle opere e degli investimenti che enti locali e capitali privati saranno disposti ad affrontare, intervenendo come consulenti economico-finanziari nella predisposizione del progetto e del piano finanziario, nell'attivazione di fondi comunitari e nazionali.

* * *

La riflessione sullo stato dell'economia meridionale conferma che il mancato o incompleto utilizzo delle risorse e delle potenzialità del Mezzogiorno, innanzitutto del fattore lavoro, costituisce un rilevante impedimento per uno sviluppo duraturo e sostenibile dell'intero Paese.

Per il superamento del ritardo economico delle aree meridionali è indispensabile il concorso delle istituzioni pubbliche, locali e centrali, delle parti sociali, del sistema finanziario e creditizio.

Condizione preliminare è il funzionamento appropriato, flessibile, efficace dell'Amministrazione pubblica, quale somma garante della legalità e della correttezza dei comportamenti.

Fondamentale è un salto di qualità nell'impegno imprenditoriale che, volto ad accrescere le iniziative d'investimento e ad avviarne di nuove, assicuri lo sviluppo di un solido apparato produttivo alimentato in buona misura dalle risorse locali, senza confidare su interventi a carico della finanza pubblica.

Vanno sperimentate, praticate forme, anche innovative, di flessibilità normativa e salariale. È comun-

que necessario che il costo del lavoro, anche nella sua componente retributiva, sia coerente con la minore produttività che caratterizza le imprese meridionali, per renderle più competitive, per attrarre investimenti capaci di innescare un processo virtuoso di sviluppo.

Indispensabile rimane l'apporto di un sistema finanziario e creditizio rafforzato, sano, efficiente; alle banche si richiede un rinnovato modo di operare, più vicino e più attento alle esigenze, anche prospettiche, delle imprese, per promuovere e sostenere un sano e duraturo sviluppo della struttura economica del nostro Mezzogiorno.

Intervento del Presidente del Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (*)

dr. Tommaso Padoa-Schioppa, Vice Direttore Generale della Banca d'Italia

IX Conferenza internazionale delle autorità di vigilanza bancaria

Stoccolma, 12-14 giugno 1996

I. Introduzione

1. È un onore per me essere oggi nuovamente qui con voi alla Conferenza internazionale delle autorità di vigilanza bancaria. Non è solo per una *formule de politesse* che sottolineo quanto sia utile per ognuno di noi l'incontro e lo scambio di opinioni con un così vasto numero di colleghi da tutto il mondo. Quanto a paesi partecipanti facciamo concorrenza ai giochi olimpici di Atlanta: sono infatti presenti oggi rappresentanti di 138 paesi, con una popolazione di circa 5 miliardi di persone, oltre il 90 per cento della popolazione mondiale.

Dobbiamo ringraziare di questa opportunità l'Autorità di vigilanza svedese e la Banca centrale di Svezia, che da quando ci hanno invitato in questa splendida città, due anni fa, hanno fatto di tutto per organizzare ogni aspetto dell'incontro in modo cordiale e intelligente. Vorrei esprimere loro, anche a nome di tutti i partecipanti alla Conferenza, la più sincera gratitudine.

2. A far tempo dal nostro incontro a Vienna, il clima generale dei mercati internazionali è stato positivo. Il commercio mondiale è cresciuto in termini reali di circa il 20 per cento nel biennio appena trascorso, ossia due volte più velocemente del prodotto mondiale. Le emissioni obbligazionarie internazionali sono diminuite nel 1994, ma sono risalite del 7,5 per cento nel 1995. Al netto delle transazioni interbancarie, il totale dei depositi bancari internazionali è anch'esso considerevolmente aumentato. La redditività bancaria è migliorata in molti paesi.

Nonostante questa evoluzione positiva, vari episodi di turbolenza hanno segnato la scena finanziaria. Nel 1994 i tassi di interesse a lungo termine sono bruscamente cresciuti in tutti i paesi industriali; negli ultimi trent'anni variazioni di questa entità sono avve-

nute solo in relazione ai due shock petroliferi. Nel 1995 una turbolenza di simile intensità ha colpito i mercati valutari: il dollaro è sceso al minimo storico e le relazioni tra le principali valute europee hanno subito nuove tensioni. I mercati finanziari internazionali sono stati scossi dai ben noti casi che hanno coinvolto importanti banche; per altre banche di alcuni paesi del G10 sono sorti problemi dovuti ad ampie consistenze di crediti in sofferenza. In molti paesi, crescenti pressioni competitive sono all'origine di significativi tagli all'occupazione nel settore bancario; il numero delle banche sta diminuendo, soprattutto attraverso fusioni e acquisizioni.

3. Negli ultimi anni gli organismi internazionali e il mondo politico hanno prestato sempre maggiore attenzione alla fragilità finanziaria. L'anno scorso, a Halifax, i ministri delle finanze del G7 hanno esortato le autorità di vigilanza bancaria e di controllo del mercato mobiliare a intraprendere sforzi congiunti "per assicurare un approccio efficace e coordinato, su base globale, che sviluppi e migliori le difese, gli standard, la trasparenza e i sistemi necessari per controllare e contenere i rischi". Essere riuniti qui a Stoccolma è la prova del nostro impegno per un'azione e uno sforzo comuni che rafforzino l'efficienza, nel rispetto dell'evoluzione del mercato.

4. Passerò ora in rassegna i principali campi in cui il Comitato di Basilea è stato impegnato. Esaminerò quindi le cause principali della fragilità bancaria e le risposte del Comitato di Basilea. Riassumerò poi i risultati dell'indagine a livello mondiale sulla vigilanza bancaria preparata per questa conferenza. Infine, discuterò di come si può rafforzare la vigilanza internazionale e intensificare la cooperazione tra i paesi del G10 e gli altri paesi.

(*) Traduzione dall'inglese.

II. L'attività del Comitato

5. I temi che hanno maggiormente impegnato il Comitato negli ultimi due anni riguardano l'adeguatezza patrimoniale, i prodotti derivati, la cooperazione con le autorità di vigilanza non bancaria e, in stretta collaborazione con il Gruppo offshore, l'attuazione degli standard minimi, sui quali tornerò più oltre. Questi argomenti, apparentemente eterogenei, costituiscono le tessere del mosaico dell'azione di vigilanza che si sta delineando in risposta ai problemi posti da un contesto finanziario globale, in cui i capitali si muovono liberamente, l'innovazione finanziaria è continua e l'equilibrio dei poteri si è spostato dai governi verso i mercati.

Nel perseguire la sua azione in queste aree diverse, il Comitato si è impegnato in particolare sulle due sfide cui feci riferimento nel mio intervento a Vienna: la sfida della coerenza e quella del controllo minimo.

La prima sfida richiede un trattamento e requisiti prudenziali coerenti per tutti gli operatori della stessa scena finanziaria, indipendentemente dalla loro localizzazione, natura e organizzazione. Con l'espressione "controllo minimo" intendo descrivere un approccio che cerchi di stimolare la stabilità migliorando la disciplina del mercato e le difese interne delle banche, piuttosto che segmentare i mercati, limitando la concorrenza o imponendo restrizioni alla costituzione di nuovi operatori, all'apertura di filiali o alla loro attività.

6. **L'adeguatezza patrimoniale.** – Il risultato più importante del Comitato in questo campo è stato raggiunto lo scorso dicembre con la decisione di includere il rischio di mercato nell'Accordo sui requisiti patrimoniali. Siete tutti certamente a conoscenza della caratteristica più significativa dei nuovi requisiti: il fatto che nel calcolare il valore del patrimonio le banche potranno scegliere tra un metodo standard e i propri modelli interni, questi ultimi soggetti a condizioni vincolanti. Lasciando da parte i dettagli, che sono contenuti nel Rapporto biennale, vorrei spiegare perché la decisione del Comitato è considerata non solo da noi, ma anche – e questo è quel che più

conta – dagli operatori del mercato, come un importante passo innovativo verso un metodo di vigilanza bancaria maggiormente orientato al mercato.

7. La "via del modello interno" offre sia alle banche sia alle autorità di vigilanza una serie di chiari vantaggi. Innanzitutto, essa è più accurata, non solo perché misura effettivamente i rischi a cui le banche sono esposte, ma anche perché può essere adattata in modo flessibile all'insieme delle operazioni di ciascuna banca. In secondo luogo, è dinamica, in quanto può incorporare innovazioni tecniche senza che siano necessarie modifiche formali. In terzo luogo, essa è – per usare il gergo degli economisti – "compatibile con gli incentivi", in quanto premia le banche che migliorano la propria gestione dei rischi.

8. Per quanto concerne l'accuratezza dei modelli, gli esperti del Comitato hanno fornito convincente prova del fatto che i modelli *value-at-risk* (VAR) attualmente utilizzati dalle banche per la gestione dei propri rischi costituiscono il miglior metodo disponibile per misurare il rischio di mercato di un portafoglio di negoziazione. Nello stabilire i requisiti patrimoniali, le stime di breve termine del VAR usate per le transazioni di ogni giorno sono state tradotte in un importo che fornisce un ammortizzatore sufficiente contro le perdite complessive derivanti da condizioni di mercato avverse per un più lungo periodo di tempo.

9. Naturalmente, il Comitato era consapevole che il semplice fatto di utilizzare modelli interni a scopi di vigilanza implica la possibilità di conseguenze negative: come ha detto uno dei nostri membri, il sogno di ogni contribuente è di essere libero di crearsi il proprio modello per la dichiarazione dei redditi! È questo il motivo per il quale si sono stabiliti requisiti quantitativi e qualitativi per l'uso dei modelli interni. I parametri quantitativi sono stati fissati in modo tale da assicurare che le stime del VAR risultanti dai modelli interni siano sufficientemente prudenti e non troppo diverse da operatore a operatore. I parametri qualitativi sono necessari semplicemente perché anche i modelli più affidabili sono solo un tentativo di prevedere gli effetti dei futuri movimenti dei prezzi, che sono incerti per definizione. Come hanno dimo-

strato ancora una volta recenti incidenti nel settore, una tecnologia anche sofisticata non può sostituire pratiche prudenti nella gestione dei rischi.

10. L'approccio scelto dal Comitato incoraggia le banche ad adottare sistemi di controllo dell'attività di negoziazione di comprovato rigore e a migliorarli nel corso del tempo. Due caratteristiche mettono in chiaro questo importante punto. In primo luogo, è stata introdotta una procedura di *back testing* che permette alle autorità di vigilanza di applicare un "fattore *plus*", per aumentare o diminuire l'ammontare del patrimonio minimo, a seconda di come i profitti o le perdite giornaliere si rapportino con la misura del rischio calcolata applicando il modello. In secondo luogo, previa autorizzazione dell'autorità di vigilanza, le banche possono calcolare la loro esposizione al rischio tenendo conto della "correlazione tra fattori di rischio".

Il Comitato si aspetta di vedere una riduzione del peso dei requisiti patrimoniali per le banche "buone", ossia quelle che adottano idonee procedure per prevenire l'assunzione di rischi eccessivi e si dotano di più accurati ed efficienti sistemi di controllo.

11. Le nuove norme sull'adeguatezza patrimoniale entreranno in vigore alle fine del 1997. Le banche e le autorità di vigilanza hanno bisogno di un periodo di transizione per predisporre il nuovo sistema. La maggioranza delle banche piccole e medie probabilmente utilizzerà il metodo standardizzato, più semplice, ma ci aspettiamo che tutte le principali banche con una cospicua attività di negoziazione scelgano il metodo alternativo, basato sui modelli interni. Le autorità di vigilanza sono responsabili della convalida dei modelli e compete loro anche l'eventuale revoca dell'autorizzazione al loro uso se i risultati non sono soddisfacenti. Si tratta di compiti del tutto nuovi, per svolgerli in modo efficiente le autorità di vigilanza dovranno sviluppare la necessaria competenza.

12. Come sapete, l'Accordo sui requisiti patrimoniali, e quindi il nuovo trattamento del rischio di mercato, riguarda solo le banche. Nel mercato globale, tuttavia, i soggetti che effettuano il tipo di operazioni che generano il rischio di mercato sono sia le

banche sia le società di intermediazione mobiliare. Questo è un perfetto esempio della sfida della coerenza, alla quale la UE ha risposto con la Direttiva sull'adeguatezza patrimoniale. Sono necessari sforzi ulteriori per raggiungere un risultato simile al di fuori dell'Europa. Mi sembra improbabile che si giunga, in tempi brevi, alla definizione di un accordo come quello di Basilea da parte dello IOSCO, il Comitato che riunisce le autorità di controllo del mercato mobiliare. Sono comunque fiducioso che le autorità di controllo delle banche e del mercato mobiliare riusciranno alla fine a sviluppare coerenti requisiti patrimoniali in relazione al rischio di mercato per tutti gli intermediari che operano sui mercati mobiliari e dei derivati.

13. **I prodotti derivati.** – La rapida crescita dei mercati dei derivati ha portato a una maggiore attenzione da parte delle autorità di vigilanza; tuttavia, il Comitato, piuttosto che delineare requisiti normativi speciali per i derivati in quanto tali, li ha inclusi nella normativa relativa al patrimonio, nella misura in cui il loro uso determina una esposizione a rischi di credito e di mercato. A parte questo, l'impulso dato dal Comitato è stato di promuovere un utilizzo sicuro dei derivati da parte delle singole imprese e del mercato.

14. L'accento posto sulla necessità di forti difese interne a livello di impresa era contenuto nelle "Linee-guida" del 1994 presentate alla VIII Conferenza internazionale delle autorità di vigilanza di Vienna. Negli ultimi due anni il Comitato, in stretta collaborazione con lo IOSCO, ha lavorato per migliorare la trasparenza mediante un'accresciuta informativa nei confronti sia delle autorità di vigilanza sia dei mercati. Nel maggio del 1995, un Rapporto congiunto forniva un "catalogo" di informazioni ritenute importanti per la valutazione, da parte delle autorità di vigilanza, dei rischi e dei redditi provenienti dalle operazioni in derivati delle banche e delle società di intermediazione mobiliare. Lo scorso novembre il Comitato di Basilea e il Comitato tecnico dello IOSCO, rifacendosi anche alle idee sviluppate dal Comitato permanente per le eurovalute nel cosiddetto "Rapporto Fisher", hanno congiuntamente pubblicato il rapporto *Trasparenza verso il pubblico delle attività di negoziazione e delle operazioni in derivati delle banche e delle so-*

cietà di intermediazione mobiliare, con lo scopo di incoraggiare l'impegno volontario del settore a migliorare la qualità e la tempestività delle informazioni pubblicamente disponibili.

15. **Cooperazione con le altre autorità di vigilanza.** — A parte quanto già detto sull'adeguatezza patrimoniale e sui derivati, la ricerca di un trattamento coerente di attività simili, anche se svolte in diversi segmenti del settore finanziario, ha registrato progressi notevoli in due aree: un'iniziativa congiunta con le autorità di controllo del mercato mobiliare e il lavoro sui conglomerati finanziari.

16. Nel maggio scorso, in risposta all'invito dei Ministri del G7 a Halifax, le due organizzazioni hanno emesso un comunicato congiunto che identifica i principi più importanti che ne regolano l'attività, e che annuncia un'iniziativa comune con la quale i due Comitati predisporranno accordi aggiuntivi per un efficace scambio di informazioni e un più stretto coordinamento tra le autorità di vigilanza bancaria e di controllo del mercato mobiliare relativamente a gruppi finanziari e istituzioni diversificati, sia in condizioni normali che in situazioni di emergenza.

17. Il lavoro necessario per l'attuazione dell'iniziativa sarà condotto principalmente attraverso il Joint Forum sui conglomerati finanziari, costituito dalle autorità di vigilanza bancaria, del mercato mobiliare e delle assicurazioni. Il Forum, presieduto da Tom de Swaan della Nederlandsche Bank, sostituisce il Gruppo tripartito informale creato nel 1993 per migliorare la cooperazione e il coordinamento, a livello internazionale, della vigilanza su gruppi complessi di società che offrono un'ampia gamma di servizi finanziari (i cosiddetti conglomerati finanziari).

Il Joint Forum lavorerà sullo sviluppo di strumenti pratici che facilitino lo scambio di informazioni fra le autorità di vigilanza, sulla possibilità di identificare il *lead supervisor*, sulla definizione del suo ruolo e delle sue responsabilità e sullo sviluppo di principi in materia di adeguatezza patrimoniale, trattamento delle partecipazioni di minoranza, finanziamenti intra-gruppo e grandi fidi.

III. Le cause della fragilità bancaria

18. Il lavoro del Comitato di Basilea che ho appena riassunto si incentra principalmente sull'attività di banche internazionali che svolgono la maggior parte delle proprie operazioni in centri finanziari abbastanza sviluppati, e che sono impegnate in operazioni di tipo innovativo. Anche se i problemi di ogni paese e di ogni area richiedono risposte specifiche, i compiti delle autorità di vigilanza a livello internazionale hanno molte caratteristiche comuni.

19. L'esperienza della vigilanza bancaria mostra che l'origine dei fallimenti bancari risiede quasi sempre in errate decisioni che portano a esposizioni al rischio, assai spesso collegate a prestiti, che la banca non è in grado di sostenere. Sui manager delle banche gravano le responsabilità ultime delle scelte e le autorità di vigilanza dovrebbero evitare di intervenire nei processi decisionali delle banche. Peraltro, se guardiamo ai principali esempi di fragilità nei sistemi finanziari dei paesi industriali e in via di sviluppo, così come nei mercati emergenti e nelle economie in transizione, ci accorgiamo che sullo sfondo dei fallimenti bancari vi sono spesso, per quanto riguarda sia le banche colpite sia l'ambiente esterno, circostanze simili, che accrescono la probabilità, o aggravano le conseguenze, di comportamenti bancari imprudenti. Di fronte a queste circostanze, più che ovvia è l'opportunità di un'azione delle autorità pubbliche, e necessario si rivela un ruolo attivo delle autorità di vigilanza bancaria. Le circostanze che accrescono la fragilità delle banche possono essere raggruppate in cinque categorie principali: le condizioni macroeconomiche; il contesto normativo e istituzionale; la struttura di governo delle banche e i controlli interni; il funzionamento dei mercati; l'inadeguatezza o l'imperfezione delle norme e degli strumenti di vigilanza.

20. **Le condizioni macroeconomiche.** — Le autorità di vigilanza bancaria non tengono talvolta conto del più ampio contesto in cui opera il settore bancario. In realtà, ci sono importanti e reciproche influenze tra il contesto macroeconomico e il settore bancario.

L'esperienza degli ultimi anni fornisce una chiara prova che un sistema bancario non solido non offre i canali microeconomici efficienti per lo sviluppo di investimenti, produzione e occupazione; danneggia le prospettive di crescita economica; ostacola la trasmissione della politica monetaria e può anche avere gravi ripercussioni sul bilancio pubblico. In senso opposto, gli shock macroeconomici sono in grado di indebolire il sistema bancario, costituendo una causa di fragilità.

21. Gli shock macroeconomici possono estendere i propri effetti ben al di fuori dei confini nazionali, come hanno dimostrato la crisi degli Accordi europei di cambio nel 1992 e quella messicana. Nei casi recenti, uno shock macroeconomico che ha colpito un paese ha provocato la fuga dei capitali privati da un intero gruppo di altri paesi, minacciando in tal modo la stabilità dei loro sistemi bancari. Mentre in periodi normali le attività e le operazioni possono muoversi verso aree con normative meno severe, in periodi di turbolenza e di incertezza i capitali tendono a cercare riparo presso mercati, intermediari, attività e valute ritenuti privi di rischi. Condizioni macroeconomiche sane devono dunque essere perseguite su scala globale al fine di creare un ambiente in cui le banche possano operare in modo sicuro.

22. I legami tra condizioni macroeconomiche e andamento delle banche hanno bisogno di essere chiaramente compresi sia da chi fa politica economica sia da chi fa vigilanza, indipendentemente dal grado di sviluppo economico e finanziario di ciascun paese. La politica macroeconomica e l'attività di vigilanza devono in realtà essere considerate come due aspetti dell'azione che lo Stato svolge per promuovere l'efficienza allocativa e la crescita. Per mettere in risalto questa interazione, la Conferenza affronterà tali argomenti in una *panel discussion*.

23. **Il contesto normativo e istituzionale.** — Una seconda possibile causa di fragilità è il contesto normativo e istituzionale. In molti paesi, la mancanza o l'inadeguatezza della legislazione in tema societario, fallimentare, contrattuale e di proprietà privata ha ostacolato il corretto funzionamento del sistema bancario. In un contesto normativo insufficiente-

mente definito, diventa molto difficile per le banche indurre i debitori a un comportamento finanziario responsabile e intraprendere azioni correttive quando la qualità del credito si deteriora.

24. Un requisito decisivo per il corretto funzionamento del sistema bancario, sia per le banche sia per le loro controparti, è rappresentato da pratiche contabili affidabili. Se i bilanci non danno la possibilità ai creditori di valutare la vera situazione delle aziende e se non ci sono standard contabili che permettano confronti significativi, alle banche non sarà possibile effettuare un'efficace selezione dei potenziali debitori. Al tempo stesso né le autorità di vigilanza né il pubblico avranno le informazioni necessarie per valutare i risultati e la solvibilità delle banche, col rischio che un'azione correttiva sia adottata con ritardo o non sia presa affatto.

25. In modo ancor più radicale, la fragilità finanziaria può svilupparsi se la struttura istituzionale non sa riconoscere adeguatamente le differenze fondamentali che dovrebbero esistere tra il settore bancario, la banca centrale e la finanza pubblica o se queste tre aree non sono tra loro adeguatamente separate. Questa separazione è il risultato di un lungo processo storico. Fino a tempi recenti, nei paesi industriali le funzioni della banca centrale erano affidate a una banca privata così che, specialmente in situazioni di difficoltà, era molto difficile svincolare le preoccupazioni per la stabilità monetaria, di natura pubblica, dall'attività bancaria, di natura privata.

La mancanza di una chiara distinzione tra i tre ruoli ostacola tuttora in molti paesi lo sviluppo di un sistema bancario sano. In alcuni casi, i governi possono utilizzare le banche da loro possedute per prestiti decisi in base a considerazioni di politica economica (i cosiddetti *policy loans*), evitando una valutazione rigorosa del merito di credito. Invece di essere responsabile verso gli azionisti, i depositanti e gli altri investitori, la direzione della banca persegue gli obiettivi dei propri "referenti" politici, il cui fine è spesso quello di ottenere risultati immediati senza tener conto degli effetti sulla stabilità dell'azienda. In altri casi, gli strumenti di vigilanza vengono piegati agli obiettivi della politica industriale, come il sostegno a settori specifici dell'economia, o l'intervento

diretto sulla disponibilità e sul costo del credito, e così via. Questi comportamenti spesso preparano il terreno a successive crisi bancarie, i costi delle quali ricadono in ultima istanza sulla collettività.

26. **Gestione e controlli interni.** – In terzo luogo, il comportamento delle banche è influenzato in modo cruciale dalle strutture di governo aziendale. Le crisi bancarie spesso traggono origine dall'inadeguatezza dei controlli esercitati dal proprietario, per mancanza di sufficiente informazione o perché l'azionariato è troppo disperso per esercitare pressioni sul management. Anche l'assetto proprietario può essere una causa di instabilità, quando una banca è utilizzata come fonte sussidiaria di finanziamento per i suoi proprietari, siano essi privati o pubblici, poiché questi possono essere riluttanti a rimborsare a condizioni di mercato il credito ottenuto. Le operazioni intra-gruppo e i prestiti ad aziende collegate sono troppo spesso alla base delle difficoltà delle banche.

27. L'inadeguatezza dei controlli interni può essere un'ulteriore causa di comportamenti imprudenti da parte delle banche. Dove i sistemi informativi sono inadeguati, dove non è chiaro chi debba riferire a chi, dove non sono in funzione sistemi di controllo interno e di bilanciamento dei poteri, dove i limiti operativi e le responsabilità non sono definiti in modo preciso, è facile che i rischi vengano assunti in modo incauto, inconsapevole, inopportuno. I casi Barings e Daiwa sono in gran parte dovuti all'insufficienza dei controlli interni, abbinati alla concessione di poteri discrezionali eccessivi a singoli operatori.

28. **La disciplina del mercato.** – Quando la struttura di governo dell'impresa non riesce a prevenire comportamenti imprudenti, la disciplina dovrebbe essere imposta dallo stesso funzionamento del mercato, in forma di concorrenza nel mercato dei prodotti, o in forma di cambiamenti – o di rischio di cambiamenti – nel controllo societario. L'inadeguatezza di tali meccanismi è una quarta causa della fragilità delle banche.

Per quanto riguarda i prodotti, il sottosviluppo dei mercati mobiliari e monetari non stimola l'efficienza delle banche e limita la possibilità di diversificare i ri-

schii e di gestire le crisi di liquidità, così danneggiando la stabilità del sistema. In un mercato dei servizi finanziari altamente concentrato, una banca può nascondere le proprie inefficienze sfruttando il potere di mercato di cui gode. Ma nel lungo termine il mancato controllo dei costi e dei processi produttivi riduce l'attitudine della banca a reagire al mutamento delle condizioni del mercato. Per esempio, banche che godono di rendite territoriali o di prodotto grazie alla presenza di significative barriere all'entrata incontrano di norma serie difficoltà quando tali barriere vengono rimosse.

29. In teoria, anche il mercato dei depositi dovrebbe imporre una disciplina, poiché i depositanti dovrebbero reagire a segnali di pratiche bancarie imprudenti, richiedendo interessi più elevati o ritirando i propri fondi. In pratica, tuttavia, i depositanti sono per lo più piccoli, sparsi e finanziariamente non consapevoli, con un ben scarso potere di imporre comportamenti più prudenti. Meccanismi di assicurazione dei depositi, agenzie di *rating* dei crediti, revisori esterni e analisti di mercato possono contribuire a rafforzare questa forma di disciplina; resta vero, tuttavia, che l'insufficiente potere disciplinante dei depositanti nei confronti delle banche è, come tutti sappiamo, una delle ragioni della vigilanza pubblica su di esse.

30. Anche i meccanismi di controllo societario possono esercitare una certa pressione. Gli azionisti di minoranza hanno la possibilità di punire politiche di gestione non redditizie o imprudenti vendendo le loro azioni e forse contribuendo al passaggio del controllo in altre mani. La sola minaccia di far perdere il controllo è talvolta sufficiente a correggere comportamenti imprudenti e a prevenire le crisi. Anche qui, tuttavia, la disciplina del mercato è inadeguata in quasi tutti i paesi, poiché quasi ovunque i meccanismi di controllo sono molto sottili o inesistenti. Le azioni delle banche spesso non sono quotate nei mercati ufficiali, gli azionisti raramente possiedono le necessarie informazioni e le strutture proprietarie sono talora così concentrate che i mutamenti del controllo non possono avere luogo senza il consenso di coloro che lo detengono. Ma soprattutto, questa disciplina manca totalmente per le banche di proprietà pubblica e colpisce osservare in quanti paesi sono andate incontro a

difficoltà proprio tali banche, che erano ritenute perfettamente solvibili dagli altri operatori e dalle stesse agenzie di *rating* semplicemente perché si pensava che l'ampia disponibilità di fondi del proprietario le avrebbe protette da qualunque perdita.

31. **Regolamentazione e vigilanza.** – Infine, la fragilità può discendere dalla regolamentazione e dalla vigilanza stesse. L'esperienza conferma continuamente che una regolamentazione è necessaria per preservare la stabilità del sistema bancario, ma è pur vero che nel recente passato vi sono stati casi in cui la mancanza o l'inadeguatezza delle regole di vigilanza sono state un fattore determinante delle crisi bancarie. In alcuni casi vi è stato un problema di coordinamento tra le autorità nazionali, in altri la mancata considerazione di certi rischi o una conoscenza insufficiente di complesse strutture di gruppo. Ci sono stati casi in cui le regole di vigilanza e altre disposizioni normative involontariamente hanno incoraggiato, invece che scoraggiare, comportamenti rischiosi o inefficienti. La crisi delle casse di risparmio americane ne è un esempio: leggi che promuovevano gli investimenti immobiliari delle famiglie provocarono indirettamente in tali istituzioni uno squilibrio delle scadenze che si rivelò insostenibile quando i tassi di interesse si alzarono e divennero più volatili.

IV. L'azione del Comitato di Basilea

32. Questa breve rassegna è sufficiente a mostrare come la battaglia per la stabilità bancaria debba essere combattuta su vari fronti. La vigilanza è soltanto uno di essi, quello di nostra competenza. Nel tentativo di adempiere tale compito, dobbiamo essere consapevoli dei limiti della nostra azione, ma dobbiamo anche essere pronti a stimolare l'azione su altri fronti.

33. In vent'anni il Comitato di Basilea ha sviluppato un insieme di strumenti di vigilanza alla cui base c'è un numero abbastanza limitato di principi: la completezza della copertura di vigilanza; l'adeguatezza patrimoniale; l'adozione di buoni standard qualitativi; l'idoneità dei controlli interni e dello stesso mercato a costituire un fattore di disciplina. Esaminerò brevemente questi principi, prima di passare, nelle

prossime due sezioni, alla loro attuazione e alla loro utilità per i paesi che non fanno parte del G10.

34. **Completezza della copertura di vigilanza.** – Essa implica che nessuna banca sfugga a un'effettiva vigilanza. L'Accordo del 1975 e le sue revisioni insieme con gli standard minimi approvati dal Comitato nel 1992 pongono le condizioni minime perché i sistemi di vigilanza dei diversi paesi siano tra loro coerenti.

La vigilanza consolidata, nella quale un gruppo bancario viene trattato come un'unica entità, è un'ulteriore condizione. In pratica, molti, se non tutti, i requisiti normativi si rivelerebbero inefficaci se agli operatori fosse consentito di eluderli attraverso società controllate o strutture di gruppo complesse.

35. **Adeguatezza patrimoniale.** – Il patrimonio non è solo un ammortizzatore in caso di perdite. Esso è prima di tutto la quantità di ricchezza che gli investitori collocano in una banca per ottenere un utile. L'imposizione di un patrimonio minimo è dunque un modo di stimolare i proprietari e i manager ad assicurare la "sana e prudente gestione" della loro attività. "Sana e prudente gestione" significa assunzione dei soli rischi che possono essere sostenuti: se una banca assume rischi eccessivi, può anche produrre dividendi maggiori per qualche tempo, ma è molto probabile che presto o tardi soffrirà perdite che non sarà in grado di sostenere. I proprietari dovranno ricapitalizzare la banca o potranno persino perdere il controllo su di essa, oltre che il proprio investimento. Una normativa di vigilanza sull'adeguatezza patrimoniale fornisce uno stimolo all'adozione di misure correttive prima che gli interessi dei creditori siano pregiudicati.

36. **Controlli interni.** – Con l'aumento della complessità dei rischi delle banche, la loro misurazione diventa più difficile. Inoltre, l'accresciuta negoziabilità degli strumenti finanziari ha notevolmente aumentato la capacità delle banche di cambiare rapidamente la composizione del portafoglio e l'esposizione al rischio. Per queste due ragioni, è virtualmente impossibile per una singola persona all'interno di una banca, e ancor meno al di fuori di essa, valutare accuratamente l'attivo. Il monitoraggio da

parte del management, dei proprietari e del mercato sta diventando vieppiù dipendente dai sistemi di controllo interno delle singole banche. In questo campo, il Comitato di Basilea ha una lunga tradizione di lavoro con gli operatori del mercato, compiuto allo scopo di identificare e raccomandare le "prassi migliori" per la gestione dei vari tipi di rischio.

37. **Informazione.** – In passato, le autorità di vigilanza bancaria non ponevano particolarmente l'accento sul tema della trasparenza e dell'informazione. Le cose sono cambiate. Il principio contenuto nel lavoro sui derivati del Comitato di Basilea è che la diffusione di informazioni corrette e confrontabili può ridurre il rischio sistemico, in quanto consente agli azionisti, ai depositanti, agli investitori e agli altri clienti di distinguere le banche bene amministrate da quelle male amministrate. Lo scopo ultimo è di stimolare le difese del mercato. Noi non condividiamo l'opinione estrema secondo la quale un mercato pienamente informato può avere un effetto disciplinante tale da rendere superflua la vigilanza, ma siamo convinti che la disciplina del mercato sia desiderabile e richieda un'adeguata diffusione di informazioni.

38. **Presupposti di base.** – Le soluzioni concordate a Basilea sono progressivamente emerse come risposta alle cause della fragilità delle banche, ivi comprese le carenze proprie di preesistenti normative di vigilanza. Ovviamente, una vigilanza che aiuti il mercato a produrre risultati efficienti, e che utilizzi strumenti che imitano la disciplina del mercato dove questa manca, resta inefficace se mancano i presupposti di base di un adeguato funzionamento del mercato. Se i diritti di proprietà non sono ben definiti, non possono essere utili le regole incentrate sugli incentivi agli azionisti delle banche. Se le procedure fallimentari sono lacunose o inesistenti, sarà impossibile per le banche proteggere se stesse dall'insolvenza dei debitori. Le regole sull'informazione e sui controlli interni sono di scarso aiuto dove i principi contabili siano mal definiti e vi siano gravi problemi di misurazione. Questo è il motivo per cui i principi del Comitato di Basilea sono efficaci soprattutto dove i problemi strutturali appena menzionati sono stati ragionevolmente risolti. Il raggiungimento di una simile situazione dovrebbe dunque essere un obiettivo

in sé per qualunque paese che desideri rafforzare il suo settore finanziario e, più in generale, il suo sistema economico.

39. **Fragilità, fallimenti e uscita dal mercato.** – È frutto di un'erronea percezione del nostro ruolo la convinzione che se una banca fallisce la colpa è dell'autorità di vigilanza. Accade dunque che alcune autorità di vigilanza siano oggetto di una pressione pubblica per evitare il fallimento di *ogni* banca, con conseguenze negative sul loro comportamento. Come ha affermato recentemente Alan Greenspan, un sistema di vigilanza che persegua un tasso di fallimenti pari a zero non è un buon sistema; non solo perché l'assunzione del rischio è la ragion d'essere dell'attività bancaria, ma anche perché la buona salute del settore richiede una selezione: l'uscita di giocatori dall'arena competitiva è elemento fisiologico di un'economia di mercato.

Appropriate procedure di uscita sono importanti per la complessiva stabilità e affidabilità di un sistema bancario. Dove mancano ben definiti strumenti che permettano la tempestiva uscita dal mercato delle banche insolventi, si rinvergono frequentemente interazioni concorrenziali perversive. Le banche che hanno perso il patrimonio costituiscono una potenziale minaccia per la solidità finanziaria dei concorrenti poiché esse spesso provano a scommettere sul superamento dello stato di crisi, mediante l'offerta di più alti tassi di interesse ai depositanti e l'abbassamento degli standard per la valutazione del merito di credito. Inoltre, le banche insolventi tendono a diventare ostaggi dei clienti inadempienti; ciò accade quando esse continuano a concedere loro credito ovvero capitalizzano gli interessi maturati sui prestiti. Pressoché in tutti i paesi in cui si sono avuti problemi di rischio sistemico, si è potuto ricollegare tali problemi all'assenza di strumenti regolamentari o di mercato atti a evitare queste forme di concorrenza tra banche affidabili e banche inaffidabili.

40. Si conviene generalmente che l'uscita dal mercato di una banca non può essere interamente lasciata alle forze del mercato stesso, poiché un improvviso fallimento potrebbe turbare la fiducia dei depositanti. Tuttavia, la regolamentazione e il ruolo della vigilanza in questo campo (fusioni, liquidazioni etc.)

dovrebbe prendere a modello la disciplina di mercato, e non sopprimerla. Nei paesi in cui vi è stata una implicita o esplicita presunzione che lo Stato non avrebbe lasciato fallire alcuna banca, si è riscontrata una più elevata probabilità di comportamenti arrischiati, e in alcuni casi i costi in termini di efficienza, e l'onere finale a carico dei contribuenti, sono stati molto alti.

Il Comitato di Basilea non è intervenuto direttamente sulle norme relative all'uscita dal mercato e sulla liquidazione, perché esse sono assai diverse da paese a paese e nascono in larga parte al di fuori del campo della vigilanza bancaria, essendo connesse con la normativa sull'attività economica in genere. Il nostro approccio, in ogni caso, è fortemente orientato al rafforzamento dei meccanismi di mercato, laddove essi non operino spontaneamente.

V. Una rassegna della vigilanza a livello mondiale

41. Due anni fa venne spedito un breve questionario a ciascuna delle autorità di vigilanza presenti alla Conferenza di Vienna, al fine di tracciare un profilo della vigilanza nei paesi partecipanti. Gli interessanti risultati ottenuti in quell'occasione hanno suggerito di ripetere l'esperienza quest'anno con una più ampia serie di domande riguardanti le strutture dei diversi sistemi bancari e le regole di vigilanza. Grazie alla sollecita collaborazione degli organi di vigilanza interessati, la rilevazione effettuata tramite fax nelle scorse settimane copre 129 dei 138 paesi presenti; una dettagliata analisi delle risposte è contenuta nei materiali distribuiti alla Conferenza. Passerò brevemente in rassegna i tre principali temi oggetto di indagine: gli assetti strutturali e istituzionali; la vigilanza delle banche transnazionali; gli strumenti prudenziali essenziali per l'attività bancaria interna.

42. **Differenze strutturali e istituzionali.** – Alcune delle autorità di vigilanza rappresentate in questa sede operano in paesi dove i tassi di crescita dell'economia sono elevati e forze interne ed esterne pongono enormi sfide, mentre altre operano in economie meno esposte alle tensioni interne e internazionali. Il numero delle banche varia in misura rilevante da paese a paese, a seconda che i sistemi siano

o meno frammentati, competitivi o finanziariamente sviluppati: i numeri variano da una banca ogni 10 milioni di persone in Etiopia a 1,6 per ogni 100 nelle Isole Cayman.

In media, un terzo delle banche operanti in ciascun paese è costituita da istituzioni estere, presenti in forma di succursali o di filiazioni. La percentuale sale a circa il 90 per cento nei centri offshore, mentre in undici paesi non sono presenti banche straniere. Naturalmente l'apertura internazionale è un fenomeno a due dimensioni: le banche dei paesi con una forte presenza straniera normalmente mostrano una maggiore propensione a espandersi all'estero, con l'ovvia eccezione di alcuni centri offshore.

Una significativa partecipazione dello Stato al capitale delle banche si rinviene in circa la metà dei paesi qui rappresentati. Sistemi bancari completamente privati sembrano esistere solo nei centri offshore, mentre la maggioranza dei paesi che aderiscono ad altri gruppi regionali presenta un'estesa proprietà statale. La privatizzazione è in programma quasi ovunque. I sistemi bancari dove la quota di proprietà dello Stato è significativa sono più concentrati e meno aperti; essi mostrano anche un maggiore ricorso al finanziamento pubblico dei salvataggi bancari. Solo in tredici paesi le banche paiono subire direttive del governo nell'erogazione dei prestiti.

43. Differenze significative nelle strutture di mercato e nelle soluzioni istituzionali non sono rilevabili esclusivamente tra gruppi regionali o tra paesi con diversi gradi di sviluppo. La diversità entro le singole aree geografiche è talvolta anche maggiore. Se guardiamo ai paesi del G10, troviamo importanti differenze per quasi tutti gli aspetti evidenziati nell'indagine. Analogamente, si è colpiti dalle affinità esistenti tra paesi che mostrano tra loro caratteristiche anche molto diverse. Questa varietà di caratteristiche nazionali è un aspetto positivo, che arricchisce la Conferenza, dandoci la possibilità di confrontare e discutere esperienze diverse.

44. **L'attività bancaria transfrontaliera.** – Il secondo tema oggetto della rilevazione è la vigilanza delle banche transfrontaliere (*cross border*). Gli standard minimi, formalmente approvati dalle autorità di vigilanza nazionali alla settima Conferenza interna-

zionale delle autorità di vigilanza nel 1992, sono la base di partenza. Tuttavia, emerge chiaramente dall'indagine che, anche se in generale uno sforzo è stato fatto, il loro effettivo recepimento è insufficiente. Infatti, il 20 per cento dei paesi considerati non consolida l'informazione finanziaria e prudenziale sulle operazioni delle banche a livello globale. Inoltre, il restante 80 per cento ancora incontra difficoltà nella verifica dell'affidabilità di questi dati attraverso l'attività ispettiva, dato che gli ordinamenti spesso non consentono di usare tutti gli strumenti di analisi della vigilanza. In due gruppi regionali, rispettivamente la metà e un quarto degli organi di vigilanza non hanno il potere di impedire affiliazioni societarie che pregiudicano un'effettiva vigilanza. Circa un quinto dei paesi che hanno risposto al questionario non fanno dell'approvazione da parte dell'autorità del paese di origine una condizione per l'apertura di una banca straniera. La prassi di comunicare regolarmente con altre autorità di vigilanza non è universalmente adottata: sei gruppi regionali su dieci includono paesi che non l'hanno adottata; in un gruppo la percentuale di tali paesi arriva al 50 per cento.

45. *L'attività bancaria interna.* — Nonostante l'importanza dell'attività bancaria transfrontaliera, la componente dominante dell'industria bancaria nonché la principale fonte di preoccupazione di tutte le autorità di vigilanza è l'attività bancaria interna, non quella internazionale. Qui, l'interessante indicazione che emerge dall'indagine è che le autorità di vigilanza e di regolamentazione nel mondo sembrano sempre di più affidarsi ai principi essenziali enunciati dal Comitato di Basilea. A dire il vero, le risposte sono talvolta così somiglianti da far dubitare che il questionario sia riuscito a cogliere le differenze nell'interpretazione e nel recepimento pratico dei principi.

46. I requisiti patrimoniali, per quanto calcolati in modi diversi, sono utilizzati quasi ovunque. Ogni paese richiede un ammontare minimo di capitale per la costituzione di una banca, e solo due paesi non adottano un coefficiente di solvibilità; nel 92 per cento dei casi viene seguito l'approccio, fatto proprio dal Comitato di Basilea, della ponderazione dei rischi. Circa il 90 per cento dei paesi non consente che il credito erogato a un singolo cliente ecceda il 60 per cento del capitale della banca; un tetto più rigoroso (il 25 per cento

del capitale della banca) è adottato dal 55 per cento dei paesi industriali, mentre il dato, degno di nota, relativo agli altri paesi è pari al 72 per cento. Il 23 per cento del campione riporta di aver imposto oneri patrimoniali per l'esposizione al rischio di mercato, mentre l'85 per cento dei paesi che non fanno parte del G10 dichiara la propria intenzione di recepire l'Emendamento all'Accordo sui requisiti patrimoniali.

47. Passando a questioni qualitative, tutti i paesi, con due sole eccezioni, rivolgono una specifica attenzione ai sistemi di controllo interno. Tuttavia, mentre il monitoraggio ha spesso luogo nel corso delle ispezioni, esami regolari di tipo cartolare sono meno frequenti, specialmente in paesi non industriali. Interviste dirette con il management sono usate soprattutto in paesi dove il capitale delle banche è per la maggior parte privato.

In più del 90 per cento dei paesi, le autorità di vigilanza verificano l'adeguatezza dei sistemi di contabilità delle banche e la percentuale è anche più alta per i paesi non industriali. Questa azione è facilitata dal fatto che tre quarti delle autorità che hanno risposto al questionario hanno competenza a definire le regole contabili da adottare.

48. Un altro dato interessante che emerge dalla rilevazione è che sembra esserci un minor grado di convergenza tra gli strumenti di vigilanza che non sono stati armonizzati in sede di Comitato di Basilea. Significative discrepanze vengono registrate, ad esempio, nei campi della gestione delle crisi e dei meccanismi di assicurazione dei depositi; questi ultimi sono assenti in 73 paesi, anche se probabilmente in questi casi sono in uso altri metodi per garantire la restituzione dei fondi ai depositanti. L'autorizzazione caso per caso è ancora molto comune per l'apertura di sportelli, il trasferimento del controllo, i grandi fidi, gli acquisti di beni immobili e le partecipazioni di ammontare significativo in altre società. Peraltro, la varietà delle risposte tra i diversi paesi è molto alta, anche all'interno dei gruppi regionali.

49. *Flessibilità e neutralità dell'approccio del Comitato di Basilea.* — L'indagine consente di trarre due conclusioni principali. In primo luogo, che l'attuazione degli standard minimi sta procedendo a ve-

locità notevolmente differenti e, in generale, troppo lentamente. In secondo luogo, che differenze considerevoli tra gli assetti strutturali e istituzionali dei vari paesi si associano a notevoli somiglianze tra gli strumenti fondamentali della vigilanza interna.

L'approccio del Comitato di Basilea sembra rappresentare il fattore comune nella vigilanza a livello mondiale. Benché le direttive emanate dal Comitato non costituiscano pacchetti "pronti all'uso", esse paiono offrire un insieme comune di strumenti di base che le autorità di vigilanza di quasi tutti i paesi usano per perseguire la stabilità dei propri sistemi finanziari. Una conseguenza di grande rilievo è che esse forniscono un quadro unitario per la vigilanza bancaria in tutto il mondo, assicurando così condizioni uniformi di concorrenza.

50. La convergenza globale verso l'approccio del Comitato di Basilea deve indubbiamente molto alla sua flessibilità e applicabilità a diverse situazioni di mercato. Poiché l'approccio è stato originariamente pensato per la vigilanza sulle banche internazionali, era necessario che fosse quanto più possibile neutrale rispetto alla struttura finanziaria. In pratica, esso si è dimostrato efficace sia laddove i mercati dei capitali sono altamente sviluppati sia dove il settore finanziario è composto quasi esclusivamente da banche; è compatibile con i sistemi dove prevalgono le banche universali e con quelli che impongono una separazione giuridica o amministrativa tra l'attività bancaria commerciale e quella di investimento; non presuppone alcuna relazione particolare tra le banche e le imprese non finanziarie, ed è stato seguito sia nei paesi con una rigida separazione tra l'attività bancaria e quella industriale sia nei mercati dove esistono i cosiddetti conglomerati misti e sono permesse partecipazioni nei due sensi tra banche e industrie. Inoltre, le raccomandazioni del Comitato di Basilea sono state applicate ai sistemi bancari che rientrano interamente nel settore privato e in paesi dove le banche sono controllate dallo Stato o da altri enti pubblici. Il grado di concentrazione dell'industria bancaria varia pure ampiamente tra i paesi del G10, in connessione con le differenze sia del contesto concorrenziale che del ruolo attribuito alle politiche antitrust.

51. Neutralità non significa indifferenza: nell'approccio del Comitato di Basilea è insita la preferenza per un sistema bancario concorrenziale orientato al mercato, nel quale l'ordinamento non impone la segmentazione del mercato né vincoli rigidi alle attività permesse. Tale preferenza è rivelata dal ruolo attribuito ai requisiti patrimoniali, che implica una particolare attenzione alla proprietà orientata alla massimizzazione del profitto e una fiducia implicita nel mercato del controllo societario; è rivelata dall'insistenza sulla vigilanza consolidata, che supera le barriere organizzative.

VI. Rafforzamento della collaborazione

52. Ogni due anni le autorità di vigilanza bancaria di quasi tutto il mondo si riuniscono e consumano il rito della Conferenza internazionale. Al di là del desiderio della maggior parte di noi di incontrare colleghi e condividere esperienze, essa è un evento politico importante che promuove la stabilità dei sistemi bancari. Quest'anno, la Conferenza tratta due temi principali che, come abbiamo visto nell'analizzare le risposte al questionario, costituiscono aree fondamentali di interesse comune. In primo luogo la dimensione internazionale, e dunque la vigilanza sull'attività bancaria transfrontaliera; in secondo luogo, le problematiche relative all'attività interna: la vigilanza qualitativa e l'efficacia dei metodi di vigilanza nazionali.

53. La presenza di canali multipli di trasmissione delle turbolenze economiche e finanziarie rende ciascun sistema nazionale vulnerabile ai problemi che traggono origine altrove. In un contesto di globalizzazione del mercato finanziario, le banche internazionali sono, naturalmente, il principale canale di rapida diffusione delle crisi bancarie al di là delle frontiere nazionali. Quando la giurisdizione delle singole autorità – il mercato nazionale – non coincide con l'area nella quale le banche operano, un'attiva collaborazione tra le autorità nazionali è il solo modo di riconquistare sovranità.

Deve essere ricordato tuttavia che, in un contesto di libero scambio, i problemi economici e finanziari che sorgono in un paese si diffonderebbero al di là delle frontiere e interesserebbero altri paesi anche in

assenza dell'attività bancaria internazionale. La trasmissione avrebbe luogo attraverso il ciclo economico, o con ampie oscillazioni dei saldi con l'estero o, a livello microeconomico, attraverso crisi che potrebbero colpire singoli settori o categorie industriali. La solidità delle banche che operano a livello nazionale è un bene pubblico internazionale a motivo dei legami commerciali. Ecco perché la collaborazione tra le autorità nazionali di vigilanza bancaria non può limitarsi alla vigilanza sulle banche internazionali, ma deve essere anche orientata al miglioramento della stabilità dei settori bancari nazionali.

54. **Attuazione degli standard minimi.** – Il proliferare di centri finanziari in concorrenza, ciascuno dei quali può essere tentato di attrarre attività riducendo i requisiti prudenziali, è motivo di preoccupazione non soltanto per le autorità di vigilanza dei paesi del G10. Il Gruppo offshore, in particolare, è stato sensibile agli effetti nocivi del crescente numero di centri finanziari insufficientemente regolamentati, per l'opacità della propria immagine e la perdita di fiducia che ne è derivata. Ciò spiega l'avvenuta creazione di un gruppo congiunto di rappresentanti del Gruppo offshore e del Comitato di Basilea con il compito specifico di definire le condizioni di effettiva applicazione degli standard minimi e di promuoverne la diffusione in tutto il mondo. Il documento sotto i vostri occhi, che sarà discusso oggi, è il risultato del lavoro del gruppo congiunto. Le conclusioni espresse nel documento sono state formulate in modo tale da non essere limitate al mondo dell'attività bancaria off-shore.

55. Affinché gli standard minimi siano efficaci, e non si risolvano in una mera dichiarazione di principio, l'autorità del paese d'origine deve essere in grado di effettuare la vigilanza su base consolidata; lo scambio di informazioni tra le autorità non deve subire restrizioni; deve essere possibile verificare le informazioni mediante ispezioni, se necessario. Come sappiamo, emerge qui un problema fondamentale di compatibilità tra le esigenze della vigilanza prudenziale, che in linea di principio propende per il libero accesso all'informazione, e l'esigenza di riservatezza nelle relazioni banca-cliente tutelata in molti ordinamenti nazionali. A mio avviso, il documento trova su tale argomento un ragionevole equilibrio.

56. L'adeguamento effettivo agli standard minimi richiederà tempo, ma è importante che ogni autorità di vigilanza persegua tale obiettivo. In molti casi occorrerà emanare leggi per superare gli ostacoli a un'efficace vigilanza consolidata; ciò non sarà sempre facile, perché ragioni di ordine politico potranno essere in conflitto con le priorità di vigilanza. I suggerimenti costruttivi che emergeranno dalla discussione odierna riceveranno attenta considerazione.

L'obiettivo che abbiamo stabilito per la Conferenza è di giungere a una posizione comune nella sessione plenaria del pomeriggio nella quale possiamo tutti, in qualità di esponenti della vigilanza bancaria, e non necessariamente parlando per conto dei nostri governi, avallare i principi espressi nel rapporto e impegnarci a lavorare per la loro applicazione nei nostri paesi.

57. **Il miglioramento della vigilanza nazionale.** – È molto incoraggiante notare che gli strumenti di base forgiati dal Comitato di Basilea sembrano essere stati ampiamente adottati, perché una adeguata struttura normativa è necessaria per perseguire la stabilità del sistema bancario. Avere un buon piano, tuttavia, non è sufficiente per vincere la battaglia. Come diceva Napoleone: "*l'exécution c'est tout*". Anche normative ottimamente progettate possono dimostrarsi di scarso o di nessun aiuto se i responsabili della vigilanza non sono in grado di applicarle efficacemente.

58. Le pressioni esercitate dai governi, dai settori regolamentati o dalle collettività possono impedire al sistema di vigilanza di determinare comportamenti sani e prudenti: l'indipendenza *de jure* risulta presente in molti paesi, ma l'autonomia *de facto* può essere difficile da raggiungere e mantenere nel tempo. Similmente, alle responsabilità attribuite alle autorità di vigilanza possono non corrispondere adeguate risorse e informazioni, né poteri di effettiva applicazione. Il personale deve essere altamente specializzato, motivato, e continuamente addestrato perché possa restare al passo con gli sviluppi del mercato. I responsabili della vigilanza hanno bisogno dell'autorità necessaria per ottenere informazioni complete in sede ispettiva e di analisi cartolare e dovrebbero essere messi in grado di raccogliere infor-

mazioni anche da altri enti pubblici e di collaborare con le autorità giudiziarie per impedire alle attività criminali di contaminare il sistema finanziario; dovrebbero anche poter imporre sanzioni, ove necessario, compreso il ritiro dell'autorizzazione all'esercizio dell'attività bancaria.

59. L'attuazione dei principi è anche più importante per l'efficacia di una vigilanza qualitativa. La precedente breve rassegna delle cause di fragilità finanziaria ha mostrato come le misure quantitative basate su limiti o restrizioni possano non essere sufficienti. È necessaria una comprensione delle questioni qualitative per far fronte alla crescente complessità degli strumenti e dei mercati finanziari. La discussione di domani si incentrerà sull'attitudine della struttura di governo dell'impresa a prevenire comportamenti imprudenti e sul ruolo che la disciplina imposta esternamente dal mercato può svolgere attraverso partecipanti al mercato ben informati.

60. L'indagine mostra che la maggior parte dei paesi qui rappresentati ha riformato profondamente la propria normativa in materia bancaria nel recente passato. Il Fondo monetario internazionale ha spesso fornito una preziosa assistenza tecnica. Sappiamo che l'applicazione pratica delle nuove disposizioni può richiedere tempo, poiché implica modifiche nell'organizzazione complessiva dell'attività di vigilanza. I paesi del G10 hanno impiegato circa quattro anni per attuare l'Accordo sui requisiti patrimoniali e per farlo hanno dovuto adeguare larga parte delle loro normative di vigilanza.

Analogamente, dovremmo considerare l'attuale ampia adozione dell'approccio del Comitato di Basilea soltanto come un punto di partenza. Quanto agli standard minimi, ora che i principi basilari sono stati concordati, dovrà procedere il lavoro di applicazione. Sono certo che il dibattito nei gruppi di lavoro della Conferenza fornirà un contributo prezioso agli sforzi comuni che ci attendono nel prossimo futuro.

61. *Il Comitato di Basilea e la vigilanza nel mondo.* — Permettetemi ora di passare all'ultimo argomento delle mie osservazioni: le relazioni di lavoro tra il Comitato e i paesi che non ne fanno parte.

La composizione del Comitato di Basilea, non scelta da noi, è quella del G10: un gruppo da lungo tempo istituito, creato all'inizio degli anni sessanta quando coincideva per gran parte con il mondo industrializzato. I suoi membri hanno molte caratteristiche in comune. Il G10 ha dimostrato di funzionare bene in numerosi campi. La sua efficienza deve molto al numero limitato di partecipanti.

62. L'universo dei paesi che non appartengono al G10, così ampiamente rappresentato in questa Conferenza, è molto diversificato. Comprende numerosi paesi orientati al mercato che hanno sviluppato, nel corso degli anni, sistemi industriali e finanziari le cui caratteristiche, in termini di interconnessioni, tecnologia, livello di attività e fonti di possibili turbolenze, sono simili a quelle dei paesi rappresentati nel Comitato. Per questa ragione, è probabile che le regole stabilite dal Comitato di Basilea si addicano bene alle loro esigenze di vigilanza.

63. Poi vi sono i cosiddetti mercati emergenti, paesi caratterizzati da una crescente forza economica e da grande dinamismo, anche se possono occasionalmente incontrare problemi acuti dovuti al fatto che le loro istituzioni economiche e il loro settore bancario non sono ancora sufficientemente solidi. Per questi paesi, le regole del Comitato di Basilea potrebbero non fornire un sostegno sufficiente nell'osservanza dei requisiti essenziali per una sana attività bancaria, o potrebbero essere troppo sofisticate e difficili da rispettare, o trascurare taluni problemi specifici che non si presentano in forma acuta nelle economie dei paesi del G10. Laddove i mercati dei capitali e monetari sono sottili, o la concorrenza tra le banche non opera correttamente, è probabile che i responsabili della vigilanza debbano interferire più profondamente nel funzionamento del mercato.

64. Taluni grandi paesi stanno sviluppando economie industriali di mercato. Le loro dimensioni ne fanno dei "pesi massimi" nell'economia mondiale, anche se i rispettivi ordinamenti, istituzioni, sistemi amministrativi, adesione alle regole e agli standard internazionali stanno ancora prendendo forma. Per questi paesi, è probabile che il legame con l'economia mondiale e il canale di trasmissione delle turbolenze al sistema bancario siano rappresentati dal commer-

cio, dal *project financing*, dal *venture capital* ecc., piuttosto che dall'attività bancaria internazionale tradizionale. Il rafforzamento della vigilanza sulle banche nazionali è probabilmente per questi paesi una priorità assoluta.

65. La cooperazione tra gruppi regionali, i contatti e gli incontri regolari, i programmi di formazione e questa Conferenza biennale sono parte degli sforzi del Comitato per aiutare tutti i paesi a promuovere una sana attività bancaria attraverso la vigilanza. L'adesione volontaria di tante autorità nazionali ai requisiti stabiliti dal Comitato è una ricompensa molto gratificante, una responsabilità ulteriore, e un incoraggiamento a migliorare la qualità e l'efficacia della nostra azione. Anche se non dovremmo dimenticare che l'approccio del Comitato di Basilea fornisce semplicemente un insieme di requisiti minimi che possono essere proficuamente adattati alle peculiarità nazionali o regionali, nel prossimo anno potrebbe essere necessario pensare a forme più strutturate di collaborazione con le autorità di vigilanza dei paesi che non fanno parte del G10. Accoglieremo volentieri qualsiasi suggerimento costruttivo.

VII. Conclusioni

66. Lo scorso anno il Comitato di Basilea ha celebrato il ventesimo anniversario della sua prima riu-

nione. Non è un caso che la decisione di creare il Comitato nel 1974 abbia coinciso quasi esattamente con la fine dell'era degli accordi di Bretton Woods, segnata dal passaggio da tassi di cambio determinati dai governi e da mercati finanziari segmentati a un mondo in cui i capitali si muovono liberamente al di là delle frontiere e la determinazione dei tassi di cambio è lasciata alle forze del mercato. Dal 1974, i finanziamenti bancari erogati sui mercati internazionali, al netto dei depositi interbancari, sono cresciuti al sorprendente tasso medio del 15 per cento annuo, rispetto a circa il 5 per cento del commercio internazionale e il 3,2 per cento della produzione reale.

Non sorprende che l'emergere del mercato finanziario globale abbia significativamente alterato le tre funzioni di politica economica che influiscono sull'attività monetaria e finanziaria: la gestione macroeconomica, il controllo dei sistemi di pagamento e la vigilanza bancaria. Nel nostro settore, il lavoro del Comitato di Basilea è stato la principale risposta all'esigenza di regole a livello internazionale, un'esigenza emersa dalla rapida espansione dell'attività bancaria internazionale.

I banchieri centrali e i responsabili della vigilanza notano con una certa soddisfazione che il sistema finanziario internazionale non soltanto si è dimostrato efficiente, ma ha anche resistito alle frequenti, talora, gravi, crisi che hanno avuto luogo negli ultimi vent'anni. Ciò ci incoraggia a continuare nel nostro lavoro.

Pagamenti al dettaglio: sviluppi recenti e banche centrali (*)

Intervento del dr. Tommaso Padoa-Schioppa, Vice Direttore Generale della Banca d'Italia

V Conferenza mondiale del Japan Credit Bureau - JCB

Roma, 5 settembre 1996

I. Introduzione

1. Signor Presidente, illustri ospiti, signore e signori, è un onore per me intervenire a questo convegno al quale partecipano oltre 350 delegati di 90 paesi. Sono lieto che il JCB abbia scelto Roma come luogo in cui tenere la conferenza di quest'anno, sottolineando così l'importanza che attribuisce all'Europa e all'Italia.

Nel sistema dei pagamenti, lo scorso decennio è stato contrassegnato dalla rivoluzione nei pagamenti interbancari di importo elevato; quello attuale sarà probabilmente ricordato per la rivoluzione nei pagamenti al dettaglio. E il campo delle carte di pagamento è oggi interessato dalle trasformazioni più intense, che lasciano prefigurare miglioramenti di efficienza impensabili fino a pochi anni fa.

Gli operatori del mercato devono affrontare nuove difficili sfide; ma anche le banche centrali, fino ad alcuni anni fa interessate essenzialmente ai pagamenti interbancari, rivolgono crescente attenzione agli sviluppi in corso nel campo dei pagamenti al dettaglio. Sia nell'Unione europea sia nel Gruppo dei Dieci, gruppi di lavoro stanno analizzando i nuovi sviluppi e le loro implicazioni per le banche centrali.

Nelle mie osservazioni odierne esporrò dapprima le ragioni per cui l'interesse rivolto ai pagamenti al dettaglio è del tutto conforme al ruolo tradizionale delle banche centrali; descriverò poi la rivoluzione in atto nei pagamenti al dettaglio e i nuovi prodotti offerti nei principali paesi industriali; richiamerò infine i recenti studi svolti dalle banche centrali e i problemi di *policy*.

II. Il ruolo tradizionale delle banche centrali

2. All'origine delle banche centrali vi fu una trasformazione fondamentale dei sistemi monetari: il passaggio da una tecnologia di pagamento basata sulla moneta-merce a una basata sulla banconota, ossia sulla moneta fiduciaria. Le banconote sono prive di valore intrinseco, per cui la loro accettabilità dipende interamente dalla solvibilità, effettiva e percepita, dell'emittente. L'esperienza storica ha ripetutamente mostrato che sistemi monetari basati su emittenti privati non regolamentati erano continuamente esposti al rischio di improvvise crisi di fiducia. È questa la ragione per cui fu istituita una "banca centrale" e fu assegnato a essa il monopolio della creazione monetaria.

3. Dall'inizio di questo secolo, il diffondersi della moneta bancaria come mezzo di pagamento ha gradualmente eroso la quota di banconote nello stock totale di moneta, ridimensionando così l'importanza delle banche centrali come offerenti diretti di servizi alla clientela. Parallelamente, esse hanno via via ampliato il loro ruolo nell'area dei pagamenti interbancari; e la delicata funzione di tutela della fiducia nella moneta nazionale (in qualunque forma) ha continuato a rappresentare la loro responsabilità primaria.

In un sistema dei pagamenti basato sulla moneta bancaria, di fatto ogni pagamento – tranne quelli tra clienti della stessa banca – implica un trasferimento di fondi tra banche. Per assicurare l'efficienza di tale sistema, quindi, è necessario: garantire la fiducia nella

(*) Traduzione dall'inglese.

moneta bancaria; fornire strumenti e procedure adeguati per il trattamento dei pagamenti interbancari.

Le banche centrali hanno assunto le funzioni di fornitrici dei mezzi di regolamento per i pagamenti interbancari nonché di sostegno della fiducia nella moneta bancaria attraverso la vigilanza bancaria e, in casi estremi, del credito di ultima istanza. Esse sono inoltre intervenute direttamente nel circuito interbancario, fornendo sistemi di regolamento e controllando o, in alcuni paesi come l'Italia, gestendo direttamente le stanze di compensazione. In breve, esse hanno continuato a svolgere un ruolo fondamentale al fine di assicurare l'efficienza e l'affidabilità dei sistemi di pagamento al dettaglio, pur senza operare direttamente con la clientela finale.

Questa configurazione, consolidatasi agli inizi del secolo, è rimasta pressoché invariata per molti decenni, riflettendo la stabilità della tecnologia dei pagamenti. Per questo motivo per molto tempo l'attenzione rivolta dalle banche centrali al sistema dei pagamenti è andata declinando rispetto a quella rivolta alle altre due funzioni tipiche: l'esercizio della politica monetaria e, in molti paesi, la vigilanza bancaria.

III. La rivoluzione tecnologica in atto

4. Negli anni ottanta, un'ondata di innovazioni ha posto fine alla lunga stabilità dell'assetto tecnologico del sistema dei pagamenti che ho appena descritto. L'applicazione delle nuove tecnologie alle procedure di trasferimento dei fondi e all'industria finanziaria nel suo insieme ha trasformato la struttura del sistema dei pagamenti. La crescita esponenziale dei mercati finanziari internazionali ha determinato una parallela espansione dei pagamenti regolati nei sistemi interbancari di trasferimento di fondi di importo elevato. La crescita dei volumi dei pagamenti ha interessato, in misura preponderante, i sistemi di regolamento netto quali il CHIPS negli Stati Uniti, il BOJ-NET in Giappone e il SIPS in Italia. Poiché i pagamenti gestiti in tali sistemi vengono regolati in moneta della banca centrale a fine giornata, diventando solo allora definitivi, l'aumento dei pagamenti totali lordi rispetto ai saldi netti ha determinato una crescente preoccupazione circa l'emergere del rischio si-

stemico. Si è compreso che i sistemi di pagamento di importo elevato potevano costituire il principale canale di propagazione della crisi di una banca a tutto il settore. Come nella prima metà di questo secolo furono definite le misure di vigilanza bancaria e di garanzia dei depositi per minimizzare i rischi associati alla banca tradizionale, così oggi si sviluppa la sorveglianza sui pagamenti interbancari e si realizzano sistemi di regolamento lordo per combattere il rischio sistemico.

5. Anche nell'area dei pagamenti al dettaglio si sono registrati importanti cambiamenti negli anni ottanta. Le nuove tecnologie hanno portato a innovazioni – quali gli ATM, le carte di debito, i terminali POS, l'*home banking* – che hanno ridotto l'uso sia del contante sia degli altri strumenti tradizionali. La tecnologia dell'informazione ha altresì favorito l'adozione di procedure innovative per il trattamento degli strumenti cartacei, come nel caso del troncamento degli assegni.

Ciò nonostante, la crescita dei nuovi strumenti di pagamento al dettaglio appare lenta se confrontata con la rapidità dei cambiamenti nel circuito interbancario. Ad esempio, nel 1990 gli strumenti automatizzati ammontavano al 34 per cento del totale dei pagamenti effettuati con modalità diverse dal contante negli Stati Uniti, al 40 per cento nel Regno Unito e al 19 per cento in Italia. In termini di valore, in quegli stessi paesi, la quota delle transazioni interbancarie regolate attraverso i nuovi sistemi elettronici di compensazione e regolamento era pari, rispettivamente, al 97, 76 e 67 per cento.

Lo sviluppo dei nuovi strumenti di pagamento al dettaglio ha posto una serie di problemi di interesse pubblico, quali la protezione del consumatore e la concorrenza, senza però determinare grave preoccupazione nelle banche centrali, in quanto nella sostanza la struttura di base del sistema non veniva modificata. In realtà, questi strumenti forniscono nuovi e più efficienti canali per la mobilitazione dei fondi detenuti sui conti bancari, senza incidere sulla struttura stessa del sistema, quale si è definita nei decenni passati.

6. Solo oggi la rivoluzione nella tecnologia dell'informazione sta dispiegando tutti i suoi effetti nell'area dei pagamenti al dettaglio. Gli sviluppi nel

campo dei microprocessori e le tecniche di crittografia hanno fatto nascere una nuova generazione di strumenti di pagamento, la cui caratteristica fondamentale è il "prepagamento": per questo motivo si è coniata l'espressione "borsellino elettronico".

Schemi di borsellino elettronico sono stati lanciati nei primi anni novanta. Si tratta di una carta di pagamento contenente un microprocessore nel quale viene caricata la moneta; questa tecnologia si rivela adatta ai pagamenti di basso importo che oggi vengono regolati in contanti. L'importanza dell'area potenzialmente interessata da questa innovazione è chiara se si considera che nei principali paesi industriali il contante continua a essere utilizzato in oltre l'80 o il 90 per cento del numero totale dei pagamenti. Naturalmente, la sua quota in termini di valore è molto minore.

Il borsellino elettronico può essere usato anche per pagamenti a distanza – ad esempio, disposti per telefono – e, in alcuni schemi, per pagamenti da "carta a carta" tra individui, cosicché la moneta contenuta può circolare come potere d'acquisto al portatore e anonimo. Il recente accordo sugli standard delle carte con microprocessore tra i principali circuiti internazionali di carte di pagamento darà un ulteriore impulso allo sviluppo di tale strumento. Altro importante fenomeno emergente è la "moneta via rete" (*network money*). Essa è il portato dello sviluppo di reti di telecomunicazioni, quali Internet, che rendono possibile la creazione di "mercati virtuali" delle informazioni, dei beni e dei servizi. L'industria dei pagamenti è impegnata nella predisposizione di un'ampia gamma di strumenti adatti a tali mercati, principalmente negli Stati Uniti.

Attualmente, i pagamenti via Internet vengono per lo più regolati con carte di credito. Vanno, tuttavia, delineandosi nuovi schemi di "moneta via rete" che presentano caratteristiche concettualmente analoghe al borsellino elettronico. Come quest'ultimo, la "moneta via rete" è prepagata e anonima; diversamente da esso, il potere d'acquisto viene caricato su personal computer e ha una dimensione globale; ciò significa che può essere fornito a qualunque operatore collegato con Internet e può essere utilizzato per fare acquisti presso esercizi commerciali virtuali. La col-

locazione fisica di colui che fornisce moneta e delle controparti della transazione diventa irrilevante.

7. Perché questi strumenti rappresentano una novità importante nei sistemi di pagamento?

In primo luogo, la novità risiede nel carattere di strumenti al portatore. Essi non sono collegati a conti correnti e, in alcuni schemi, possono circolare in forma anonima ed essere trasferiti direttamente da un portatore all'altro senza che l'emittente intervenga o ne sia a conoscenza e senza una registrazione delle singole transazioni. In questo sono molto simili al contante.

In secondo luogo, sono strumenti ad alta intensità di tecnologia. La loro sicurezza poggia, in modo cruciale, sulle caratteristiche tecniche. Inoltre, la tecnologia in essi incorporata ne permette l'utilizzo nella generalità dei pagamenti di basso importo; nei negozi, tra individui, a distanza, via rete. In alcuni schemi, essi possono essere utilizzati come strumenti globali.

Di conseguenza, tali strumenti forniscono ai clienti un potere d'acquisto generalizzato paragonabile a quello delle banconote e dei conti correnti, mentre appaiono più adatti degli strumenti tradizionali in svariati tipi di pagamenti. Essi possono quindi contribuire notevolmente all'efficienza dei pagamenti al dettaglio ed è probabile che, in prospettiva, la clientela tenderà a tenere la propria liquidità non solo in contanti o in moneta bancaria ma anche, e forse sempre più, in moneta elettronica.

Tuttavia, tali strumenti pongono anche alcuni problemi. Primo, in considerazione del loro uso potenzialmente diffuso, essi richiedono un grado di fiducia paragonabile a quello di cui godono gli strumenti tradizionali, fiducia che non può essere automaticamente prodotta dalle sole forze di mercato. Sono fondamentali, al riguardo, la stabilità dell'emittente e l'affidabilità delle caratteristiche tecniche, al fine di prevenire la contraffazione. In secondo luogo, le caratteristiche degli schemi potrebbero consentire l'utilizzo per scopi illeciti, quali il riciclaggio e l'evasione fiscale. Inoltre, la dimensione globale della moneta elettronica potrebbe influenzare negativamente la capacità delle autorità nazionali di regolamentare e controllare i nuovi fenomeni. Infine, lo sviluppo dei nuovi strumenti potrebbe avere un impatto rilevante

sull'uso della moneta della banca centrale (contante e riserve bancarie), con conseguenti implicazioni per la conduzione della politica monetaria e per il signoraggio, e cioè per i redditi derivanti alle banche centrali dall'emissione della moneta.

IV. Le banche centrali e la moneta elettronica

8. Passerò ora a esaminare i problemi che tali sviluppi pongono alle banche centrali e le risposte che queste stanno dando. Inquadrerò le mie osservazioni in una prospettiva internazionale, europea e globale, non solo per offrirvi un punto di vista più ampio di quello limitato solo al mio paese o all'istituzione cui appartengo, ma anche perché le banche centrali hanno delineato la propria posizione in gran parte proprio attraverso la cooperazione internazionale.

In Europa, la creazione di un mercato unico non solo di beni ma anche di servizi finanziari ha trasformato l'ambiente in cui le banche centrali operano, determinando uno sviluppo considerevole dei pagamenti internazionali e un ampliamento dell'area competitiva al di là del perimetro della loro giurisdizione nazionale. Oltre al mercato unico, è il passaggio all'unione monetaria, con una sola moneta e una sola banca centrale, previsto per il 1° gennaio 1999, a richiedere un sistema dei pagamenti integrato.

Ciò ha reso necessario sviluppare forme di cooperazione tra le banche centrali europee in materia di sistemi di pagamento. Nel 1991 è stato costituito un Gruppo di lavoro sui sistemi di pagamento con il compito principale di affrontare le tematiche riguardanti i trasferimenti di fondi di importo elevato. Il Gruppo ha promosso l'armonizzazione di alcuni aspetti fondamentali dei sistemi nazionali, con l'introduzione di procedure di regolamento lordo in tempo reale in tutti i paesi della UE, la definizione dei criteri di accesso ai sistemi interbancari di trasferimento dei fondi e delle misure di controllo dei rischi associati ai sistemi di compensazione. Successivamente, il Gruppo ha sviluppato il progetto del sistema TARGET (acronimo di *Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer*), un sistema di regolamento lordo per tutta l'Unione, costruito principalmente per il trattamento di pagamenti collegati con la politica monetaria. Il TARGET diver-

rà operativo agli inizi del 1999, con il lancio della III fase dell'unione monetaria. Un terzo campo di attività ha riguardato lo sviluppo della sorveglianza dei sistemi di pagamento su base cooperativa da parte delle autorità dei diversi paesi partecipanti all'unione monetaria.

9. Nel 1993, quando i primi schemi di borsellino elettronico vennero lanciati in alcuni paesi europei, le banche centrali estesero la sfera della sorveglianza cooperativa dai pagamenti di importo elevato a quelli al dettaglio. Per le banche centrali, tale estensione era coerente con le responsabilità loro affidate in base al Trattato di Maastricht, il quale stabilisce che "La Banca Centrale Europea (BCE) e le banche centrali nazionali possono fornire strutture, e la BCE può anche stabilire regolamenti, al fine di assicurare sistemi di compensazione e di pagamento efficienti e affidabili all'interno della Comunità e nei rapporti con i paesi terzi" (art. 22 dello Statuto del Sistema Europeo delle Banche Centrali allegato al Trattato).

Nel maggio del 1994, il Gruppo di lavoro pubblicò un rapporto sul borsellino elettronico nel quale si distinguevano le carte prepagate a spendibilità limitata da quelle a spendibilità generalizzata o multiuso e si sosteneva che queste ultime meritano l'attenzione delle banche centrali per almeno tre ragioni. In primo luogo, le banche centrali sono preoccupate circa la possibilità che l'introduzione dei nuovi strumenti possa riflettersi negativamente sulla fiducia nel sistema dei pagamenti: la fiducia potrebbe essere incrinata se i borsellini fossero emessi da istituzioni non regolamentate o se fossero di facile contraffazione. In secondo luogo, la sostituzione delle banconote e dei depositi bancari con moneta caricata sulle carte prepagate potrebbe avere implicazioni pratiche – almeno nel lungo periodo – per la conduzione della politica monetaria, sebbene presumibilmente non si rifletterebbe sulla capacità delle banche centrali di controllare l'offerta di moneta. In terzo luogo, la diffusione dei borsellini elettronici potrebbe avere implicazioni per l'attività e gli utili delle banche centrali connessi con l'emissione delle banconote.

Il rapporto dell'Unione europea del 1994 sottolineava inoltre che, in termini economici, la raccolta di fondi a fronte dell'emissione di carte prepagate multiuso è equivalente alla raccolta di depositi; la conclu-

sione approvata dai governatori delle banche centrali dei paesi della UE fu quindi che solo le banche dovrebbero essere autorizzate a emettere tali strumenti. Ciò viene considerato necessario al fine di proteggere l'integrità del sistema dei pagamenti al dettaglio, di salvaguardare i consumatori dal fallimento di uno degli emittenti, di facilitare la conduzione della politica monetaria e di assicurare pari condizioni nella concorrenza tra istituti emittenti.

Nel 1995 le banche centrali della UE condussero un'analisi più generale per determinare se fosse necessario un'impostazione comune delle problematiche dei pagamenti al dettaglio. La conclusione principale fu che la concorrenza è in questa area la principale forza propulsiva e che un'impostazione comune può essere richiesta solo qualora l'affidabilità finanziaria dei sistemi di pagamento o l'attuazione della politica monetaria fossero potenzialmente in pericolo; e se, nello stesso tempo, scelte nazionali diverse minassero la parità di condizioni concorrenziali, e quindi la libera circolazione dei servizi bancari e di pagamento all'interno dell'Unione europea. Secondo questi criteri generali, fu considerato che le carte prepagate e la moneta via rete rientrano chiaramente nell'area per la quale si richiedono soluzioni comuni.

10. Passando ora a esaminare la situazione oltre i confini europei, vediamo che gli Stati Uniti sono il paese in cui gli sviluppi nel campo della moneta elettronica su rete sono più avanzati. Recentemente, la Federal Reserve ha resa nota la propria posizione sulla moneta elettronica. Come Edward Kelley, membro del Comitato dei Governatori, ha affermato in un discorso del maggio scorso, la Federal Reserve condivide l'opinione che i nuovi strumenti possono avere, in linea di principio, implicazioni per le banche centrali e che gli sviluppi pertanto dovrebbero essere strettamente sorvegliati, tuttavia, dato lo stadio iniziale di tale evoluzione, la Federal Reserve non ritiene opportuno precludere agli operatori non bancari la possibilità di emettere i nuovi strumenti. Ciò non esclude, peraltro, la possibilità di introdurre regolamentazioni specifiche qualora, in futuro, emergessero problemi. Analogo parere era stato espresso da Alan Blinder, Vicepresidente della Federal Reserve, nell'audizione dell'ottobre 1995 davanti al Comitato sui servizi bancari e finanziari del Congresso.

Inoltre, considerato che le carte di importo non elevato espongono i clienti a rischi molto limitati, la Federal Reserve ha recentemente proposto l'esenzione delle carte prepagate avvalorabili con importi non superiori a 100 dollari dalle norme per la tutela del consumatore fissate dalla Regulation E sui trasferimenti elettronici di fondi.

11. La natura globale dei nuovi prodotti ha spinto le banche centrali del G10 ad affrontare insieme l'analisi dei problemi posti dalla moneta elettronica. Nel novembre del 1993, i Governatori del G10 hanno costituito gruppi di lavoro specializzati con il compito di analizzare le implicazioni dei nuovi servizi di pagamento per la politica monetaria e il signoraggio, gli aspetti connessi con la sicurezza, i potenziali impedimenti all'applicazione delle leggi, il quadro giuridico e contrattuale e i problemi posti dalla varietà dei potenziali fornitori.

Questi studi hanno fornito alle banche centrali una comune base di analisi. Essi confermano che in linea di principio la diffusione della moneta elettronica potrebbe avere implicazioni per le banche centrali nelle varie aree appena menzionate, ma sostengono pure che le caratteristiche dei nuovi prodotti sono ancora in fase evolutiva e che le conseguenze potrebbero variare a seconda delle caratteristiche che verranno alla fine adottate dai produttori dei nuovi strumenti e della velocità o ampiezza della loro diffusione. Certo, al momento è molto difficile fare previsioni. Quindi – come il Presidente del G10, Hans Tietmeyer, ha affermato dopo l'ultima riunione dei Governatori a Basilea – le banche centrali sorveglieranno le iniziative promosse in tale ambito e saranno attente all'insorgere di eventuali problemi.

Un aspetto importante per il quale sono già state tratte conclusioni dalle banche centrali è quello della sicurezza. Il rapporto pubblicato recentemente dal G10 osserva che i sistemi di moneta elettronica dovrebbero essere strutturati in modo da garantire livelli di sicurezza pari a quelli che caratterizzano gli altri strumenti di pagamento; si riconosce, inoltre, che i fornitori di moneta elettronica hanno rivolto particolare attenzione alla sicurezza tecnica, tuttavia gli sforzi si sono in genere concentrati su aspetti specifici dei prodotti piuttosto che sulla sicurezza dei sistemi nel loro insieme.

In tale contesto, la Banca d'Italia ha sottolineato l'esigenza di rivolgere particolare attenzione ad aspetti, quali la natura dell'emittente, la possibilità di effettuare pagamenti da carta a carta, l'ammontare massimo caricabile e l'utilizzo nei trasferimenti internazionali, che potrebbero dare luogo a seri problemi in termini di diffusione del rischio e di controllo monetario e rendere tali schemi utilizzabili per il riciclaggio o per altre attività illecite. La Banca d'Italia ha pertanto sottolineato l'opportunità di intervenire, anche in tempi brevi, per evitare che gli schemi di moneta elettronica assumano caratteristiche potenzialmente pericolose.

V. Linee di indirizzo: conclusioni

12. La cooperazione e i dibattiti a livello internazionale manifestano chiaramente che le banche centrali concordano nel riconoscere ai nuovi prodotti profili di interesse pubblico. Esse sono convinte che la moneta elettronica possa innalzare l'efficienza dei pagamenti al dettaglio e che le forze del mercato siano il motore più potente per il progresso in questo campo.

Il mercato dovrebbe svolgere, e di fatto svolge, il ruolo fondamentale, ma ciò non significa che non vi sia spazio d'azione per le autorità. Per un verso, la concorrenza può operare correttamente solo se viene assicurata la parità di condizioni e se la fiducia nel sistema dei pagamenti non corre rischi. Per un altro verso, non meno importante, è necessario che alcuni interessi generali siano salvaguardati: l'efficiente conduzione della politica monetaria, la difesa contro l'uso illecito dei nuovi strumenti, la protezione del consumatore. Per le banche centrali nasce dunque l'esigenza di definire una scelta d'impostazione che tenga conto dei benefici potenziali e dei rischi, e che sia il più possibile efficace e rispettosa dell'operare del mercato.

Per quanto riguarda gli schemi di moneta elettronica che hanno una dimensione globale, soluzioni efficaci dovranno poggiare su livelli minimi di armonizzazione internazionale. Infatti, gli emittenti di "moneta via rete" possono fornire i loro prodotti a tutti gli utenti collegati, indipendentemente dalla collo-

cazione fisica. Il mercato di tali prodotti è globale. Quindi, la mancanza di cooperazione internazionale comprometterebbe la parità di condizioni tra i fornitori dei diversi paesi e creerebbe incentivi ad aggirare le regolamentazioni trasferendo l'attività nel paese meno regolamentato. Per le autorità nazionali diverrebbe impossibile esercitare un controllo efficace. In tali circostanze i nuovi schemi internazionali di moneta elettronica potrebbero essere facilmente utilizzati per il riciclaggio e altri scopi illeciti.

13. Un'impostazione armonizzata a livello internazionale non è facile da conseguire. Finora, in effetti, le posizioni delle banche centrali sui nuovi prodotti mostrano ancora diversità nell'approccio e nella risposta da dare in sede di regolamentazione. Un primo orientamento, che si può considerare più vicino a quello americano, è di "aspettare e vedere", ossia intervenire solo se e quando sorgono problemi effettivi. Un secondo indirizzo, più europeo, tende a definire un quadro regolamentare fin dalle prime fasi dello sviluppo di nuovi fenomeni, sulla base di un'analisi della natura e della dimensione dei rischi, prima ancora che tali rischi si siano effettivamente manifestati. Un'area specifica in cui emerge questa differenza nella risposta da dare in sede di regolamentazione è l'eventuale limitazione alle sole banche del diritto di emettere moneta elettronica.

A mio parere, tali differenze sono importanti ma non vanno sopravvalutate; ho fiducia nel fatto che, alla fine, esse non impediranno di trovare un orientamento comune. Questa fiducia poggia su due considerazioni.

In primo luogo, la scelta tra un orientamento del tipo "aspetta e vedi" e uno di tipo preventivo sarà influenzata dalla valutazione che ciascuno farà circa l'importanza degli schemi di moneta elettronica nel breve o nel più lungo termine. La stretta cooperazione internazionale tra le banche centrali nell'analisi degli sviluppi in corso permetterà di giungere a valutazioni comuni che potranno consentire di individuare un punto di equilibrio tra i due indirizzi: ciò è auspicabile in quanto permetterebbe di combinare i vantaggi di entrambi. L'atteggiamento del tipo "aspetta e vedi" favorisce la concorrenza e la sperimentazione del settore privato, che sono necessarie per la definizione di prodotti in grado di rispondere alle esigenze dei con-

sumatori e delle imprese a condizioni di prezzo contenute; quello dell'azione preventiva chiarisce in una prima fase le regole del gioco e riduce il rischio che, ove sorgano problemi, l'introduzione di nuove norme metta a repentaglio scelte imprenditoriali effettuate dagli operatori.

La seconda considerazione è che per molti dei problemi posti dai nuovi prodotti è già possibile delineare un orientamento comune, come dimostra il recente rapporto sugli aspetti tecnici che ha sottolineato l'importanza di un approccio integrato e globale alla sicurezza. In altre aree riguardanti la regolamentazione finanziaria (quali l'emissione di moneta elettronica da parte di istituzioni non bancarie) sarà senza dubbio più difficile trovare soluzioni comuni perché la impostazione varia da paese a paese, riflettendo le tradizioni e le specificità della struttura finanziaria. L'indirizzo ora seguito dagli Stati Uniti sembra essere coerente con un sistema dei pagamenti in cui gli istituti non bancari – *money market mutual funds*, ad esempio, o gli emittenti di *travellers' cheques* e *money orders* – hanno tradizionalmente svolto un ruolo importante, venendo sottoposti a forme di regolamentazione specifiche, diverse da quelle applicate alle banche. Per contro, l'altro approccio riflette la centralità del ruolo delle banche nei sistemi finanziari della maggior parte dei paesi europei.

Soluzioni praticabili devono dunque tener conto delle specificità nazionali. A tal fine, un orientamento comune può essere definito, almeno entro certi limiti, fissando obiettivi comuni ma lasciando che ciascun paese scelga, per conseguirli, gli strumenti più coerenti con le proprie tradizioni e con la propria struttura regolamentare.

14. In conclusione, gli sviluppi in corso nel campo della moneta elettronica devono essere considerati alla luce dell'evoluzione storica della moneta e dei sistemi di pagamento.

La spinta degli operatori a minimizzare i costi associati agli scambi rappresenta la principale forza propulsiva di tale processo evolutivo. L'innovazione tecnologica ha offerto l'opportunità di conseguire enormi guadagni di efficienza attraverso lo sviluppo di forme immateriali di moneta.

Tuttavia, queste opportunità non possono essere colte se non viene assicurato un adeguato livello di fiducia nella moneta e nell'integrità del sistema dei pagamenti. E poiché la fiducia è un bene pubblico, essa non può essere assicurata dalle sole forze del mercato. È per questo che l'affermazione di forme immateriali di moneta richiede nuove modalità di intervento pubblico da parte delle banche centrali.

Appendice

Serie statistiche

Congiuntura estera

- Tav. a1 — Prodotto lordo, deflatore e saldo delle partite correnti
 » a2 — Produzione industriale
 » a3 — Prezzi al consumo
 » a4 — Prezzi alla produzione dei manufatti
 » 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 — Operazioni pronti contro termine in titoli da parte della Banca d'Italia
 » a28 — Acquisti pronti contro termine di valuta da parte della Banca d'Italia
 » a29 — Operazioni in BOT in via definitiva della Banca d'Italia: metodo dell'asta competitiva
 » a30 — Tassi ufficiali
 » a31 — Tassi d'interesse
 » a32 — Tassi d'interesse bancari: operazioni di raccolta in lire con la clientela residente
 » a33 — Tassi d'interesse bancari: operazioni di prestito in lire alla clientela residente
 » a34 — Banche: principali voci di situazione
 » a35 — Banche: impieghi e titoli
 » a36 — Banche: depositi
 » a37 — Fondi comuni mobiliari di diritto italiano: portafoglio titoli e patrimonio netto
 » a38 — Attività di gestione patrimoniale
 » a39 — Emissioni nette di valori mobiliari
 » a40 — Condizioni di emissione dei BTP, CTE, CCT e CTZ
 » a41 — Mercato mobiliare: rendimenti attesi e indici di capitalizzazione
 » a42 — Moneta
 » a43 — Attività liquide
 » a44 — Attività finanziarie
 » a45 — Credito
 » a46 — 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-63a.

Tav. a1

Prodotto lordo, deflatore e saldo delle partite correnti

PERIODO	Stati Uniti	Giappone	Germania	Francia (1)	Italia	Regno Unito	Canada
Prodotto lordo reale (variazioni percentuali sul periodo precedente; dati destagionalizzati)							
1990	1,3	5,1	....	2,5	2,2	0,4	-0,2
1991	-1,0	4,0	....	0,8	1,1	-2,0	-1,8
1992	2,7	1,3	1,8	1,2	0,6	-0,5	0,8
1993	2,3	0,1	-1,2	-1,3	-1,2	2,1	2,2
1994	3,5	0,5	3,0	2,8	2,1	3,8	4,1
1995	2,0	0,8	2,1	2,2	3,0	2,4	2,3
1995 -I trim.	0,1	..	0,2	0,6	1,5	0,3	0,4
II "	0,2	0,6	0,7	0,1	0,2	0,4	-0,3
III "	0,9	1,0	0,1	0,2	0,6	0,6	0,3
IV "	0,1	1,0	..	-0,4	0,1	0,4	0,2
1996 -I trim.	0,5	2,8	-0,5	1,1	0,4	0,6	0,3
II "	1,1	-0,5	1,5	-0,4	-0,4	0,5	0,3
Deflatore del prodotto lordo (variazioni percentuali sul periodo precedente; dati destagionalizzati)							
1990	4,3	2,2	....	3,1	7,6	6,4	3,1
1991	4,0	2,7	....	3,3	7,7	6,6	2,9
1992	2,7	1,8	5,5	2,1	4,7	4,6	1,3
1993	2,6	0,7	3,8	2,5	4,4	3,2	1,0
1994	2,3	0,3	2,2	1,5	3,5	1,9	0,7
1995	2,5	-0,5	2,1	1,7	5,0	2,4	1,5
1995 -I trim.	0,8	0,1	0,6	0,4	1,2	0,9	0,6
II "	0,6	-0,6	0,7	0,5	1,8	0,8	0,6
III "	0,5	0,6	0,4	0,3	1,5	0,2	0,5
IV "	0,5	-0,7	0,3	0,5	1,3	0,7	0,1
1996 -I trim.	0,5	0,6	0,4	0,3	0,8	0,7	-0,2
II "	0,4	....	..	0,6	0,4	0,7	0,5
Saldo delle partite correnti (miliardi di dollari; dati destagionalizzati)							
1990	-94,7	35,8	48,1	-10,0	-17,0	-32,5	-21,6
1991	-9,5	68,4	-17,5	-6,7	-23,6	-14,3	-23,6
1992	-62,6	112,3	-19,5	3,9	-28,6	-18,4	-21,6
1993	-99,9	132,0	-13,5	9,1	11,3	-16,2	-22,4
1994	-148,4	130,6	-20,2	6,9	15,1	-3,5	-16,3
1995	-148,2	111,4	-16,7	16,6	27,4	-4,6	-8,0
1995 -I trim.	-39,0	26,7	-2,4	6,5	5,8	0,6	-2,7
II "	-41,0	31,5	-3,6	5,4	6,8	-1,5	-3,5
III "	-37,7	30,0	-3,6	1,2	7,6	-1,7	-1,7
IV "	-30,4	23,0	-8,1	3,1	7,2	-1,9	-0,2
1996 -I trim.	-34,9	15,4	-2,7	6,9	8,3	-1,2	-1,2
II "	-38,8	15,3	-6,8	....	10,5	0,7	0,8

(1) In seguito a una revisione dei criteri di rilevazione delle statistiche riguardanti la bilancia dei pagamenti, a partire dal 1994 i dati relativi ai saldi delle partite correnti non sono confrontabili con quelli degli anni precedenti.

Produzione industriale

(variazioni percentuali sul periodo precedente; dati destagionalizzati)

PERIODO	Stati Uniti	Giappone	Germania	Francia	Italia	Regno Unito	Canada
1990 .....	..	4,1	....	1,5	0,1	-0,3	-3,3
1991	-1,8	1,8	....	-1,2	-0,9	-3,7	-4,2
1992	3,5	-6,1	-2,6	-1,3	-0,2	-0,1	1,1
1993	3,5	-4,5	-7,2	-3,9	-2,4	2,1	4,5
1994	5,8	0,8	3,6	4,0	5,2	5,0	7,0
1995	3,3	3,5	2,0	1,5	5,4	2,6	3,4
1994 - III trim.	1,1	1,5	1,6	2,7	2,4	1,3	2,5
IV "	1,5	2,0	2,1	0,7	0,3	..	1,9
1995 - I trim.	1,0	1,1	-0,7	-0,6	0,7	0,7	0,6
II "	-0,4	0,2	0,7	..	0,6	0,3	-0,8
III "	0,8	-1,6	-0,5	0,1	4,3	0,8	0,3
IV "	0,2	2,1	-1,5	-1,6	-1,7	-0,1	-0,2
1996 - I trim.	0,7	0,4	..	1,3	-2,6	0,2	0,3
II "	1,6	-0,3	1,0	0,1	-0,4	0,1	0,5
III "	1,1	....	....	....	....	....	....
1995 - Set.	0,1	-0,5	1,0	-1,8	-8,1	0,5	..
Ott.	-0,5	1,3	-2,3	-0,9	-0,8	-0,9	-0,3
Nov.	0,3	0,5	1,2	0,2	0,2	0,5	0,1
Dic.	0,2	0,8	-0,3	1,0	5,2	0,4	-0,2
1996 - Gen.	-0,2	0,6	0,8	..	-6,2	-0,7	0,6
Feb.	1,4	1,6	-2,3	0,5	-0,5	0,5	-0,1
Mar.	-0,5	-6,0	1,7	0,5	2,2	0,6	-0,3
Apr.	0,7	3,2	-0,2	-0,8	-3,0	-0,7	0,5
Mag.	0,7	2,4	0,9	0,7	1,3	0,9	0,4
Giu.	0,8	-4,3	0,7	-0,4	1,8	-0,9	-0,1
Lug. ....	..	4,9	0,6	1,9	-2,2	0,5	1,4
Ago.	0,3	-2,3	1,7	..	....	-0,4	....
Set.	0,2	....	....	....	....	....	....

Prezzi al consumo

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

PERIODO	Stati Uniti	Giappone	Germania	Francia	Italia	Regno Unito	Canada
1990	5,4	3,1	....	3,4	6,1	9,5	4,8
1991	4,2	3,3	....	3,2	6,4	5,9	5,6
1992	3,0	1,7	5,1	2,4	5,4	3,7	1,5
1993	3,0	1,2	4,5	2,1	4,2	1,6	1,8
1994	2,6	0,7	2,7	1,7	3,9	2,5	0,2
1995	2,8	-0,1	1,8	1,8	5,4	3,4	2,2
1994 - III trim.	2,9	..	2,7	1,6	3,8	2,3	0,2
IV "	2,7	0,8	2,6	1,6	3,8	2,6	..
1995 - I trim.	2,8	0,2	2,0	1,7	4,4	3,4	1,6
II "	3,1	..	1,9	1,6	5,5	3,4	2,7
III "	2,6	..	1,7	1,8	5,7	3,7	2,4
IV "	2,7	-0,6	1,7	1,9	5,9	3,2	2,1
1996 - I trim.	2,7	-0,3	1,6	2,1	5,0	2,8	1,4
II "	2,8	0,1	1,5	2,4	4,2	2,3	1,4
III "	2,9	....	1,4	1,8	3,5	2,1	1,4
1995 - Set.	2,5	0,1	1,8	2,0	5,8	3,9	2,3
Ott.	2,8	-0,6	1,8	1,8	5,8	3,2	2,4
Nov.	2,6	-0,7	1,7	1,9	6,0	3,1	2,1
Dic.	2,5	-0,4	1,8	2,1	5,8	3,2	1,7
1996 - Gen.	2,7	-0,5	1,5	2,0	5,5	2,9	1,6
Feb.	2,7	-0,4	1,6	2,0	5,0	2,7	1,3
Mar.	2,8	-0,1	1,7	2,3	4,5	2,7	1,4
Apr.	2,9	0,2	1,5	2,4	4,5	2,4	1,4
Mag.	2,9	0,2	1,7	2,4	4,3	2,2	1,5
Giu.	2,8	..	1,4	2,3	3,9	2,1	1,4
Lug.	3,0	0,4	1,6	2,3	3,6	2,2	1,2
Ago.	2,9	0,2	1,4	1,6	3,4	2,1	1,4
Set.	3,0	....	1,4	1,6	3,4	2,1	1,5

Prezzi alla produzione dei manufatti
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

PERIODO	Stati Uniti	Giappone	Germania	Francia	Italia	Regno Unito	Canada
1990	3,8	1,5	1,4	1,4	4,5	5,8	0,3
1991	0,6	1,1	2,2	0,8	3,5	5,5	-1,0
1992	0,8	-1,0	1,6	-0,4	2,2	3,5	0,5
1993	1,4	-1,6	0,1	-0,5	4,0	3,7	3,3
1994	1,4	-1,7	0,6	0,7	3,6	2,9	5,7
1995	4,0	-0,7	2,2	2,7	7,7	3,5	8,1
1994 - II trim.	0,2	-2,0	0,3	0,3	3,1	2,7	5,2
III "	2,2	-1,7	0,7	0,8	3,5	2,5	6,6
IV "	2,9	-1,1	1,5	2,0	4,7	2,9	7,5
1995 - I trim.	4,5	-0,7	2,3	2,8	6,4	3,1	9,9
II "	5,2	-0,5	2,5	3,1	8,7	3,2	9,0
III "	3,6	-0,7	2,4	2,9	8,7	3,7	7,7
IV "	2,7	-0,7	1,7	2,0	7,3	3,9	5,8
1996 - I trim.	1,7	-0,9	0,6	0,4	5,3	3,8	1,7
II "	0,9	-0,9	..	-0,9	2,3	3,5	0,4
1995 - Lug.	4,1	-0,8	2,4	....	9,0	3,6	8,3
Ago.	3,3	-0,8	2,3	....	8,5	3,7	7,2
Set.	3,3	-0,6	2,4	....	8,4	3,8	7,7
Ott.	3,1	-0,6	2,1	....	7,8	3,9	6,7
Nov.	2,5	-0,7	1,6	....	7,3	3,7	5,7
Dic.	2,6	-0,9	1,5	....	6,8	4,0	5,2
1996 - Gen.	2,2	-0,9	0,8	....	6,3	3,4	2,6
Feb.	1,6	-1,0	0,6	....	5,4	4,1	1,9
Mar.	1,3	-1,0	0,4	....	4,1	3,9	0,5
Apr.	1,3	-1,0	0,2	....	3,1	3,7	0,5
Mag.	1,0	-0,9	0,1	....	2,1	3,5	0,9
Giu.	0,5	-1,0	-0,2	....	1,6	3,3	-0,3
Lug.	0,5	-0,9	-0,2	....	1,3	2,9	-0,5

Tassi d'interesse sui mercati monetari
(valori percentuali)

PERIODO	Stati Uniti	Giappone	Germania	Francia	Italia	Regno Unito	Canada
Tassi ufficiali di riferimento (dati di fine periodo)							
1991	3,50	4,50	8,00	9,60	12,00	10,50	7,67
1992	3,00	3,25	8,25	9,10	12,00	7,00	7,36
1993	3,00	1,75	5,75	6,20	8,00	5,50	4,11
1994	4,75	1,75	4,50	5,00	7,50	6,25	7,43
1995 – Set.	5,25	0,50	3,50	5,00	9,00	6,75	6,71
Ott.	5,25	0,50	3,50	5,00	9,00	6,75	7,65
Nov.	5,25	0,50	3,50	4,80	9,00	6,75	6,07
Dic.	5,25	0,50	3,00	4,45	9,00	6,50	5,79
1996 – Gen.	5,00	0,50	3,00	4,20	9,00	6,25	5,37
Feb.	5,00	0,50	3,00	3,90	9,00	6,25	5,50
Mar.	5,00	0,50	3,00	3,80	9,00	6,00	5,25
Apr.	5,00	0,50	2,50	3,70	9,00	6,00	5,00
Mag.	5,00	0,50	2,50	3,70	9,00	6,00	5,00
Giu.	5,00	0,50	2,50	3,60	9,00	5,75	5,00
Lug.	5,00	0,50	2,50	3,55	8,25	5,75	4,75
Ago.	5,00	0,50	2,50	3,35	8,25	5,75	4,25
Set.	5,00	0,50	2,50	3,25	8,25	5,75	4,25
Tassi di mercato monetario (dati medi nel periodo)							
1992	3,43	4,46	9,46	10,34	14,02	9,62	7,11
1993	3,00	3,01	7,24	8,59	10,20	5,94	3,86
1994	4,25	2,28	5,31	5,85	8,51	5,51	7,18
1995	5,49	1,25	4,48	6,58	10,46	6,68	5,54
1995 – Set.	5,28	0,61	4,15	5,96	10,40	6,72	6,46
Ott.	5,28	0,56	4,05	6,87	10,77	6,74	5,93
Nov.	5,36	0,59	3,96	5,89	10,68	6,65	5,82
Dic.	5,14	0,53	3,89	5,56	10,61	6,49	5,54
1996 – Gen.	5,00	0,58	3,56	4,70	10,07	6,37	5,12
Feb.	4,83	0,65	3,30	4,41	9,93	6,17	5,18
Mar.	4,96	0,67	3,30	4,27	9,85	6,06	5,03
Apr.	4,95	0,66	3,27	4,00	9,62	6,01	4,73
Mag.	5,02	0,65	3,25	3,90	8,92	6,03	4,65
Giu.	5,09	0,60	3,34	3,97	8,77	5,85	4,70
Lug.	5,15	0,72	3,34	3,84	8,75	5,74	4,43
Ago.	5,05	0,67	3,27	3,96	8,81	5,75	4,03
Set.	5,09	0,57	3,10	3,75	8,44	5,78	3,96

Tassi d'interesse e corsi azionari sui mercati finanziari
(dati medi nel periodo)

PERIODO	Stati Uniti	Giappone	Germania	Francia	Italia	Regno Unito	Canada
Tassi delle obbligazioni							
1992	7,01	5,12	7,85	8,59	13,28	9,06	8,54
1993	5,87	4,03	6,45	6,78	11,29	7,47	7,12
1994	7,08	4,20	6,99	7,22	10,58	8,17	9,16
1995	6,58	3,29	6,94	7,53	12,21	8,24	7,43
1995 – Set.	6,20	2,82	6,67	7,35	11,55	7,96	8,11
Ott.	6,04	2,74	6,63	7,48	11,97	8,11	8,11
Nov.	5,93	2,73	6,34	7,02	11,65	7,79	7,44
Dic.	5,71	2,71	6,08	6,75	11,18	7,50	7,43
1996 – Gen.	5,65	2,97	5,87	6,44	10,42	7,45	7,35
Feb.	5,81	3,08	6,31	6,59	10,50	7,78	7,84
Mar.	6,27	3,20	6,51	6,64	10,68	8,07	7,94
Apr.	6,51	3,25	6,41	6,50	10,35	8,07	8,07
Mag.	6,74	3,30	6,45	6,46	9,72	8,10	7,92
Giu.	6,91	3,22	6,57	6,55	9,57	8,06	7,98
Lug.	6,87	3,31	6,54	6,44	9,42	7,93	7,86
Ago.	6,64	3,16	6,35	6,34	9,49	7,85	7,60
Set.	6,83	2,90	6,24	6,23	9,16	7,83	7,48
Indici azionari							
1992	156,51	63,78	136,96	148,23	87,53	131,36	103,2
1993	170,00	71,56	147,03	161,90	104,07	156,64	118,20
1994	173,35	75,07	168,49	164,86	129,61	169,05	129,71
1995	203,93	64,67	164,56	149,78	118,82	176,91	134,24
1995 – Set.	217,87	67,39	173,51	148,46	122,04	187,20	137,15
Ott.	219,43	67,20	165,40	142,55	112,86	186,83	135,03
Nov.	224,18	67,55	165,42	149,07	109,33	188,48	141,11
Dic.	231,35	72,19	170,35	147,71	109,31	191,50	142,72
1996 – Gen.	231,29	75,06	178,23	155,73	114,45	195,30	150,41
Feb.	244,51	74,83	181,63	157,94	116,89	197,56	149,38
Mar.	243,59	73,56	184,00	159,14	113,52	197,16	150,50
Apr.	243,62	78,69	187,21	167,82	118,19	203,22	155,81
Mag.	248,91	78,61	186,23	169,33	126,95	202,95	158,84
Giu.	251,61	79,33	188,82	169,28	126,38	201,35	152,71
Lug.	242,46	76,95	186,51	162,66	120,44	198,09	149,23
Ago.	249,46	74,36	187,17	160,21	115,46	203,97	155,72
Set.	254,05	74,02	190,37	164,70	114,80	208,15	160,19

Tassi d'interesse e premio/sconto del dollaro statunitense sui mercati internazionali

(dati medi nel periodo)

PERIODO	Dollaro USA	Yen giapponese	Marco tedesco	Lira italiana	Sterlina inglese	Dollaro USA	Yen giapponese	Marco tedesco	Lira italiana	Sterlina inglese
Eurotassi a 3 mesi						Eurotassi a 12 mesi				
1992	3,70	4,33	9,36	13,48	9,53	4,10	4,14	9,04	13,10	9,34
1993	3,14	2,90	7,13	9,95	5,87	3,54	2,84	6,32	9,63	5,71
1994	4,60	2,18	5,21	8,29	5,44	5,45	2,41	5,30	8,92	6,25
1995	5,92	1,07	4,38	10,24	6,64	6,13	1,11	4,58	10,79	7,12
1995 - Set.	5,74	0,41	4,05	10,22	6,68	5,75	0,45	4,08	10,42	6,69
Ott.	5,81	0,16	3,96	10,55	6,69	5,76	0,22	3,97	10,70	6,73
Nov.	5,75	0,21	3,87	10,51	6,62	5,56	0,28	3,81	10,59	6,53
Dic.	5,65	0,23	3,80	10,43	6,45	5,41	0,30	3,63	10,46	6,25
1996 - Gen.	5,41	0,35	3,47	9,92	6,34	5,17	0,50	3,33	9,66	6,16
Feb.	5,16	0,45	3,21	9,69	6,14	4,98	0,70	3,26	9,43	6,05
Mar.	5,28	0,44	3,24	9,60	6,02	5,46	0,64	3,33	9,40	6,18
Apr.	5,37	0,47	3,18	9,44	5,98	5,68	0,79	3,27	9,11	6,29
Mag.	5,37	0,48	3,17	8,76	5,99	5,80	0,87	3,25	8,42	6,30
Giu.	5,46	0,44	3,26	8,69	5,77	6,03	0,80	3,49	8,34	6,08
Lug.	5,53	0,51	3,27	8,55	5,70	6,05	0,93	3,52	8,18	5,93
Ago.	5,42	0,44	3,17	8,67	5,71	5,82	0,74	3,35	8,36	5,97
Set.	5,51	0,36	3,02	8,41	5,74	6,03	0,58	3,21	8,14	6,01
Premio (-) / Sconto (+) del dollaro statunitense a 3 mesi						Premio (-) / Sconto (+) del dollaro statunitense a 12 mesi				
1992	-0,63	-5,65	-9,77	-5,82		-0,04	-4,94	-9,00	-5,24	
1993	0,24	-3,99	-6,81	-2,73		0,69	-2,78	-6,09	-2,17	
1994	2,41	-0,61	-3,69	-0,85		3,04	0,16	-3,47	-0,80	
1995	4,85	1,54	-4,32	-0,72		5,02	1,55	-4,66	-0,99	
1995 - Set.	5,33	1,69	-4,48	-0,94		5,30	1,67	-4,67	-0,94	
Ott.	5,65	1,85	-4,74	-0,88		5,54	1,79	-4,94	-0,97	
Nov.	5,54	1,88	-4,76	-0,87		5,28	1,75	-5,03	-0,97	
Dic.	5,42	1,85	-4,78	-0,80		5,11	1,78	-5,05	-0,84	
1996 - Gen.	5,06	1,94	-4,51	-0,93		4,67	1,84	-4,49	-0,99	
Feb.	4,71	1,95	-4,53	-0,98		4,28	1,72	-4,45	-1,07	
Mar.	4,84	2,04	-4,32	-0,74		4,82	2,13	-3,94	-0,72	
Apr.	4,90	2,19	-4,07	-0,61		4,89	2,41	-3,43	-0,61	
Mag.	4,89	2,20	3,39	-0,62		4,93	2,55	-2,62	-0,50	
Giu.	5,02	2,20	-3,23	-0,31		5,23	2,54	-2,31	-0,05	
Lug.	5,02	2,26	-3,02	-0,17		5,12	2,53	-2,13	0,12	
Ago.	4,98	2,25	-3,25	-0,29		5,08	2,47	-2,54	-0,15	
Set.	5,15	2,49	-2,90	-0,23		5,45	2,82	-2,11	0,02	

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 britannica	Franco svizzero	DSP	Ecu	
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	2.164,1	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	2.196,0	1.837,7	390,65
1994	1.611,8	15,7837	994,68	290,79	2.467,3	1.180,82	2.307,5	1.909,0	383,25
1995	1.628,9	17,4525	1.137,99	326,63	2.571,6	1.379,87	2.471,0	2.107,2	386,75
1994 – III trim.	1.571,6	15,8585	1.006,17	293,81	2.436,4	1.198,29	2.292,0	1.920,1	394,25
IV "	1.588,5	16,0644	1.028,51	299,53	2.515,5	1.225,07	2.329,9	1.960,0	383,25
1995 – I trim.	1.641,9	17,1647	1.113,94	318,60	2.599,3	1.327,17	2.451,4	2.077,9	383,40
II "	1.665,3	19,7021	1.191,05	338,44	2.657,8	1.440,70	2.607,8	2.193,6	387,05
III "	1.610,0	17,1733	1.124,80	325,46	2.533,1	1.364,06	2.442,6	2.095,6	384,00
IV "	1.598,3	15,7608	1.123,15	324,27	2.495,6	1.389,92	2.385,8	2.062,5	386,75
1996 – I trim.	1.573,4	14,8843	1.071,79	312,54	2.409,1	1.322,31	2.305,4	1.977,2	396,35
II "	1.555,4	14,4770	1.022,09	301,57	2.370,6	1.251,07	2.249,4	1.923,3	382,00
III "	1.521,3	13,9588	1.015,95	298,66	2.364,8	1.244,55	2.209,3	1.918,5	379,00
1995 – Set.	1.615,1	16,0890	1.104,76	320,33	2.515,3	1.357,86	2.396,8	2.062,0	384,00
Ott.	1.605,7	15,9407	1.135,13	324,98	2.533,8	1.401,83	2.405,7	2.084,0	382,65
Nov.	1.593,7	15,6558	1.124,66	326,15	2.489,9	1.394,30	2.382,2	2.064,9	387,80
Dic.	1.594,5	15,6633	1.106,75	321,21	2.455,4	1.370,25	2.368,4	2.033,2	386,75
1996 – Gen.	1.583,8	14,9941	1.083,92	316,45	2.423,8	1.342,88	2.324,7	1.999,1	405,55
Feb.	1.572,4	14,8890	1.072,86	311,97	2.415,4	1.315,89	2.305,6	1.971,0	400,60
Mar.	1.563,3	14,7646	1.058,02	309,01	2.387,5	1.307,19	2.285,3	1.960,6	396,35
Apr.	1.565,6	14,6031	1.041,31	306,78	2.373,7	1.285,38	2.271,5	1.947,6	391,30
Mag.	1.558,1	14,6434	1.015,77	300,14	2.360,9	1.241,50	2.250,9	1.912,9	390,55
Giu.	1.542,3	14,1679	1.009,83	297,93	2.378,2	1.227,30	2.225,4	1.910,5	382,00
Lug.	1.526,7	13,9762	1.015,20	299,77	2.372,5	1.238,53	2.213,8	1.917,8	385,65
Ago.	1.516,6	14,0618	1.023,27	299,67	2.350,6	1.261,36	2.211,6	1.924,3	386,45
Set.	1.520,2	13,8367	1.009,47	296,44	2.370,5	1.234,34	2.201,5	1.913,5	379,00

Tav. a9

Tassi di cambio effettivi nominali
(dati medi nel periodo; indici 1987=100)

PERIODO	Stati Uniti	Giappone	Germania	Francia	Italia	Regno Unito	Canada	Svizzera
1990	92,8	95,7	103,1	101,4	99,1	101,2	112,1	99,1
1991	90,9	103,3	101,9	99,5	97,6	101,6	113,8	97,5
1992	89,4	108,8	104,6	102,4	94,1	97,7	106,8	95,5
1993	91,3	130,1	107,2	104,8	78,5	89,1	100,7	98,1
1994	90,0	140,9	107,3	105,5	74,9	89,3	94,2	104,5
1995	85,0	149,0	112,9	108,6	67,5	85,3	92,0	111,8
1994 – III trim.	88,2	143,7	108,5	106,4	74,6	88,1	93,1	105,8
IV "	87,7	143,3	108,9	106,5	73,0	89,3	93,2	106,2
1995 – I trim.	87,1	146,9	111,9	107,3	68,9	87,6	90,2	108,7
II "	81,7	164,1	113,8	108,4	64,5	84,6	91,0	112,2
III "	84,6	148,3	112,6	109,2	68,0	84,8	93,1	111,6
IV "	86,5	136,7	113,2	109,4	68,4	84,2	93,6	114,5
1996 – I trim.	88,6	132,3	111,8	109,2	71,2	84,2	93,3	112,9
II "	89,6	131,1	109,7	108,7	73,8	85,3	94,0	110,1
III "	89,6	128,6	110,2	108,6	74,5	86,1	93,5	110,7
1995 – Set.	86,8	139,2	112,1	108,9	69,0	85,4	94,2	112,7
Ott.	86,0	137,4	113,8	108,8	67,8	85,0	94,2	114,7
Nov.	86,4	136,0	113,3	110,0	68,3	84,0	93,7	114,8
Dic.	87,1	136,8	112,6	109,5	69,1	83,5	92,9	114,0
1996 – Gen.	88,4	132,2	112,1	109,6	70,4	83,9	93,4	113,6
Feb.	88,7	132,5	112,0	109,0	71,2	84,5	92,8	112,3
Mar.	88,7	132,2	111,3	109,0	71,9	84,1	93,6	112,7
Apr.	89,2	131,1	110,4	109,2	72,7	84,3	94,3	111,8
Mag.	89,7	132,8	109,3	108,5	74,1	85,1	93,6	109,6
Giu.	90,0	129,5	109,4	108,4	74,6	86,5	94,0	109,1
Lug.	89,8	128,4	110,0	109,0	74,5	86,3	93,6	110,0
Ago.	89,2	129,7	110,7	108,6	74,2	85,4	93,2	111,8
Set.	89,9	127,7	110,0	108,2	74,9	86,7	93,6	110,2

Tassi di cambio effettivi reali
(dati medi nel periodo; indici 1987=100)

PERIODO	Stati Uniti	Giappone	Germania	Francia	Italia	Regno Unito	Canada	Svizzera
1990	97,9	88,9	100,2	100,7	103,7	107,2	107,1	98,2
1991	95,8	96,1	99,8	97,8	104,2	112,2	106,6	95,3
1992	94,6	99,4	103,7	99,1	102,0	111,2	99,8	92,5
1993	97,0	115,1	105,6	99,9	88,3	104,4	96,1	94,4
1994	95,2	120,4	104,8	99,8	86,4	106,3	93,9	98,9
1995	90,4	121,5	109,0	101,9	81,6	101,8	95,8	102,5
1994 – II trim.	96,4	120,8	104,0	98,8	88,2	106,3	92,7	97,6
III "	93,9	121,9	105,8	100,4	86,2	104,9	93,1	100,3
IV "	93,0	120,5	105,8	100,6	85,0	106,2	94,6	99,8
1995 – I trim.	92,2	121,3	108,5	101,0	81,3	104,1	93,7	100,9
II "	87,4	133,6	109,7	101,7	78,1	100,3	94,2	103,0
III "	90,1	120,2	108,6	102,4	83,1	101,2	97,1	102,0
IV "	91,8	110,7	109,3	102,6	83,9	101,4	98,1	104,0
1996 – I trim.	94,6	106,6	107,6	101,5	87,7	102,6	97,0	101,4
II "	96,6	105,0	105,3	100,2	91,2	104,4	96,9	98,2
1995 – Lug.	87,6	128,3	109,7	102,2	81,1	100,2	95,7	101,9
Ago.	90,5	119,4	108,1	102,6	83,8	101,4	97,1	101,1
Set.	92,2	112,7	108,0	102,4	84,4	102,1	98,5	102,9
Ott.	91,4	111,4	109,8	102,3	83,1	102,0	98,4	104,5
Nov.	91,6	110,3	109,4	103,2	83,8	101,0	98,3	104,2
Dic.	92,5	110,5	108,7	102,3	84,8	101,2	97,5	103,1
1996 – Gen.	94,4	106,6	108,0	101,7	86,6	102,1	97,5	102,5
Feb.	94,6	106,7	107,9	101,2	87,7	103,0	96,8	100,7
Mar.	94,9	106,4	106,9	101,5	88,8	102,7	96,8	100,8
Apr.	96,2	105,0	105,9	100,9	89,8	103,0	96,9	100,0
Mag.	96,7	106,3	104,9	100,0	91,6	104,1	96,8	97,5
Giu.	97,0	103,7	105,2	99,9	92,4	106,0	96,9	97,1
Lug.	96,6	102,9	105,8	99,9	92,2	106,0	96,6	97,9

Tassi di cambio effettivi reali intra-UE
(dati medi nel periodo; indici 1987=100)

PERIODO	Germania	Francia	Italia	Regno Unito	Spagna	Paesi Bassi	Belgio
1990	97,6	99,0	102,2	104,5	110,0	97,1	100,4
1991	98,1	96,6	103,1	111,0	110,2	95,4	97,8
1992	101,1	97,1	100,0	108,3	107,3	94,7	98,1
1993	106,9	100,3	87,9	105,6	97,2	96,4	98,3
1994	106,7	100,4	86,2	108,0	93,3	96,1	100,6
1995	110,1	101,7	80,5	101,2	94,7	99,0	103,2
1994 – II trim.	106,1	99,7	88,3	108,3	93,1	95,5	100,6
III "	107,3	100,8	85,7	105,7	93,7	96,4	101,5
IV "	107,1	100,8	84,5	106,8	93,6	97,6	101,2
1995 – I trim.	109,9	101,0	80,4	104,2	92,3	99,5	102,4
II "	111,7	101,8	77,2	100,3	94,7	100,3	104,3
III "	109,3	102,0	81,9	100,4	95,9	98,4	102,9
IV "	109,3	101,9	82,5	99,9	95,8	97,8	103,3
1996 – I trim.	107,3	100,7	86,4	101,2	97,3	97,7	102,2
II "	105,1	99,7	90,3	103,6	96,6	97,5	101,0
1995 – Lug.	110,8	101,9	79,9	99,5	96,4	98,7	103,6
Ago.	108,7	102,2	82,7	100,6	95,9	98,4	102,5
Set.	108,3	102,0	83,2	101,1	95,3	98,1	102,7
Ott.	109,9	101,5	81,6	100,4	95,4	98,1	103,4
Nov.	109,3	102,4	82,3	99,3	95,8	97,9	103,2
Dic.	108,8	101,7	83,6	99,9	96,3	97,6	103,2
1996 – Gen.	107,8	101,0	85,3	100,7	97,5	98,0	102,2
Feb.	107,5	100,3	86,4	101,4	97,4	97,7	102,0
Mar.	106,6	100,7	87,6	101,4	96,9	97,4	102,3
Apr.	105,7	100,3	88,7	102,1	97,3	97,9	101,9
Mag.	104,9	99,6	90,7	103,6	96,9	97,4	100,9
Giu.	104,7	99,2	91,3	105,2	95,6	97,2	100,2
Lug.	105,1	99,0	91,0	104,7	95,9	97,7	100,1

Esposizione verso l'estero del sistema creditizio italiano

(consistenze di fine periodo in miliardi di lire)

GRUPPI DI PAESI E PAESI	1995 IV trimestre	1996 I trimestre	1996 II trimestre
Paesi industriali	316.305	326.793	330.686
Paesi OPEC	10.243	9.722	9.406
Altri PVS	21.143	21.401	21.752
di cui: <i>America latina</i>	14.061	14.153	14.418
<i>Africa</i>	1.095	1.103	1.068
<i>Asia</i>	5.453	5.607	5.702
<i>Medio Oriente</i>	534	539	564
Paesi dell'Est europeo	12.146	11.350	10.927
Centri <i>offshore</i>	32.633	31.165	31.086
Organizzazioni internazionali	5.204	5.384	6.154
Totale	397.674	405.814	410.012
<i>Per memoria:</i>			
Albania	119	118	120
Argentina	5.634	5.718	5.450
Bolivia	6	5	3
Brasile	3.352	3.292	3.514
Bulgaria	534	503	478
Cile	619	534	496
Colombia	680	744	724
Costa d'Avorio	24	24	23
Croazia	76	88	91
Ecuador	120	116	161
Filippine	53	79	83
Marocco	435	431	416
Messico	2.297	2.395	2.338
Nigeria	828	759	688
Perù	419	432	908
Polonia	772	700	684
Repubblica ceca	294	308	241
Romania	436	433	432
Russia	9.470	8.747	8.490
Slovenia	137	141	134
Ungheria	419	378	364
Uruguay	469	465	456
Venezuela	1.193	1.149	1.089

Conto economico delle risorse e degli impieghi
(variazioni percentuali sul periodo precedente)

PERIODO	Risorse			Impieghi					
	Prodotto interno lordo	Importa- zioni	Totale	Investimenti fissi lordi			Consumi delle famiglie	Altri impieghi interni	Esporta- zioni
				Costruzioni	Macchine, attrezzatu- re e mezzi di trasporto	Totale			
Quantità a prezzi 1990									
1990	2,2	8,9	3,2	3,5	3,8	3,6	2,4	1,8	6,8
1991	1,1	2,7	1,4	1,4	0,2	0,8	2,7	-0,1	-0,8
1992	0,6	5,4	1,4	-2,4	-1,2	-1,8	1,0	1,5	5,9
1993	-1,2	-8,1	-2,3	-6,3	-19,5	-12,8	-2,4	-2,6	9,1
1994	2,1	8,9	3,2	-5,8	7,5	0,2	1,5	3,3	10,5
1995	3,0	9,6	4,1	0,5	11,5	5,9	1,7	1,1	11,6
1994 -II trim. ...	1,3	2,7	1,5	-1,7	3,9	0,9	0,2	11,5	-1,9
III " ...	0,8	2,0	1,0	-1,5	3,0	0,7	0,1	-0,1	4,6
IV " ...	0,3	4,7	1,0	-0,4	1,8	0,7	0,3	2,2	2,2
1995 -I trim. ...	1,5	0,1	1,3	1,1	3,8	2,5	0,6	-3,1	5,7
II " ...	0,2	3,8	0,8	0,3	3,2	1,8	0,7	-3,2	3,5
III " ...	0,6	2,6	1,0	0,6	1,4	1,0	0,3	3,8	0,5
IV " ...	0,1	-0,3	..	1,5	1,4	1,5	..	2,6	-2,9
1996 -I trim. ...	0,4	-1,7	..	-0,4	-0,8	-0,6	0,1	0,3	0,2
II " ...	-0,4	-5,2	-1,2	0,5	0,7	0,6	0,1	-8,4	-0,5
Prezzi impliciti									
1990	7,6	-0,5	6,3	10,2	2,9	6,5	6,3	10,1	2,6
1991	7,7	-0,3	6,4	7,9	2,7	5,4	6,9	9,2	2,9
1992	4,7	1,1	4,0	5,2	2,4	3,9	5,6	1,6	1,6
1993	4,4	11,6	5,5	3,2	5,6	4,6	5,1	3,7	10,1
1994	3,5	5,2	3,7	3,5	3,2	3,2	4,6	3,1	2,3
1995	5,0	11,8	6,1	3,4	6,2	4,6	5,7	4,7	9,6
1994 -II trim. ...	0,5	0,8	0,5	0,2	0,7	0,3	0,9	-0,9	0,7
III " ...	0,7	2,5	1,0	0,7	0,8	0,7	1,2	1,4	0,7
IV " ...	1,0	2,0	1,1	0,3	1,4	0,8	1,3	1,1	1,1
1995 -I trim. ...	1,2	4,4	1,8	1,4	1,9	1,6	1,4	2,3	2,4
II " ...	1,8	4,6	2,3	1,2	1,6	1,3	1,7	2,6	4,4
III " ...	1,5	1,1	1,5	0,6	1,9	1,2	1,6	-1,0	3,2
IV " ...	1,3	-0,1	1,0	0,4	1,6	1,0	1,3	-1,6	2,4
1996 -I trim. ...	0,8	-1,2	0,5	-0,4	0,9	0,3	1,2	-2,3	0,7
II " ...	0,4	-0,5	0,3	-0,1	0,7	0,3	0,6	-0,2	-0,8

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		
	(indici 1990=100)				(media dei saldi mensili delle risposte all'inchiesta)				
1990	100,0	100,0	100,0	100,0	-9,4	-16,1	-7,5	11,9	3,7
1991	99,1	100,4	95,9	99,4	-27,5	-31,5	-26,7	11,2	8,5
1992	98,9	101,1	92,1	99,7	-32,0	-36,9	-32,0	1,9	7,2
1993	96,5	98,7	88,9	97,7	-43,1	-21,7	-35,6	2,8	4,6
1994	101,5	104,1	92,2	103,0	-17,9	8,9	-6,9	25,1	-4,3
1995	107,0	107,7	105,0	107,2	-5,7	16,6	1,3	21,9	-1,2
1991 - I trim ...	98,7	100,6	97,6	98,5	-28,2	-34,8	-27,5	9,5	9,7
II " ...	98,8	99,0	96,1	99,2	-28,2	-32,6	-27,8	10,9	9,7
III " ...	99,1	100,3	95,2	100,1	-26,6	-30,2	-24,8	12,7	8,3
IV " ...	99,8	101,9	94,6	99,7	-27,2	-28,4	-26,7	11,7	6,3
1992 - I trim ...	101,2	102,9	95,2	101,7	-24,7	-30,4	-23,9	10,7	11,3
II " ...	100,9	102,0	94,2	101,7	-27,5	-39,0	-29,3	8,3	11,0
III " ...	96,1	98,8	88,5	98,7	-34,1	-38,0	-34,7	-3,7	5,3
IV " ...	97,3	100,9	90,4	96,8	-41,9	-40,1	-40,3	-7,8	1,0
1993 - I trim ...	98,8	102,3	93,2	98,6	-44,6	-34,4	-42,7	-2,8	3,3
II " ...	96,6	97,9	89,9	97,6	-46,4	-28,1	-40,4	-0,4	7,0
III " ...	94,6	97,5	86,1	96,7	-44,8	-17,9	-33,2	3,3	6,7
IV " ...	95,9	97,1	86,4	97,8	-36,6	-6,3	-26,2	11,3	1,3
1994 - I trim ...	97,4	100,7	86,3	99,0	-31,1	-1,6	-18,6	17,8	-2,3
II " ...	101,1	104,2	92,7	102,1	-20,2	8,5	-8,0	24,8	-1,0
III " ...	103,6	106,5	94,5	105,4	-15,8	12,1	-4,8	28,7	-4,7
IV " ...	103,9	104,8	95,4	105,6	-4,7	16,5	3,6	29,0	-9,3
1995 - I trim ...	104,7	106,2	97,1	106,0	-0,9	24,5	6,8	23,8	-4,7
II " ...	105,3	107,0	100,7	106,0	-2,6	21,1	4,6	20,8	0,3
III " ...	109,9	110,0	109,0	110,1	-5,4	14,6	2,7	24,3	-1,7
IV " ...	108,0	107,9	113,4	106,7	-13,9	6,2	-8,8	18,5	1,3
1996 - I trim ...	105,3	104,7	106,5	105,0	-23,2	-8,6	-17,2	10,4	5,0
II " ...	104,9	105,5	107,3	104,3	-32,6	-20,6	-24,7	4,7	6,3

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				
1992	1.750	4.916	1.934	12.859	21.459	2.798	24.257	11,5	42,4
1993	1.669	5.000	1.725	12.074	20.467	2.335	22.801	10,2	40,4
1994	1.573	4.933	1.655	11.959	20.120	2.561	22.680	11,3	40,1
1995	1.492	4.878	1.614	12.025	20.009	2.724	22.733	12,0	40,1
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. (*)	1.837	5.089	1.733	12.042	20.701	2.194	22.895	9,6	40,7
1993 – I trim.	1.675	5.047	1.713	12.131	20.566	2.112	22.676	9,3	40,2
II "	1.622	4.961	1.731	12.107	20.421	2.372	22.792	10,4	40,4
III "	1.662	5.005	1.756	12.129	20.553	2.313	22.865	10,1	40,5
IV "	1.716	4.986	1.700	11.927	20.327	2.542	22.871	11,1	40,5
1994 – I trim.	1.551	4.894	1.645	11.931	20.021	2.502	22.522	11,1	39,8
II "	1.551	4.899	1.647	12.051	20.148	2.578	22.726	11,4	40,2
III "	1.613	5.002	1.670	12.019	20.304	2.458	22.763	10,8	40,2
IV "	1.578	4.936	1.656	11.834	20.005	2.705	22.710	11,9	40,2
1995 – I trim.	1.429	4.819	1.598	11.852	19.698	2.739	22.437	12,2	39,6
II "	1.490	4.898	1.571	12.053	20.011	2.715	22.726	12,0	40,1
III "	1.554	4.916	1.646	12.124	20.241	2.673	22.914	11,7	40,5
IV "	1.493	4.880	1.642	12.070	20.086	2.769	22.855	12,1	40,3
1996 – I trim.	1.356	4.857	1.606	12.013	19.833	2.756	22.589	12,2	39,8
II "	1.333	4.925	1.571	12.248	20.078	2.816	22.894	12,3	40,4
III "	1.454	4.870	1.628	12.357	20.308	2.691	23.000	11,7	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	
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	3,3	3,6	6,1	5,1	2,2	4,7	5,6	4,5	4,2
1994	3,0	4,0	3,7	3,8	3,5	3,9	4,4	4,0	3,9
1995	8,5	5,8	11,7	10,2	6,1	4,7	5,2	5,2	5,4
1994 – III trim.	3,6	4,1	3,8	3,7	3,5	3,4	4,3	3,8	3,8
IV "	4,0	3,5	5,0	4,6	4,1	3,6	4,1	3,9	3,8
1995 – I trim.	5,4	4,0	8,6	7,5	5,2	3,6	4,5	4,3	4,4
II "	7,8	5,1	13,9	11,7	6,6	4,7	5,1	5,2	5,5
III "	8,3	6,3	12,8	11,3	6,5	5,2	5,6	5,6	5,7
IV "	8,7	7,7	11,4	10,5	6,0	5,4	5,6	5,6	5,9
1996 – I trim.	7,4	8,1	7,8	7,7	....	....	....	....	5,0
II "	4,5	6,8	2,8	3,5	....	....	....	....	4,2
III " .....	....	....	....	....	....	....	....	....	3,5
1995 – Lug.	7,9	5,8	13,4	11,5	6,6	5,2	5,5	5,5	5,6
Ago.	8,1	6,1	12,2	10,8	6,6	5,2	5,6	5,7	5,8
Set.	8,9	7,1	12,9	11,6	6,5	5,3	5,5	5,6	5,8
Ott.	8,6	7,7	12,0	10,8	6,3	5,2	5,5	5,5	5,8
Nov.	8,9	7,5	11,3	10,4	6,1	5,5	5,7	5,7	6,0
Dic.	8,7	7,8	10,8	10,1	5,8	5,5	5,6	5,6	5,8
1996 Gen.	8,3	8,3	10,0	9,4	....	....	....	....	5,5
Feb.	7,4	8,1	8,5	8,2	....	....	....	....	5,0
Mar.	6,7	7,7	5,0	5,6	....	....	....	....	4,5
Apr.	4,8	7,3	4,2	4,5	....	....	....	....	4,5
Mag.	4,5	7,2	2,9	3,5	....	....	....	....	4,3
Giu.	4,1	6,0	1,4	2,4	....	....	....	....	3,9
Lug.	4,4	5,9	1,7	2,6	....	....	....	....	3,6
Ago. ....	....	....	....	....	....	....	....	....	3,4
Set. ....	....	....	....	....	....	....	....	....	3,4

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						
1993	51.989	1.299	-26.958	-8.502	17.828	99.388	-84.589	14.799	-30.421	-2.206
1994	57.193	3.053	-26.625	-9.292	24.329	-43.867	21.594	-22.273	1.253	-3.309
1995	71.744	2.776	-25.224	-4.713	44.583	(51.214)	-58.102	(-6.888)	(-34.785)	-2.910
1994 - II trim. ..	13.830	1.885	-6.647	-3.007	6.061	-27.450	19.906	-7.544	2.413	-930
III " ..	16.737	972	-7.008	-3.818	6.883	-21.775	14.874	-6.901	-1.008	1.026
IV " ..	13.482	1.236	-6.326	-1.590	6.802	6.435	-10.722	-4.287	-3.300	785
1995 - I trim. ..	12.877	-1.144	-7.923	2.422	6.232	-9.326	4.928	-4.398	-13.430	11.596
II " ..	18.100	2.179	-5.551	-2.533	12.195	20.489	-10.389	10.100	-2.867	-19.428
III " ..	21.161	893	-5.532	-2.109	14.413	(9.655)	-19.564	(-9.909)	(-11.072)	6.568
IV " ..	19.606	848	-6.218	-2.493	11.743	(30.396)	-33.077	(-2.681)	(-7.416)	-1.646
1996 - I trim. ..	17.068	-700	-6.420	-623	9.325	(-15.847)	19.461	(3.614)	(-12.523)	-416
II " ..	25.402	3.561	-7.358	-4.290	17.315	(20.583)	-14.932	(5.651)	(1.114)	-24.080
1994 - Ago.	4.213	604	-763	-1.630	2.424	-2.032	116	-1.916	-3.719	3.211
Set.	3.858	-242	-2.901	-716	-1	-7.751	6.156	-1.595	469	1.127
Ott.	5.125	405	-2.642	-974	1.914	-7.211	1.145	-6.066	-1.790	5.942
Nov.	3.838	335	-1.956	-679	1.538	7.260	-8.086	-826	-3.202	2.490
Dic.	4.519	496	-1.728	63	3.350	6.386	-3.781	2.605	1.692	-7.647
1995 - Gen.	3.445	-1.106	-3.304	-215	-1.180	-4.267	9.938	5.671	-8.218	3.727
Feb.	3.636	-689	-1.412	1.414	2.949	1.962	-6.526	-4.564	583	1.032
Mar.	5.796	651	-3.207	1.223	4.463	-7.021	1.516	-5.505	-5.795	6.837
Apr.	5.997	38	-2.437	-484	3.114	4.518	-1.655	2.863	-3.869	-2.108
Mag.	5.898	720	-1.891	-552	4.175	8.525	-9.914	-1.389	1.075	-3.861
Giu.	6.205	1.421	-1.223	-1.497	4.906	7.446	1.180	8.626	-73	-13.459
Lug.	9.719	-122	-2.836	-687	6.074	(-2.992)	-5.401	(-8.393)	(2.102)	217
Ago.	5.646	625	-1.241	-637	4.393	(12.091)	-15.506	(-3.415)	(-3.324)	2.346
Set.	5.796	390	-1.455	-785	3.946	(556)	1.343	(1.899)	(-9.850)	4.005
Ott.	7.006	646	-2.290	-1.593	3.769	(5.329)	-4.814	(515)	(-5.493)	1.209
Nov.	6.467	379	-1.310	-1.206	4.330	(11.239)	-15.015	(-3.776)	(-3.499)	2.945
Dic.	6.133	-177	-2.618	306	3.644	(13.828)	-13.248	(580)	(1.576)	-5.800
1996 - Gen.	2.854	-499	-2.652	-855	-1.152	(-5.329)	7.473	(2.144)	(-999)	7
Feb.	6.658	66	-976	172	5.920	(-1.678)	-505	(-2.183)	(-4.654)	917
Mar.	7.556	-267	-2.792	60	4.557	(-8.840)	12.493	(3.653)	(-6.870)	-1.340
Apr.	6.778	1.298	-2.227	-1.649	4.200	(27.290)	-26.877	(413)	(3.430)	-8.043
Mag.	9.668	503	-2.086	-1.544	6.541	(-7.777)	13.351	(5.574)	(-2.848)	-9.267
Giu.	8.956	1.760	-3.045	-1.097	6.574	(1.070)	-1.406	(-336)	(532)	-6.770
Lug. ....	.....	.....	.....	.....	.....	(-11.981)	(6.731)	(-5.250)	.....	(-4)
Ago. ....	.....	.....	.....	.....	.....	(-96)	(-13.403)	(-13.499)	.....	(3.191)

Posizione della Banca d'Italia e dell'UIC verso l'estero

PERIODO	Attività a breve				Passività a breve termine	Posizione a medio e lungo termine			Posi- zione riserva su FMI	Oro	Totale riserve ufficiali
	Valute converti- bili	Ecu ufficiali	DSP	Totale		Attività		Passività			
						Totale	di cui: Titoli esteri				
<i>(miliardi di lire)</i>											
1992 – Dic. ...	36.642	1.925	350	38.917	7.819	4.090	3.913	1.421	3.588	29.944	67.299
1993 – Dic. ...	35.596	7.382	410	43.388	985	2.581	2.382	1.644	3.687	36.910	83.937
1994 – Dic. ...	39.197	7.554	204	46.955	790	2.290	1.817	1.671	3.314	41.338	91.436
1995 – Ago. ...	42.607	6.766	133	49.506	311	4.048	3.241	1.698	3.229	44.062	98.836
Set. ...	38.934	6.806	80	45.820	455	3.852	2.986	1.705	3.242	41.524	92.278
Ott. ...	37.347	8.543	78	45.968	2.590	4.048	3.196	1.674	3.183	41.524	90.459
Nov. ...	34.379	8.387	84	42.850	2.412	3.899	3.053	1.665	3.131	41.524	87.327
Dic. ...	38.377	9.377	–	47.754	2.462	4.470	3.533	1.655	3.112	40.257	91.476
1996 – Gen. ...	38.168	9.142	–	47.310	2.406	4.439	3.518	1.631	3.067	40.257	91.036
Feb. ...	36.571	9.059	27	45.657	2.821	4.695	3.787	1.604	3.016	40.257	89.200
Mar. ...	36.235	11.080	27	47.342	3.137	5.002	4.090	1.610	3.027	39.542	90.166
Apr. ...	43.133	11.221	27	54.381	2.625	5.203	4.305	1.592	2.993	39.542	97.902
Mag. ...	46.783	15.501	8	62.292	2.334	5.483	4.577	1.569	2.936	39.542	106.350
Giu. ...	50.923	15.528	13	66.464	286	5.668	4.770	1.556	2.900	39.479	112.669
Lug. ...	50.445	16.689	117	67.251	245	5.700	4.980	1.564	2.915	39.479	113.536
Ago. ...	46.664	16.506	121	63.291	202	5.778	5.064	1.550	2.890	39.479	109.686
<i>(milioni di dollari)</i>											
1992 – Dic. ...	24.824	1.304	237	26.365	5.297	2.771	2.651	963	2.431	23.175	48.481
1993 – Dic. ...	20.890	4.332	241	25.462	578	1.515	1.398	965	2.164	23.593	51.191
1994 – Dic. ...	24.052	4.635	125	28.812	485	1.405	1.115	1.025	2.034	26.342	57.082
1995 – Ago. ...	26.299	4.176	82	30.557	192	2.499	2.000	1.048	1.993	25.518	59.327
Set. ...	24.157	4.223	50	28.430	282	2.390	1.853	1.058	2.012	25.827	57.318
Ott. ...	23.418	5.357	49	28.824	1.624	2.538	2.004	1.050	1.996	25.827	56.511
Nov. ...	21.547	5.257	53	26.857	1.512	2.444	1.914	1.044	1.962	25.827	54.534
Dic. ...	24.217	5.917	–	30.134	1.554	2.821	2.229	1.044	1.964	25.654	57.975
1996 – Gen. ...	23.858	5.714	–	29.572	1.504	2.775	2.199	1.020	1.917	25.654	57.395
Feb. ...	23.515	5.825	17	29.358	1.814	3.019	2.435	1.031	1.939	25.654	57.125
Mar. ...	23.096	7.062	17	30.175	1.999	3.188	2.607	1.026	1.929	26.184	58.451
Apr. ...	27.600	7.180	17	34.797	1.680	3.329	2.755	1.019	1.915	26.184	63.527
Mag. ...	30.206	10.008	5	40.220	1.507	3.540	2.955	1.013	1.896	26.184	69.319
Giu. ...	33.164	10.113	8	43.285	186	3.691	3.106	1.013	1.889	25.533	73.199
Lug. ...	33.207	10.986	77	44.270	161	3.752	3.278	1.030	1.919	25.533	74.284
Ago. ...	30.822	10.902	80	41.804	133	3.816	3.345	1.024	1.909	25.533	71.905

Formazione del fabbisogno del settore statale
(miliardi di lire)

PERIODO	Bilancio			Tesoreria	Totale fabbisogno del Tesoro	Regolazioni di debiti pregressi	Dismissioni e altri introiti Fondo ammortamento titoli	Fabbisogno del Tesoro netto	Fabbisogno aggiuntivo Anas e Foreste	Fabbisogno netto nuova definizione	Per memoria	
	Incassi	Pagamenti	Disavanzo (-)								Fabbisogno aggiuntivo altre ex aziende autonome	Fabbisogno netto vecchia definizione
1993	470.685	617.736	-147.051	-18.308	-165.358	-10.837	-	-154.521	511	-154.010	2.097	-151.913
1994	477.160	620.928	-143.768	-12.384	-156.152	-6.442	5.925	-155.634	-667	-156.302	-487	-156.789
1995	523.332	643.650	-120.318	-3.956	-124.274	-3.185	9.155	-130.244	-2.542	-132.786	-1.730	-134.516
1994 - I trim.	98.808	129.471	-30.663	-11.801	-42.464	-1	1.593	-44.056	22	-44.034	-1.792	-45.826
II "	130.287	139.958	-9.671	-12.156	-21.827	-473	-	-21.354	-1.125	-22.479	-2.102	-24.581
III "	108.068	167.583	-59.515	22.126	-37.389	-14	4.326	-41.700	9	-41.691	-274	-41.965
IV "	139.997	183.916	-43.919	-10.552	-54.472	-5.954	6	-48.524	427	-48.097	3.681	-44.416
1995 - Gen. ..	41.873	46.703	-4.830	-6.437	-11.267	-2.500	-	-8.767	7	-8.760	-1.972	-10.732
Feb. ..	31.224	41.280	-10.056	729	-9.327	-88	2	-9.241	-	-9.241	-227	-9.469
Mar. ...	33.119	83.639	-50.520	31.269	-19.251	-	-	-19.251	-	-19.251	-482	-19.734
Apr. ...	35.538	35.997	-459	-16.223	-16.682	-17	-	-16.665	13	-16.651	129	-16.522
Mag. ...	41.294	51.524	-10.230	-2.399	-12.629	-64	-	-12.565	-942	-13.507	-254	-13.761
Giu. ...	63.215	64.676	-1.461	18.472	17.011	-	278	16.733	-670	16.063	-18	16.045
Lug. ...	42.722	49.398	-6.676	810	-5.866	-	913	-6.779	8	-6.772	268	-6.504
Ago. ...	40.644	33.802	6.842	-18.148	-11.306	-	-	-11.306	-	-11.306	235	-11.071
Set. ...	26.534	44.065	-17.531	-7.993	-25.524	-	-	-25.524	4	-25.520	111	-25.409
Ott. ...	35.930	66.361	-30.430	8.046	-22.385	-	1.757	-24.141	289	-23.853	349	-23.504
Nov. ...	41.557	56.292	-14.735	-5.147	-19.881	-409	-	-19.472	-	-19.472	1.505	-17.967
Dic. ...	89.682	69.914	19.768	-6.934	12.834	-107	6.205	6.736	-1.251	5.485	-1.374	4.111
1996 - Gen. ...	44.897	40.466	4.431	-16.633	-12.202	-	-	-12.202	8	-12.194	-669	-12.863
Feb. ...	29.925	40.734	-10.810	-2.161	-12.971	-	-	-12.971	-	-12.971	1.714	-11.257
Mar. ...	33.837	43.662	-9.825	-9.015	-18.840	-	-	-18.840	-	-18.840	-1.274	-20.114
Apr. ...	37.902	84.981	-47.079	21.694	-25.385	-	-	-25.385	263	-25.122	1.507	-23.615
Mag. ...	43.490	41.178	2.312	-11.343	-9.031	-2.007	-	-7.023	-	-7.023	-1.193	-8.216
Giu. ...	67.562	44.762	22.799	2.147	24.947	-	649	24.297	162	24.459	742	25.201
Lug. ...	46.619	63.639	-17.019	5.914	-11.106	-2.031	493	-9.567	8	-9.559	-1.488	-11.047
Ago. ...	43.084	40.628	2.457	-11.572	-9.116	-1.000	-	-8.116	-	-8.116	187	-7.929
Set. ...	26.478	59.197	-32.719	6.631	-26.088	-	-	-26.088	4	-26.085	-3	-26.087

Copertura del fabbisogno del settore statale

(miliardi di lire)

PERIODO	Titoli a medio e a lungo termine	BOT e BTE	Finanziamenti BI-UIC diversi da operazioni in titoli		Raccolta postale	Prestiti esteri	Altre operazioni	Fabbisogno	
				di cui: conti correnti					di cui: ex aziende autonome
1993 V	163.120	5.577	-34.512	-35.244	13.821	12.374	2.371	162.750	2.608
N	165.124	"	"	"	"	14.444	394	164.847	511
1994 V	225.609	11.706	-111.720	-103.554	24.499	9.569	-2.357	157.306	-1.154
N	221.636	"	"	"	"	9.186	1.512	156.819	-667
1995 V	88.640	-1.506	-8.439	-5.104	20.212	25.763	3.876	128.546	-4.272
N	89.840	"	"	"	"	25.751	959	126.816	-2.542
1995 -I trim. V	26.321	3.244	6.912	5.935	3.425	457	2.161	42.520	-2.675
N	"	"	"	"	"	-96	33	39.839	7
II trim. V	19.353	500	-28.884	-28.212	561	19.896	2.615	14.041	-1.741
N	20.353	"	"	"	"	19.717	1.651	13.898	-1.598
III trim. V	23.503	-3.250	16.268	17.027	2.581	2.809	161	42.071	626
N	23.703	"	"	"	"	3.127	257	42.685	12
IV trim. V	19.463	-2.000	-2.735	146	13.645	2.601	-1.061	29.914	-482
N	"	"	"	"	"	3.003	-982	30.394	-962
1996 -I trim. V	27.708	-4.288	20.895	26.012	-566	2.974	-2.488	44.234	-221
N	25.708	"	"	"	"	2.386	-129	44.005	8
II trim. V	41.355	-3.463	-33.743	-34.917	693	5.030	-1.883	7.988	1.482
N	"	"	"	"	"	5.062	-859	9.044	425
III trim. V	36.441	-4.940	13.135	13.127	-577	3.725	-182	47.602	-1.293
N	"	"	"	"	"	2.317	-78	46.298	12
1996 - Gen.	5.801	-1.287	5.859	5.740	1.872	17	-68	12.194	8
Feb.	14.117	-1.501	1.338	1.659	-861	56	-178	12.971	-
Mar.	5.791	-1.500	13.698	18.614	-1.577	2.313	116	18.840	-
Apr.	20.247	-713	4.751	4.865	-699	2.067	-530	25.122	263
Mag.	18.984	-500	-10.651	-10.248	1.320	-144	22	9.031	-
Giu.	2.123	-2.250	-27.843	-29.533	72	3.139	-350	-25.109	162
Lug.	19.302	-2.750	-4.446	-4.967	-910	1	-99	11.098	8
Ago.	12.142	-940	-2.308	-2.333	202	-	20	9.116	-
Set.	4.998	-1.250	19.889	20.427	132	2.316	-	26.085	4

Legenda: V = Struttura tradizionale dei conti, N = Struttura dei conti che esclude le Ferrovie, i Monopoli, i Telefoni e le Poste (i dati mensili riguardano solamente la nuova struttura); 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 bancari	Altri debiti interni	Totale mercato interno	Debiti verso BI-UIC	Debiti esteri	Totale
1988 V	494.362	240.324	94.873	12.097	1.925	843.580	139.571	28.586	1.011.738
1989 V	550.426	287.698	110.237	18.739	2.086	969.186	142.112	34.979	1.146.277
1990 V	635.360	323.405	122.954	21.913	2.339	1.105.971	140.091	48.799	1.294.860
1991 V	751.527	338.665	134.700	27.602	2.586	1.255.080	141.763	54.720	1.451.563
1992 V	826.193	395.378	146.115	35.065	2.900	1.405.651	165.979	64.653	1.636.283
1993 V	980.060	401.230	159.937	37.216	3.120	1.581.563	144.484	85.508	1.811.554
N	971.175	"	"	14.933	"	1.550.394	"	73.237	1.768.114
1994 V	1.126.646	399.207	184.436	34.763	3.216	1.748.268	137.787	96.079	1.982.134
N	1.113.788	"	"	16.347	"	1.716.995	"	83.215	1.937.996
1995 - I trim. V ..	1.163.360	408.099	187.861	36.863	3.277	1.799.460	142.127	107.980	2.049.567
N ..	1.150.502	"	"	16.319	"	1.766.058	"	93.466	2.001.651
II trim. V ..	1.182.248	408.175	188.422	39.398	3.357	1.821.600	118.304	124.094	2.063.997
N ..	1.170.390	"	"	17.891	"	1.788.234	"	109.816	2.016.354
III trim. V ..	1.205.271	409.192	191.003	39.486	3.430	1.848.382	132.405	119.706	2.100.493
N ..	1.193.613	"	"	18.075	"	1.815.312	"	105.897	2.053.614
IV trim. V ..	1.224.406	408.686	204.648	38.386	3.470	1.879.595	129.877	119.636	2.129.108
N ..	1.212.747	"	"	17.053	"	1.846.603	"	106.145	2.082.626
1996 - Gen.	1.220.121	409.584	206.520	16.953	3.502	1.856.679	130.985	104.225	2.091.889
Feb.	1.234.899	408.105	205.658	16.753	3.524	1.868.939	132.387	102.731	2.104.058
Mar.	1.243.026	404.630	204.081	16.853	3.541	1.872.131	146.964	105.592	2.124.687
Apr.	1.264.504	403.734	203.383	16.303	3.560	1.891.484	150.843	106.589	2.148.906
Mag.	1.284.590	399.144	204.703	16.303	3.582	1.908.322	143.351	104.649	2.156.323
Giu.	1.288.467	391.652	204.774	15.941	3.594	1.904.428	119.508	106.753	2.130.689
Lug.	1.309.618	391.492	203.864	15.841	3.595	1.924.409	112.221	107.815	2.144.446
Ago.	1.321.901	392.722	204.066	15.841	3.616	1.938.145	108.025	106.649	2.152.819
Set.	1.328.108	391.004	204.197	15.841	3.616	1.942.766	127.515	108.178	2.178.460

Legenda: V = Struttura tradizionale dei conti, N = Struttura dei conti che esclude le Ferrovie, i Monopoli, i Telefoni e le Poste (i dati mensili riguardano solamente la nuova struttura); cfr. la sezione Note Metodologiche.

Base monetaria
(variazioni in miliardi di lire)

PERIODO	Creazione							Totale	Utilizzo				
	Estero		Conti del Tesoro	Altre operazioni BI-UIC con il Tesoro	Mercato aperto	Rifinanziamento	Altri settori		Circolante	Riserve bancarie			
	di cui: pronti contro termine in valuta	Depositi presso B.I.								Altre voci	Totale		
												di cui: ris. obbl.	
1993	2.564	-2.055	-4.574	1.196	-14.098	-6.434	1.868	-19.479	4.152	-23.600	-24.131	-30	-23.630
1994	3.297	-813	-33.269	-21.474	47.451	238	-6.154	-9.911	6.452	-16.566	-13.332	202	-16.364
1995	2.915	10.592	-8.195	-25.174	15.455	4.857	-1.786	-11.928	2.060	-15.310	-18.728	1.322	-13.988
1995 - Set. .	-3.967	..	16.166	-1.061	-15.309	-24	-1.780	-5.975	1.753	-7.576	-4.561	-152	-7.728
Ott. .	-1.194	..	20.523	-2.006	-12.298	531	-284	5.272	-2.122	7.044	176	350	7.394
Nov. .	-2.948	..	12.321	-743	-11.336	1.233	-348	-1.822	2.239	-4.612	-646	552	-4.060
Dic. .	5.772	1.107	-34.591	-1.233	28.645	3.300	1.896	3.790	5.639	-3.111	-412	1.262	-1.850
1996 - Gen. .	-138	..	5.293	157	-5.768	-4.616	-1.793	-6.866	-6.275	1.290	-1.649	-1.881	-591
Feb. .	-916	..	1.659	-337	567	37	-1.240	-230	-2.162	1.808	1.039	124	1.932
Mar. .	1.330	..	12.858	403	-12.354	25	-1.639	623	2.481	-1.688	-3.982	-169	-1.858
Apr. .	8.042	..	4.865	-844	-16.554	-1.096	-934	-6.522	-1.587	-5.593	-350	658	-4.935
Mag. .	9.267	-1.558	-10.248	-1.007	4.602	-30	-838	1.746	1.230	672	-1.350	-156	516
Giu. .	6.773	-1.010	-27.284	-2.167	20.108	-47	2.332	-286	1.034	-792	1.310	-528	-1.320
Lug. .	-322	-3.557	-5.616	(-757)	7.848	76	-1.269	(-39)	(1.797)	-2.845	-1.903	1.009	-1.837
Ago. .	-3.471	-1.517	-2.333	(1.624)	8.265	48	289	(1.174)	(2.363)	4.327	913	-791	3.536
Set. .	1.393	-1.520	19.933	(-2.212)	-19.925	-15	(-1.196)	(-2.021)	(1.003)	-3.836	-1.052	(812)	(-3.024)

Finanziamento del Tesoro
(variazioni in miliardi di lire)

PERIODO	Fabbisogno lordo del settore statale	Copertura in forma non monetaria							Conti del Tesoro	Altre operazioni BI-UIC con il Tesoro
		Collocamenti netti di titoli sul mercato primario					Altre voci	Totale		
		BOT	CCT	BTP	Altri	Totale				
1993	164.847	-6.028	-10.480	-117.666	-5.480	-139.655	-28.570	-168.225	-4.574	1.196
1994	156.819	-36.729	-37.630	-105.721	3.606	-176.475	-34.088	-211.563	-33.269	-21.474
1995	126.816	-21.957	26.922	-100.045	-23.849	-118.929	-41.255	-160.184	-8.195	-25.174
1995 - Set.	25.520	-1.145	3.050	-10.252	28	-8.318	-2.098	-10.415	16.166	-1.061
Ott.	22.096	-1.189	1.213	276	-2.971	-2.670	-909	-3.579	20.523	-2.006
Nov.	19.881	-335	-1.516	-9.013	-3.559	-14.422	6.118	-8.304	12.321	-743
Dic.	-11.583	1.173	2.659	-8.547	-4.213	-8.928	-15.313	-24.241	-34.591	-1.233
1996 - Gen. ...	12.194	1.002	-2.893	-16	-3.040	-4.947	-1.797	-6.744	5.293	157
Feb.	12.971	1.485	-1.131	-12.147	-850	-12.642	993	-11.649	1.659	-337
Mar.	18.840	1.498	-8.394	6.169	-4.005	-4.732	-847	-5.579	12.858	403
Apr.	25.122	-3	-4.594	-11.308	-4.364	-20.269	-832	-21.101	4.865	-844
Mag.	9.031	155	-4.720	-9.090	-5.443	-19.098	-1.188	-20.286	-10.248	-1.007
Giu.	-25.109	1.833	-5.080	-585	201	-3.631	-712	-4.343	-27.284	-2.167
Lug.	11.098	1.075	-3.607	-11.506	-4.442	-18.479	1.008	-17.471	-5.616	(-757)
Ago.	9.116	-705	-3.068	-3.616	-5.462	-12.851	-222	-13.073	-2.333	(-1.624)
Set.	26.085	-376	-2.886	-5.025	2.373	-5.916	-2.448	-8.363	19.933	(-2.212)

Base monetaria
(consistenze di fine periodo in miliardi di lire)

PERIODO	Creazione										
	Estero		Titoli di Stato e per conto Tesoro	C/c di tesoreria	Conto disponibilità del Tesoro	Fondo ammortamento titoli di Stato	Altre voci		Crediti e debiti per operazioni temporanee	Rifinanziamento	Altri settori
		di cui: pronti c/termine in valuta						di cui: circolazione di Stato			
1992	67.089	31.072	76.677	80.780	..	..	4.218	1.618	42.806	9.016	-61.705
1993	84.085	33.897	88.886	76.206	-30.670	..	5.038	1.705	47.544	2.581	-74.269
1994	91.572	32.129	192.911	..	-58.018	-5.921	2.903	1.816	43.741	2.819	-80.517
1995 - Set. .	92.434	41.464	190.886	..	-63.268	-7.118	3.750	1.920	34.172	2.612	-83.146
Ott. .	90.630	41.139	194.015	..	-36.709	-13.154	3.529	1.933	16.959	3.144	-82.819
Nov. .	87.495	40.932	191.006	..	-27.586	-9.957	3.667	1.945	7.751	4.377	-82.981
Dic. .	91.617	41.791	193.582	..	-63.122	-9.012	2.794	1.951	35.836	7.676	-81.808
1996 - Gen. .	91.045	41.672	187.209	..	-57.382	-9.458	3.384	1.975	34.413	3.060	-81.574
Feb. .	89.210	40.665	187.262	..	55.723	-9.458	3.073	1.985	34.900	3.098	-81.895
Mar. .	90.166	40.998	188.133	..	-37.110	-15.214	3.918	1.990	21.234	3.123	-83.160
Apr. .	97.901	40.396	187.311	..	-32.245	-15.214	3.809	1.995	4.767	2.027	-83.787
Mag. .	106.349	38.443	190.470	..	-42.493	-15.214	3.416	2.005	5.596	1.997	-83.806
Giu. .	112.671	37.167	194.613	..	-72.027	-12.965	2.858	2.006	19.951	1.950	-81.023
Lug. .	113.139	33.609	191.835	..	-76.994	-13.614	(4.029)	(2.006)	28.649	2.026	-83.082
Ago. .	109.009	31.898	189.912	..	-79.327	-13.614	(4.054)	(2.006)	37.188	2.074	-82.133
Set. .	110.402	30.359	189.577	..	-58.900	-14.108	(4.009)	(2.006)	15.431	2.059	(-83.329)

PERIODO	Utilizzo					Totale base monetaria
	Circolante	Riserve bancarie			Totale	
		Depositi presso BI		Altre voci		
			di cui: riserva obbligatoria			
1992	85.617	127.543	129.927	5.721	133.263	218.880
1993	89.769	103.942	105.796	5.691	109.633	199.402
1994	96.221	87.377	92.464	5.893	93.270	189.490
1995 - Set. .	92.525	72.745	74.618	5.052	77.798	170.322
Ott. .	90.403	79.790	74.794	5.402	85.192	175.594
Nov. .	92.641	75.178	74.148	5.953	81.131	173.773
Dic. .	98.281	72.067	73.736	7.215	79.282	177.562
1996 - Gen. .	92.006	73.357	72.087	5.334	78.691	170.697
Feb. .	89.844	75.164	73.127	5.458	80.623	170.467
Mar. .	92.325	73.476	69.144	5.289	78.765	171.090
Apr. .	90.738	67.883	68.795	5.947	73.830	164.568
Mag. .	91.968	68.555	67.445	5.791	74.346	166.314
Giu. .	93.003	67.764	68.755	5.263	73.026	166.029
Lug. .	(94.800)	64.918	66.852	6.271	71.189	(165.989)
Ago. .	(92.437)	69.245	67.765	5.480	74.726	(167.163)
Set. .	(93.440)	65.409	66.713	6.392	(71.702)	(165.141)

Base monetaria e operazioni della

(consistenze in miliardi di lire)

PERIODO	Base monetaria						
	Circolante	Riserve bancarie					Variazioni percentuali (12 mesi)
		Depositi presso B.I.	di cui: riserve in eccesso	Cassa contante	Margine disponibile anticipazioni ordinarie	Totale	
1993 – Dic.	90.336	105.917	121	5.455	230	111.603	7,6
1994 – Dic.	96.140	92.619	151	5.732	198	98.549	0,7
1995 – Set.	91.869	74.730	329	5.000	168	79.897	-0,3
Ott.	90.987	75.010	202	5.290	212	80.512	0,4
Nov.	93.310	74.320	179	5.853	158	80.332	0,7
Dic.	96.929	73.921	202	7.187	179	81.287	1,4
1996 – Gen.	92.674	72.236	150	5.114	170	77.520	0,8
Feb.	90.198	73.283	156	5.241	158	78.682	0,9
Mar.	91.922	69.304	160	5.283	157	74.744	1,3
Apr.	91.054	69.978	183	5.594	206	74.778	1,4
Mag.	92.132	68.229	774	5.666	262	74.157	1,7
Giu.	92.734	68.846	91	5.148	400	74.394	1,9
Lug.	94.357	67.034	182	6.211	258	73.503	2,4
Ago.	93.413	67.924	159	5.314	209	73.447	2,5
Set.	(92.976)	66.865	152	(6.047)	235	(73.148)	(3,0)

Banca d'Italia: medie di dati giornalieri*e valori percentuali)*

		Operazioni della Banca d'Italia					
Totale	Variazioni percentuali (12 mesi)	Operazioni temporanee				Anticipazioni a scadenza fissa	Totale
		In titoli			Acquisti di valuta		
		Acquisti	Vendite	Totale			
201.939	6,6	35.913	251	35.662	33.408	135	69.205
194.689	2,8	36.428	1.231	35.197	31.386	200	66.783
171.766	0,9	23.391	1.923	21.468	41.199	188	62.855
171.499	1,0	7.908	1.911	5.997	41.609	318	47.925
173.642	1,1	10.864	1.842	9.022	41.533	1.456	52.011
178.216	1,2	15.852	1.277	14.575	42.143	3.819	60.537
170.194	0,9	23.394	981	22.413	41.847	65	64.325
168.880	0,4	19.671	1.177	18.494	41.394	48	59.936
166.666	0,5	10.228	1.459	8.768	40.914	34	49.716
165.831	0,1	3.633	5.335	-1.701	40.636	127	39.062
166.289	0,8	6.228	1.438	4.790	39.551	..	44.340
167.128	1,2	9.744	1.345	8.399	37.496	..	45.895
167.861	1,8	16.465	1.091	15.374	33.888	..	49.262
166.860	2,1	21.710	1.330	20.380	32.078	56	52.514
(166.123)	(2,3)	5.083	6.144	-1.061	30.032	29	29.000

Operazioni in titoli di Stato di BI-UIC

(miliardi di lire)

PERIODO	Operazioni definitive					Operazioni temporanee			Totale
	Mercato primario			Mercato aperto	Totale	Acquisti	Vendite	Saldo	
	Sottoscri- zioni	Rimborsi	Sottoscri- zioni nette						
Totale									
1994	350	19.690	-19.339	51.251	31.912	-3.069	-733	-3.803	28.112
1995	110	25.175	-25.065	22.361	-1.704	-7.575	-331	-7.906	-9.610
1995 - Ago.	8	2.459	-2.451	2.691	240	645	-301	344	584
Set.	9	1.193	-1.184	-969	-2.153	-14.108	-231	-14.340	-16.493
Ott.	12	1.798	-1.786	4.915	3.129	-17.326	113	-17.213	-14.084
Nov.	8	888	-881	-2.128	-3.009	-9.197	-11	-9.208	-12.217
Dic.	7	367	-360	561	201	27.449	636	28.084	28.285
1996 - Gen.	12	445	-434	-4.346	-4.779	-1.927	504	-1.423	-6.202
Feb.	9	35	-26	80	54	901	-414	487	541
Mar.	5	446	-441	1.312	870	-13.151	-515	-13.666	-12.795
Apr.	6	741	-735	-87	-822	-16.694	181	-16.467	-17.289
Mag.	6	620	-614	3.773	3.159	966	-138	829	3.988
Giu.	9	1.619	-1610	5.753	4.143	14.270	85	14.355	18.499
Lug.	6	1.933	-1.928	-851	-2.778	8.239	459	8.698	5.920
Ago.	5	1.655	-1.650	-274	-1.923	8.806	-267	8.539	6.616
Set.	115	2.283	-2.168	1.833	-335	-21.574	183	-21.758	-22.092
di cui: BOT									
1994 .....	..	17.574	-17.574	31.236	13.661	3.391	..	3.391	17.052
1995 .....	..	23.456	-23.456	12.490	-10.964	-8.983	..	-8.983	-19.951
1995 - Ago. ....	..	2.453	-2.453	1.202	-1.251	732	..	732	-519
Set. ....	..	1.144	-1.144	-1.005	-2.149	-1.791	..	-1.791	-3.940
Ott. ....	..	1.188	-1.188	3.110	1.922	-1.658	..	-1.658	264
Nov. ....	..	835	-835	-2.193	-3.028	-96	..	-96	-3.125
Dic. ....	..	326	-326	-57	-383	3.396	..	3.396	3.013
1996 - Gen. ....	..	285	-285	-1.900	-2.185	-1.376	..	-1.376	-3.561
Feb. ....	..	15	-15	-3	-18	15	..	15	-3
Mar. ....	..	2	-2	1.979	1.977	-1.734	..	-1.734	243
Apr. ....	..	716	-716	896	180	-1.729	..	-1.726	-1.549
Mag. ....	..	345	-345	4.452	4.107	723	..	723	4.830
Giu. ....	..	417	-417	5.675	5.258	1.563	..	1.563	6.821
Lug. ....	..	1.675	-1.675	-916	-2.591	1.255	..	1.255	-1.336
Ago. ....	..	1.645	-1.645	-530	-2.175	394	..	394	-1.781
Set. ....	..	1.626	-1.626	2.097	470	-3.273	..	-3.273	-2.803

Operazioni in titoli di Stato di BI-UIC

(miliardi di lire)

PERIODO	Operazioni definitive					Operazioni temporanee			Totale
	Mercato primario			Mercato aperto	Totale	Acquisti	Vendite	Saldo	
	Sottoscri- zioni	Rimborsi	Sottoscri- zioni nette						
di cui: CCT									
1994	44	45	-1	1.305	1.304	3.214	33	3.247	4.551
1995	44	1.217	-1.173	-1.529	-2.702	-1.163	1	-1.162	-3.864
1995 - Ago.	3	5	-1	-26	-27	-1.893	-302	-2.195	-2.222
Set.	1	35	-34	-146	-180	-2.463	303	-2.160	-2.340
Ott.	7	185	-178	-53	-231	-3.188	-99	-3.287	-3518
Nov.	2	50	-48	-3	-51	-2.760	125	-2.635	-2.686
Dic.	3	33	-30	104	74	8.998	27	9.025	9.099
1996 - Gen.	2	15	-13	-1.027	-1.040	1.849	3	-1.846	-2.886
Feb.	2	13	-11	-44	-55	1.823	47	1.870	1.815
Mar.	1	11	-10	-188	-197	-5.802	-16	-5.818	-6.015
Apr.	1	24	-23	106	83	-3.573	-105	-3.678	3.595
Mag.	1	5	-4	-70	-74	1.110	121	1.231	1.157
Giu.	2	10	-8	136	128	3.362	-182	3.180	3.308
Lug.	1	251	-250	-32	-282	377	115	492	210
Ago.	1	4	-3	98	95	1.966	57	2.023	2.118
Set.	1	5	-4	10	6	-6.734	-74	-6.808	-6.802
di cui: BTP									
1994	119	1.382	-1.263	17.662	16.399	-10.242	-767	-11.009	5.390
1995	66	340	-275	11.380	11.105	554	-331	223	11.328
1995 - Ago.	5	..	5	1.463	1.468	939	-191	748	2.216
Set.	8	..	8	-27	-20	-7.023	-282	-7.305	-7.325
Ott.	5	340	-335	1.717	1.382	-8.876	191	-8.685	-7.303
Nov.	6	..	6	111	116	-5.294	-136	-5.430	-5.314
Dic.	4	..	4	483	487	9.962	609	10.571	11.058
1996 - Gen.	10	139	-129	-1.012	-1.141	2.202	534	2.736	1.595
Feb.	7	..	7	-19	-12	-1.254	-489	-1.743	-1.755
Mar.	3	433	-430	-454	-884	-3.454	-598	-4.052	-4.936
Apr.	5	..	5	-924	-919	-7.994	382	-7.612	-8.531
Mag.	5	257	-252	-527	-779	-422	-151	-573	-1.352
Giu.	8	1.185	-1.177	-135	-1.312	5.699	158	5.857	4.545
Lug.	4	..	4	96	100	3.990	369	4.359	4.459
Ago.	4	5	-1	5	5	5.778	-301	5.477	5.482
Set.	4	8	-4	-262	-266	-6.688	-133	-6.821	-7.087

Aste dei Buoni ordinari del Tesoro

PERIODO			BOT in scadenza			BOT offerti	Scadenza in giorni	BOT domandati	BOT aggiudicati	Prezzo medio di aggiudicazione	Rendimenti	
			Operatori	Banca d'Italia	Totale						Netto	Lordo
3 Mesi												
1995 –	metà	Ott.	5.500	..	5.500	6.000	91	10.705	6.000	97,49	9,32	10,73
	fine	"	14.138	362	14.500	14.500	93	19.778	14.500	97,31	9,80	11,30
	metà	Nov.	5.230	20	5.250	5.250	92	10.397	5.250	97,44	9,40	10,84
	fine	"	13.000	..	13.000	13.000	91	16.258	13.000	97,49	9,32	10,73
	metà	Dic.	6.000	..	6.000	5.500	91	6.657	5.500	97,60	8,89	10,23
	fine	"	15.000	..	15.000	14.000	91	14.465	14.000	97,50	9,28	10,69
1996 –	metà	Gen.	6.000	..	6.000	5.500	91	9.336	5.500	97,64	8,73	10,05
	fine	"	14.500	..	14.500	14.250	90	14.413	14.213	97,74	8,44	9,71
	metà	Feb.	5.250	..	5.250	4.750	90	8.382	4.750	97,85	8,01	9,21
	fine	"	13.000	..	13.000	12.500	92	17.147	12.500	97,59	8,82	10,16
	metà	Mar.	5.500	..	5.500	5.000	91	9.490	5.000	97,74	8,34	9,60
	fine	"	14.00	..	14.000	13.750	91	17.585	13.750	97,66	8,65	9,96
	metà	Apr.	5.500	..	5.500	5.500	91	7.734	5.500	97,75	8,30	9,56
	fine	"	14.193	20	14.213	14.000	92	16.447	14.000	97,81	7,98	9,18
	metà	Mag.	4.740	10	4.750	4.750	91	7.620	4.750	97,687	7,84	9,02
	fine	"	12.309	191	12.500	12.250	91	15.932	12.250	97,89	7,76	8,93
	metà	Giu.	4.978	22	5.000	4.500	94	8.229	4.500	97,86	7,62	8,76
	fine	"	13.385	365	13.750	13.000	94	15.627	13.000	97,98	7,17	8,25
	metà	Lug.	5.500	..	5.500	5.000	92	7.797	5.000	97,92	7,56	8,70
	fine	"	13.225	775	14.000	13.000	92	14.550	13.000	97,95	7,45	8,56
	metà	Ago.	4.617	133	4.750	4.500	93	7.687	4.500	97,90	7,55	8,69
	fine	"	11.890	360	12.250	12.000	91	13.003	12.000	97,94	7,57	8,71
	metà	Set.	4.500	..	4.500	4.250	91	7.373	4.250	98,07	7,07	8,13
	fine	"	12.946	54	13.000	13.000	91	13.652	13.000	98,08	7,03	8,09
	metà	Ott..	4.995	5	5.000	4.000	92	8.260	4.000	98,13	6,76	7,78
6 Mesi												
1995 –	metà	Ott.	6.000	..	6.000	6.000	182	9.956	6.000	95,00	9,39	10,83
	fine	"	15.016	484	15.500	15.500	183	21.312	15.500	94,73	9,87	11,40
	metà	Nov.	5.750	..	5.750	5.750	182	11.935	5.750	95,03	9,33	10,76
	fine	"	13.441	559	14.000	13.750	183	17.941	13.750	95,05	9,23	10,66
	metà	Dic.	5.262	238	5.500	5.500	182	10.272	5.500	95,25	8,89	10,25
	fine	"	12.968	32	13.000	13.000	182	14.442	13.000	95,14	9,11	10,51
1996 –	metà	Gen.	6.366	134	6.500	6.500	182	10.102	6.500	95,35	8,69	10,02
	fine	"	14.250	..	14.250	14.000	182	16.773	14.000	95,59	8,21	9,47
	metà	Feb.	6.250	..	6.250	6.000	181	9.037	6.000	95,75	7,94	9,15
	fine	"	14.000	..	14.000	14.000	183	15.750	14.000	95,38	8,58	9,89
	metà	Mar.	6.500	..	6.500	6.500	185	9.199	6.500	95,45	8,35	9,62
	fine	"	14.500	..	14.500	14.250	185	14.989	14.250	95,36	8,52	9,83
	metà	Apr.	6.000	..	6.000	5.500	183	8.240	5.500	95,56	8,22	9,48
	fine	"	15.141	39	15.500	15.500	184	16.895	15.500	95,81	7,69	8,86
	metà	Mag.	5.750	..	5.750	5.750	184	7.288	5.750	95,85	7,61	8,77
	fine	"	13.750	..	13.750	13.500	182	16.681	13.500	95,97	7,47	8,60
	metà	Giu.	5.500	..	5.500	5.000	185	7.199	5.000	95,93	7,42	8,54
	fine	"	13.000	..	13.000	12.500	185	14.865	12.500	95,09	7,11	8,19
	metà	Lug.	6.500	..	6.500	6.000	184	7.644	6.000	95,98	7,36	8,48
	fine	"	13.892	108	14.000	13.500	184	15.329	13.500	95,98	7,36	8,48
	metà	Ago.	6.000	..	6.000	6.000	184	7.021	6.000	95,88	7,56	8,70
	fine	"	13.382	618	14.000	13.750	182	13.560	13.560	95,92	7,56	8,71
	metà	Set.	6.360	140	6.500	6.000	179	7.824	6.000	96,15	7,24	8,33
	fine	"	13.441	809	14.250	13.250	179	16.555	13.250	96,24	7,06	8,13
	metà	Ott.	5.478	22	5.500	5.000	182	8.603	5.000	96,33	6,76	7,79

Aste dei Buoni ordinari del Tesoro

PERIODO			BOT in scadenza			BOT offerti	Scadenza in giorni	BOT domandati	BOT aggiudicati	Prezzo medio di aggiudicazione	Rendimenti	
			Operatori	Banca d'Italia	Totale						Netto	Lordo
12 Mesi												
1995 –	metà	Ott.	6.677	323	7.000	6.500	365	14.005	6.500	90,25	9,33	10,80
	fine	"	16.980	20	17.000	17.000	367	20.638	17.000	89,80	9,75	11,30
	metà	Nov.	6.999	1	7.000	7.000	366	10.356	7.000	90,30	9,25	10,71
	fine	"	13.245	255	13.500	13.250	365	16.856	13.250	90,45	9,12	10,56
	metà	Dic.	4.445	55	4.500	4.500	367	5.969	4.500	90,70	8,81	10,20
	fine	"	14.999	1	15.000	15.000	367	17.048	15.000	90,55	8,96	10,38
1996 –	metà	Gen.	7.350	150	7.500	7.500	366	14.155	7.500	91,15	8,37	9,68
	fine	"	16.999	1	17.000	16.750	366	17.532	16.750	91,40	8,12	9,38
	metà	Feb.	7.250	..	7.250	7.000	365	11.000	7.000	91,55	7,98	9,23
	fine	"	14.985	15	15.000	15.000	365	17.917	15.000	91,10	8,45	9,77
	metà	Mar.	5.498	2	5.500	5.500	364	8.403	5.500	91,35	8,21	9,50
	fine	"	13.500	..	13.500	13.000	364	14.604	13.000	91,20	8,37	9,68
	metà	Apr.	4.500	..	4.500	4.500	365	7.205	4.500	91,40	8,14	9,41
	fine	"	12.163	337	12.500	12.500	363	14.572	12.500	92,05	7,52	8,68
	metà	Mag.	4.856	144	5.000	5.000	365	6.985	5.000	92,00	7,53	8,70
	fine	"	10.500	..	10.500	10.500	364	15.821	10.500	92,25	7,29	8,42
	metà	Giu.	3.975	25	4.000	4.500	367	8.594	4.500	92,10	7,39	8,53
	fine	"	10.495	5	10.500	10.000	367	13.548	10.000	92,50	6,99	8,06
	metà	Lug.	4.920	80	5.000	5.000	365	9.379	5.000	92,30	7,22	8,34
	fine	"	12.539	711	13.250	13.000	365	15.859	13.000	92,30	7,22	8,34
	metà	Ago.	5.428	72	5.500	5.500	365	8.015	5.500	92,15	7,38	8,52
	fine	"	11.539	462	12.000	12.000	364	18.598	12.000	92,15	7,40	8,54
	metà	Set.	5.991	9	6.000	6.500	364	11.978	6.500	92,45	7,09	8,19
	fine	"	13.886	615	14.500	14.500	365	22.894	14.500	92,65	6,87	7,93
	metà	Ott.	6.282	218	6.500	7.000	365	18.978	7.000	93,00	6,52	7,53
Totale												
1995 –	metà	Ott.	18.177	323	18.500	18.500	–	34.666	18.500	–	9,35	10,79
	fine	"	46.135	865	47.000	47.000	–	61.729	47.000	–	9,80	11,33
	metà	Nov.	17.979	21	18.000	18.000	–	32.688	18.000	–	9,32	10,76
	fine	"	39.686	814	40.500	40.000	–	51.055	40.000	–	9,22	10,65
	metà	Dic.	15.707	293	16.000	15.500	–	22.899	15.500	–	8,87	10,23
	fine	"	42.967	33	43.000	42.000	–	45.954	42.000	–	9,11	10,52
1996 –	metà	Gen.	19.716	284	20.000	19.500	–	33.593	19.500	–	8,58	9,90
	fine	"	45.749	1	45.750	45.000	–	48.718	44.963	–	8,25	9,51
	metà	Feb.	18.750	..	18.750	17.750	–	28.420	17.750	–	7,97	9,20
	fine	"	41.985	15	42.000	41.500	–	50.804	41.000	–	8,61	9,93
	metà	Mar.	17.498	2	17.500	17.000	–	27.093	17.000	–	8,30	9,58
	fine	"	42.000	..	42.000	41.000	–	47.178	41.000	–	8,52	9,83
	metà	Apr.	16.000	..	16.000	15.500	–	23.179	15.500	–	8,23	9,49
	fine	"	41.497	716	42.213	42.000	–	47.913	42.000	–	7,74	8,91
	metà	Mag.	15.346	154	15.500	15.500	–	21.894	15.500	–	7,65	8,82
	fine	"	36.559	191	36.750	36.250	–	48.433	36.250	–	7,52	8,66
	metà	Giu.	14.453	47	14.500	14.000	–	24.022	14.000	–	7,47	8,61
	fine	"	36.880	370	37.250	35.500	–	44.040	35.500	–	7,10	8,18
	metà	Lug.	16.920	80	17.000	16.000	–	24.819	16.000	–	7,38	8,50
	fine	"	39.656	1.595	41.250	39.500	–	45.738	39.500	–	7,34	8,46
	metà	Ago.	16.045	205	16.250	16.000	–	22.723	16.000	–	7,50	8,64
	fine	"	36.810	1.440	38.250	37.750	–	45.161	37.560	–	7,51	8,66
	metà	Set.	16.851	149	17.000	16.750	–	27.175	16.750	–	7,14	8,22
	fine	"	40.273	1.477	41.750	40.750	–	53.101	40.750	–	6,98	8,05
	metà	Ott.	16.755	245	17.000	16.000	–	35.867	16.000	–	6,66	7,67

Operazioni pronti contro termine in titoli da parte della Banca d'Italia

DATA DELL'ASTA	Importo dell'operazione		Durata in giorni		Tassi di aggiudicazione	
	Offerto	Accolto	Minima	Massima	Marginale	Medio ponderato
Acquisti						
1995 – Dic. 27	14.000	14.000	6	6	10,68	10,75
1995 – Dic. 28	10.000	10.000	7	7	10,50	10,65
1996 – Gen. 4	10.000	10.000	28	28	10,48	10,50
1996 – Gen. 23	10.000	10.000	8	8	10,08	10,11
1996 – Gen. 25	8.000	8.000	29	29	9,96	9,99
1996 – Gen. 26	11.000	11.000	18	18	9,94	10,04
1996 – Gen. 31	5.500	5.500	30	30	9,88	9,92
1996 – Feb. 12	9.500	9.500	29	29	9,87	9,92
1996 – Feb. 23	11.500	11.500	7	7	10,07	10,14
1996 – Feb. 26	9.000	9.000	4	5	10,01	10,07
1996 – Mar. 4	4.000	4.000	11	11	9,89	9,89
1996 – Mar. 12	5.500	5.500	8	8	9,87	9,88
1996 – Mar. 20	10.500	10.500	11	11	9,96	9,98
1996 – Mar. 26	12.000	12.000	8	8	9,98	10,00
1996 – Apr. 3	7.500	7.500	9	9	10,00	10,01
1996 – Apr. 23	6.000	6.000	14	14	9,65	9,68
1996 – Apr. 29	6.000	6.000	1	1	9,32	9,39
1996 – Mag. 10	4.750	4.750	4	4	9,25	9,27
1996 – Mag. 24	7.000	7.000	10	10	9,38	9,39
1996 – Giu. 4	12.500	12.500	9	10	9,35	9,37
1996 – Giu. 17	4.000	4.000	14	14	9,30	9,31
1996 – Giu. 25	6.500	6.500	6	6	9,12	9,16
1996 – Giu. 26	10.500	10.385	20	20	8,75	8,97
1996 – Lug. 16	7.500	7.500	23	23	9,28	9,30
1996 – Lug. 23	5.000	5.000	21	21	8,85	8,86
1996 – Lug. 26	16.500	16.500	6	6	8,70	8,88
1996 – Ago. 5	5.000	5.000	15	15	8,77	8,81
1996 – Ago. 8	7.500	7.500	25	25	8,97	8,99
1996 – Ago. 12	7.000	7.000	21	21	9,03	9,05
1996 – Ago. 21	9.000	9.000	22	22	8,85	8,86
1996 – Ago. 26	14.000	14.000	7	7	8,58	8,70
1996 – Set. 2	7.000	7.000	7	7	8,56	8,59
1996 – Set. 9	5.500	5.500	7	7	8,56	8,57
1996 – Set. 12	3.000	3.000	7	7	8,50	8,52
1996 – Set. 16	5.500	5.500	15	15	8,53	8,55
1996 – Set. 26	10.500	10.500	5	5	8,22	8,26
Vendite						
1996 – Mag. 2	10.000	10.000	12	12	9,29	9,23
1996 – Ott. 1	11.000	11.000	6	6	8,38	8,35
1996 – Ott. 7	10.000	10.000	10	10	8,59	8,54
1996 – Ott. 15	9.000	9.000	10	10	8,60	8,56
1996 – Ott. 17	4.500	4.500	6	6	8,61	8,59

Acquisti pronti contro termine di valuta da parte della Banca d'Italia

DATA DELL'ASTA	Importo dell'operazione		Durata in giorni	Tasso di cambio a pronti	Punti <i>Forward</i>		Tassi di aggiudicazione	
	Offerto	Accolto			Marginale	Medio ponderato	Marginale	Medio ponderato
Dollari								
1995 – Lug. 24	5.000	5.000	92	1.598,50	18,75	19,62	10,60	10,81
1995 – Ago. 18	5.000	5.000	92	1.625,00	17,55	17,64	10,23	10,25
1995 – Ago. 28	4.000	4.000	92	1.620,00	17,38	17,47	10,14	10,16
1995 – Set. 5	4.000	4.000	91	1.625,50	17,68	17,75	10,24	10,26
1995 – Ott. 24	5.000	5.000	92	1.616,50	20,58	20,63	10,99	11,01
1995 – Nov. 20	5.000	5.000	92	1.597,50	18,63	18,68	10,44	10,46
1995 – Nov. 28	4.000	4.000	91	1.595,50	18,10	18,14	10,43	10,44
1995 – Dic. 5	4.000	4.000	91	1.598,50	18,82	18,86	10,54	10,55
1996 – Gen. 24	5.000	5.000	91	1.595,25	16,32	16,43	9,60	9,63
1996 – Feb. 20	5.000	5.000	29	1.587,00	6,27	6,30	10,24	10,26
1996 – Feb. 27	4.000	4.000	92	1.555,75	17,95	17,99	9,86	9,87
1996 – Mar. 5	4.000	4.000	61	1.550,50	10,57	10,98	9,53	9,54
1996 – Mar. 20	5.000	5.000	94	1.556,50	17,26	17,29	9,74	9,75
1996 – Apr. 23	5.000	5.000	91	1.550,50	13,77	13,85	9,03	9,05
1996 – Mag. 3	4.000	4.000	92	1.565,00	13,15	13,20	8,87	8,88
1996 – Mag. 29	3.000	3.000	91	1.555,50	12,69	12,71	8,77	8,78
1996 – Giu. 20	5.000	5.000	92	1.530,50	10,45	10,59	8,07	8,31
1996 – Lug. 24	4.000	4.000	31	1.510,00	4,05	4,09	8,57	8,59
1996 – Ago. 5	3.000	3.000	92	1.515,50	11,52	11,57	8,55	8,56
1996 – Ago. 22	4.000	4.000	92	1.518,00	12,49	12,52	8,76	8,77
1996 – Ago. 28	3.000	3.000	92	1.514,50	12,05	12,11	8,72	8,74
1996 – Set. 20	4.000	4.000	62	1.526,00	6,93	7,03	8,22	8,26
Marchi								
1996 – Feb. 8	4.000	4.000	29	1.066,00	5,44	5,44	9,73	9,73
1996 – Feb. 14	4.000	4.000	31	1.075,50	6,01	6,04	9,88	9,92
1996 – Mar. 6	4.000	4.000	32	1.048,50	5,75	5,76	9,54	9,55
1996 – Mar. 8	4.000	4.000	31	1.056,50	5,65	5,66	9,60	9,61
1996 – Mar. 14	4.000	4.000	31	1.068,50	5,90	5,90	9,81	9,81
1996 – Apr. 3	4.000	4.000	30	1.056,50	5,68	5,68	9,84	9,85
1996 – Apr. 10	4.000	4.000	31	1.049,50	5,68	5,70	9,68	9,70
1996 – Apr. 16	4.000	4.000	32	1.044,50	5,96	5,97	9,81	9,82
1996 – Mag. 7	4.000	4.000	31	1.021,50	5,07	5,08	8,98	8,99
1996 – Mag. 9	4.000	4.000	31	1.031,00	5,05	5,06	9,08	9,09
1996 – Mag. 15	4.000	4.000	31	1.015,00	4,88	4,90	8,97	8,99
1996 – Giu. 5	4.000	4.000	30	1.010,25	4,76	4,78	9,04	9,07
1996 – Giu. 11	4.000	4.000	32	1.010,50	5,08	5,09	9,05	9,06
1996 – Giu. 18	3.000	3.000	32	1.015,25	4,99	5,00	8,98	8,99
1996 – Lug. 8	3.000	3.000	33	1.003,50	5,08	5,08	8,91	8,92
1996 – Lug. 11	3.000	3.000	32	1.006,75	5,11	5,12	9,10	9,11
1996 – Lug. 18	3.000	3.000	14	1.022,25	2,21	2,22	8,94	8,96
1996 – Ago. 1	3.000	3.000	31	1.029,50	4,73	4,75	8,73	8,74
1996 – Ago. 8	3.000	3.000	31	1.023,00	4,86	4,88	8,88	8,90
1996 – Ago. 13	3.000	3.000	31	1.025,00	4,86	4,88	8,90	8,92
1996 – Set. 3	3.000	3.000	32	1.018,00	4,83	4,84	8,48	8,49
1996 – Set. 10	3.000	3.000	33	1.009,75	4,87	4,88	8,40	8,41
1996 – Set. 12	3.000	3.000	30	1.010,50	4,42	4,42	8,39	8,39
1996 – Ott. 10	3.000	3.000	31	997,25	4,42	4,42	8,25	8,25

**Operazioni in BOT in via definitiva della Banca d'Italia:
metodo dell'asta competitiva**

DATA DELL'ASTA	Importo dell'operazione			Vita residua in giorni		Tassi di aggiudicazione	
	Offerto	Richiesto	Accolto	Minima	Massima	Marginale	Medio ponderato
1995 – 5 Gennaio	1.000	1.149	1.000	161	176	9,00	9,21
9 Marzo	1.500	1.988	1.500	113	174	10,03	10,09
13 Aprile	1.250	1.662	1.250	78	139	10,02	10,25
14 Aprile	750	1.620	750	154	230	10,31	10,36
20 Aprile	1.000	1.591	1.000	40	102	10,20	10,22
3 Maggio	1.000	1.250	1.000	89	180	9,80	10,21
24 Maggio	1.000	2.007	1.000	82	159	10,14	10,25
9 Giugno	1.500	1.897	1.500	82	174	10,20	10,41
20 Giugno	1.000	2.585	1.000	101	192	10,67	10,67
19 Luglio	1.000	2.107	1.000	119	163	10,55	10,74
24 Agosto	1.500	2.381	1.500	67	160	10,02	10,09
1 Settembre	-1.000	-3.080	-1.000	59	59	10,42	10,37
2 Ottobre	1.500	1.879	1.500	88	121	10,10	10,17
19 Ottobre	1.500	1.651	1.500	104	194	9,96	10,09
3 Novembre	-1.450	-5.470	1.450	56	56	10,58	10,54
1996 – 12 Gennaio	-1.700	-5.000	-1.700	19	48	10,30	10,24
2 Febbraio	750	1.607	750	56	88	9,25	9,36
15 Febbraio	-2.000	-3.730	-2.000	29	106	10,29	10,39
27 Febbraio	1.000	1.056	1.000	78	122	9,40	9,52
13 Marzo	1.000	2.453	1.000	79	170	9,31	9,44
25 Marzo	1.000	2.116	1.000	67	158	9,30	9,36
9 Aprile	1.250	1.896	1.250	21	113	9,26	9,36
11 Aprile	1.000	2.212	1.000	64	172	9,26	9,29
30 Aprile	-1.500	-4.635	-1.500	31	31	9,21	9,21
3 Maggio	-2.000	-4.420	-2.000	56	119	9,20	9,14
17 Maggio	2.000	4.986	2.000	75	167	8,61	8,68
27 Maggio	2.000	3.320	2.000	65	157	8,50	8,55
28 Maggio	1.500	2.051	1.500	111	185	8,41	8,47
11 Giugno	1.000	1.682	1.000	17	80	8,43	8,52
13 Giugno	1.000	3.220	1.000	77	168	8,53	8,53
14 Giugno	1.500	1.340	1.340	77	168	8,25	8,40
28 Giugno	1.500	2.187	1.500	94	185	7,91	8,04
5 Luglio	-1.000	-4.185	-1.000	56	56	8,93	8,87
13 Agosto	750	2.235	750	48	139	8,40	8,50
13 Settembre	2.500	3.844	2.500	108	196	8,04	8,10
14 Ottobre	2.500	4.774	2.500	46	228	7,51	7,64
22 Ottobre	-1.500	-6.740	-1.500	129	129	7,95	7,91

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
Mag. 12	7,00	7,00	1,00	8,00
Ago. 12	7,50	7,50	1,00	8,50
1995 – Feb. 22	8,25	8,25	1,50	9,75
Mag. 29	9,00	9,00	1,50	10,50
1996 – Lug. 24	8,25	8,25	1,50	9,75
Ott. 24	7,50	7,50	1,50	9,00

Tassi d'interesse
(valori percentuali)

PERIODO	Operazioni della Banca d'Italia								Rendimenti lordi dei BOT			
	Sconto	Anticipazioni a scadenza fissa	Pronti c/termine in valuta		Pronti c/termine in titoli				3 mesi	6 mesi	12 mesi	Media
					Acquisti		Vendite					
			Minimo	Medio	Minimo	Medio	Massimo	Medio				
1993	8,00	9,00	9,96	9,99	10,07	10,14	—	—	10,47	10,52	10,74	10,58
1994	7,50	8,50	8,24	8,26	8,21	8,25	—	—	8,84	9,13	9,50	9,17
1995	9,00	10,50	10,13	10,15	10,08	10,12	—	—	10,73	10,85	10,96	10,85
1995 – Gen. .	7,50	8,50	8,71	8,73	8,48	8,53	—	—	9,44	9,90	10,55	10,01
Feb. . .	8,25	9,75	8,80	8,82	8,44	8,48	—	—	9,67	10,07	10,61	10,15
Mar. . .	8,25	9,75	10,50	10,58	10,17	10,22	—	—	11,62	11,95	12,07	11,87
Apr. . .	8,25	9,75	10,54	10,56	10,45	10,48	—	—	11,37	11,59	11,81	11,57
Mag. . .	9,00	10,50	10,16	10,18	10,32	10,35	—	—	10,63	10,77	10,76	10,72
Giu. . .	9,00	10,50	10,53	10,56	10,54	10,58	—	—	11,14	11,08	11,16	11,12
Lug. . .	9,00	10,50	10,56	10,63	10,50	10,55	—	—	10,99	11,06	11,06	11,04
Ago. . .	9,00	10,50	10,15	10,17	10,18	10,20	—	—	10,57	10,69	10,61	10,62
Set. . .	9,00	10,50	10,12	10,14	10,19	10,21	—	—	10,82	10,79	10,74	10,78
Ott. . .	9,00	10,50	10,57	10,58	10,59	10,62	—	—	11,13	11,24	11,16	11,18
Nov. . .	9,00	10,50	10,39	10,41	10,54	10,57	—	—	10,76	10,69	10,61	10,69
Dic. . .	9,00	10,50	10,48	10,50	10,59	10,65	—	—	10,56	10,43	10,34	10,44
1996 – Gen. .	9,00	10,50	10,08	10,11	10,07	10,11	—	—	9,80	9,64	9,47	9,63
Feb. . .	9,00	10,50	9,89	9,90	9,98	10,04	—	—	9,90	9,67	9,60	9,71
Mar. . .	9,00	10,50	9,64	9,65	9,93	9,94	—	—	9,86	9,76	9,63	9,75
Apr. . .	9,00	10,50	9,59	9,61	9,66	9,69	—	—	9,29	9,02	8,87	9,07
Mag. . .	9,00	10,50	8,93	8,95	9,32	9,33	9,29	9,23	8,96	8,65	8,51	8,71
Giu. . .	9,00	10,50	8,84	8,86	9,13	9,20	—	—	8,38	8,29	8,21	8,30
Lug. . .	8,25	9,75	8,88	8,90	8,94	9,01	—	—	8,60	8,48	8,34	8,47
Ago. . .	8,25	9,75	8,76	8,77	8,84	8,88	—	—	8,70	8,71	8,53	8,65
Set. . .	8,25	9,75	8,37	8,39	8,47	8,50	—	—	8,10	8,19	8,01	8,10

Tassi d'interesse bancari: operazioni di raccolta in lire con la clientela residente
(valori percentuali)

PERIODO	Depositi			Certificati di deposito			Obbligazioni	
	Medio in c/c	Medio	Massimo	Medio sulle consistenze	Medio sulle emissioni a meno di 6 mesi	Medio sulle emissioni da 18 a 24 mesi	Medio sulle consistenze	Medio sulle emissioni a tasso fisso
1992	7,80	8,69	10,75	....	....	....	....	....
1993	5,55	6,95	7,88	....	....	....	....	....
1994	5,03	5,90	6,88	....	....	....	....	....
1995 – Ago.	5,68	6,65	8,39	8,59	8,58	9,11	10,95	11,13
Set.	5,71	6,71	8,41	8,69	8,61	9,18	11,12	11,05
Ott.	5,75	6,77	8,45	8,77	8,64	9,17	11,19	10,60
Nov.	5,78	6,81	8,52	8,82	8,67	9,15	11,15	10,81
Dic.	5,86	6,87	8,62	8,86	8,66	9,20	11,06	10,86
1996 – Gen.	5,83	6,88	8,54	8,90	8,53	9,10	10,97	10,33
Feb.	5,70	6,87	8,31	8,91	8,24	8,59	10,95	10,06
Mar.	5,75	6,90	8,40	8,89	8,17	8,46	10,92	10,00
Apr.	5,78	6,91	8,46	8,85	8,11	8,44	10,78	10,11
Mag.	5,60	6,79	8,24	8,80	7,82	8,10	10,73	9,60
Giu.	5,52	6,74	8,22	8,73	7,59	7,75	10,62	9,11
Lug.	5,33	6,57	7,99	8,62	7,43	7,65	10,17	8,32
Ago.	4,91	6,28	7,62	8,52	7,13	7,51	10,08	7,55
Set.	(4,94)	(6,23)	(7,64)	(8,43)	(7,08)	(7,46)	9,85	7,79

Tassi d'interesse bancari: operazioni di prestito in lire alla clientela residente
(valori percentuali)

PERIODO	Consistenze				Erogazioni		Prime rate ABI
	Minimo a breve termine	Medio a breve termine	Medio su presti- ti in c/c	Medio a m/l termine	Medio a m/l ter- mine a imprese	Medio a m/l ter- mine a famiglie consumatrici	
1992	13,37	16,93	17,15	....	....	....	14,00
1993	9,05	11,99	12,26	....	....	....	9,88
1994	8,31	11,10	11,47	....	....	....	9,38
1995 – Ago.	10,08	12,94	13,30	12,41	11,90	13,89	11,50
Set.	10,02	12,87	13,23	12,49	11,81	13,74	11,50
Ott.	10,10	12,87	13,22	12,53	11,87	13,87	11,50
Nov.	10,24	13,00	13,36	12,49	11,87	13,88	11,50
Dic.	10,18	12,88	13,22	12,45	11,71	13,55	11,50
1996 – Gen.	10,13	12,82	13,18	12,29	11,67	13,65	11,50
Feb.	9,93	12,73	13,09	12,29	11,70	13,62	11,50
Mar.	9,83	12,64	13,01	12,26	11,49	13,57	11,50
Apr.	9,74	12,55	12,91	12,20	11,31	13,56	11,50
Mag.	9,43	12,43	12,82	12,19	10,89	13,38	11,50
Giu.	9,14	12,24	12,67	12,12	10,87	13,17	11,50
Lug.	8,87	12,11	12,56	11,84	10,68	12,99	10,88
Ago.	8,73	11,89	12,32	11,65	10,54	12,70	10,75
Set.	(8,55)	(11,69)	(12,14)	11,53	(10,44)	12,68	10,75

Banche: principali voci di situazione
(consistenze in miliardi di lire)

PERIODO	Attivo									
	Riserve bancarie	Impieghi a residenti	Titoli	Azioni	Partecipazioni	Operazioni pronti contro termine	Sofferenze ed effetti propri insoluti e al protesto	Rapporti interbancari	Capitali fruttiferi sull'estero	Per memoria: sofferenze al valore di realizzo
1992	131.957	989.183	327.513	3.020	38.743	12.511	54.729	157.849	165.187	(33.067)
1993	108.514	1.028.446	349.770	3.172	40.255	30.351	70.185	171.104	229.057	(41.197)
1994	92.691	1.039.792	385.969	3.392	46.675	16.846	91.108	165.436	201.953	(59.994)
1995 – Ago. ..	85.221	1.043.348	346.912	1.547	52.721	16.402	102.742	132.944	196.919	69.060
Set. ..	77.535	1.042.910	353.317	1.536	53.951	13.642	104.175	132.386	199.567	70.351
Ott. ...	84.940	1.043.069	345.217	1.502	54.257	14.118	105.562	137.513	206.127	71.731
Nov. ..	80.844	1.048.269	345.750	1.538	53.738	14.678	106.015	139.736	220.298	71.944
Dic. ...	78.996	1.073.410	352.260	1.661	49.544	14.771	110.269	151.979	231.119	73.797
1996 – Gen. ..	78.395	1.066.070	351.562	1.623	53.541	14.384	110.768	140.306	221.780	72.312
Feb. ..	80.302	1.059.928	363.507	1.656	52.886	18.434	111.482	145.530	229.732	69.628
Mar. ..	78.478	1.059.438	367.614	1.654	53.385	18.093	111.695	149.690	222.457	67.360
Apr. ..	74.531	1.056.712	352.360	1.547	53.629	19.350	113.088	154.603	236.895	66.031
Mag. ..	74.040	1.062.377	359.608	1.488	54.315	21.209	115.421	152.304	237.196	68.142
Giu. ..	72.702	1.073.587	356.254	1.738	54.283	20.392	116.764	159.279	242.825	69.503
Lug. ..	70.863	1.081.855	364.734	1.802	54.427	19.271	117.828	150.487	239.548	70.702
Ago. ..	74.383	1.062.230	369.125	1.749	54.616	18.900	118.368	153.731	239.716	71.122

PERIODO	Passivo									
	Depositi	Obbligazioni	Fondi pubblici	Crediti da BI-UIC	Operazioni pronti contro termine	Rapporti interbancari	Patrimonio	Provvista sull'estero	Saldo altre voci	Per memoria: patrimonio di vigilanza
1992	852.840	166.407	4.074	8.936	141.951	159.320	189.993	367.496	-10.325	155.130
1993	919.115	194.113	5.204	2.722	140.366	179.086	206.017	369.979	14.231	167.188
1994	923.371	215.676	5.644	2.834	132.680	166.671	219.387	375.663	1.937	173.721
1995 – Ago. ..	858.659	214.330	3.284	2.610	184.466	146.449	232.717	343.952	-7.710	176.676
Set. ..	880.553	214.394	2.411	2.475	159.073	147.395	233.087	350.475	-10.846	176.662
Ott. ...	879.603	214.769	2.288	3.144	158.612	148.990	233.809	350.047	1.042	176.815
Nov. ..	868.765	215.705	2.234	4.503	155.082	153.684	234.498	346.847	29.549	176.874
Dic. ...	935.199	215.286	2.272	7.989	164.501	166.069	232.439	343.580	-3.326	171.776
1996 – Gen. ..	895.984	218.081	2.320	3.242	182.324	154.892	243.920	343.638	-5.972	175.471
Feb. ..	895.206	219.233	2.344	3.120	194.754	157.403	247.147	350.736	-6.487	178.790
Mar. ..	906.005	220.881	2.372	2.981	177.384	164.951	248.266	353.785	-14.121	179.269
Apr. ..	919.018	221.562	2.356	2.972	164.619	167.546	250.155	344.357	-9.870	177.501
Mag. ..	908.822	224.104	2.425	1.972	162.795	165.898	250.935	352.384	8.624	177.313
Giu. ..	927.690	225.186	2.434	1.972	165.604	173.288	251.647	352.725	-2.722	176.736
Lug. ..	907.345	228.227	2.472	1.972	176.938	164.215	251.498	358.010	10.141	177.367
Ago. ..	899.378	233.756	2.511	1.970	190.290	168.392	249.309	347.533	-320	180.189

Banche: impieghi e titoli*(consistenze in miliardi di lire)*

PERIODO	Impieghi a residenti						Impieghi a non residenti
	A breve		A medio e a lungo termine		Totale		
		di cui: in lire		di cui: in lire		di cui: in lire	
1992	571.745	456.661	417.438	354.216	989.183	810.877	17.036
1993	559.308	468.053	469.138	404.495	1.028.446	872.549	22.312
1994	535.159	458.553	504.633	449.277	1.039.792	907.830	17.901
1995 – Ago.	541.383	473.443	501.965	454.002	1.043.348	927.445	15.062
Set.	537.994	470.312	504.916	457.180	1.042.910	927.491	15.487
Ott.	537.637	472.122	505.432	459.086	1.043.069	931.208	15.306
Nov.	540.222	477.377	506.047	462.648	1.048.269	940.025	15.399
Dic.	556.942	496.539	516.468	472.383	1.073.410	968.922	16.124
1996 – Gen.	554.050	494.885	512.021	469.545	1.066.070	964.430	14.982
Feb.	545.286	486.998	514.641	472.611	1.059.928	959.609	15.328
Mar.	540.031	481.066	519.407	477.441	1.059.438	958.508	16.087
Apr.	539.168	484.065	517.544	477.317	1.056.712	961.381	17.084
Mag.	542.046	486.924	520.331	481.063	1.062.377	967.987	17.669
Giu.	551.026	496.228	522.561	484.508	1.073.587	980.736	15.455
Lug.	561.145	502.753	520.711	480.815	1.081.855	983.568	16.107
Ago.	540.388	485.334	521.842	482.457	1.062.230	967.792	14.557
PERIODO	Titoli						Totale
	Titoli di Stato				Altri titoli		
	di cui:					di cui: obbligazioni emesse da banche	
	a breve	CCT	BTP				
1992	261.568	31.217	162.862	64.106	65.945	57.825	327.513
1993	294.657	74.863	140.032	76.766	55.113	49.206	349.770
1994	326.992	68.456	134.351	119.663	58.977	50.842	385.969
1995 – Ago.	294.464	39.136	129.012	112.489	52.448	48.682	346.912
Set.	302.345	41.715	131.548	115.047	50.971	47.643	353.317
Ott.	295.600	38.524	133.201	107.887	49.617	46.349	345.217
Nov.	295.807	38.735	132.515	107.952	49.943	46.791	345.750
Dic.	301.552	44.289	132.227	106.243	50.708	47.576	352.260
1996 – Gen.	301.590	37.308	136.058	108.290	49.972	47.017	351.562
Feb.	313.298	37.093	139.744	113.545	50.208	47.309	363.507
Mar.	317.370	36.587	142.280	114.710	50.244	46.816	367.614
Apr.	302.684	38.367	137.269	101.343	49.677	46.948	352.360
Mag.	312.407	38.190	140.420	104.966	47.201	44.690	359.608
Giu.	311.161	38.115	143.889	101.514	45.092	43.163	356.254
Lug.	318.687	41.037	144.537	100.611	46.046	44.107	364.734
Ago.	323.139	41.496	146.297	101.405	45.987	44.126	369.125

Banche: depositi
(consistenze in miliardi di lire)

PERIODO	Depositi in lire di residenti – dati di fine periodo						Depositi in valuta di residenti	Depositi di non residenti
	Depositi in c/c	Depositi a risparmio	Certificati di deposito			TOTALE		
			di cui:					
			a breve	a medio/lungo				
1992	432.085	144.762	275.994	92.399	183.595	852.840	11.274	21.191
1993	462.160	141.747	315.207	87.291	227.916	919.115	14.178	20.291
1994	478.186	135.806	309.379	71.778	237.601	923.371	14.830	13.858
1995 – Ago.	417.992	114.646	326.021	63.231	262.790	858.659	19.740	12.703
Set.	436.556	115.424	328.573	61.498	267.075	880.553	19.113	13.152
Ott.	432.956	113.220	333.427	61.188	272.238	879.603	20.200	13.900
Nov.	419.863	112.841	336.061	59.822	276.239	868.765	20.267	13.341
Dic.	477.407	118.429	339.363	58.895	280.468	935.199	20.548	12.574
1996 – Gen.	432.093	113.796	350.096	58.841	291.255	895.984	20.708	12.474
Feb.	427.147	111.859	356.200	57.975	298.225	895.206	20.953	12.901
Mar.	434.772	111.743	359.490	56.941	302.549	906.005	21.179	13.399
Apr.	443.999	110.441	364.578	55.816	308.761	919.018	21.050	13.024
Mag.	429.231	108.901	370.689	54.925	315.764	908.822	20.251	13.456
Giu.	444.288	110.427	372.975	54.105	318.870	927.690	20.289	14.170
Lug.	430.559	109.241	367.545	58.405	309.141	907.345	20.360	13.154
Ago.	427.025	110.098	362.255	60.432	301.823	899.378	21.445	12.701

PERIODO	Depositi in lire di residenti – dati medi				
	Depositi in c/c	Certificati di deposito			TOTALE
		di cui:			
		a breve	a medio/lungo		
1992	378.350	273.777	91.057	182.720	789.042
1993	412.173	315.746	87.356	228.390	857.127
1994	425.175	307.792	70.281	237.511	862.415
1995 – Ago.	403.739	323.181	64.400	258.781	841.480
Set.	413.155	326.178	62.793	263.385	853.726
Ott.	417.146	329.705	62.214	267.490	860.383
Nov.	421.873	333.345	61.193	272.152	868.269
Dic.	427.748	336.382	60.402	275.980	877.376
1996 – Gen.	436.455	343.712	59.928	283.785	896.071
Feb.	414.541	352.289	59.542	292.747	880.203
Mar.	416.417	356.508	58.015	298.493	884.008
Apr.	418.781	360.691	57.655	303.036	889.857
Mag.	428.931	366.474	56.590	309.884	905.133
Giu.	421.627	372.228	55.648	316.580	900.614
Lug.	424.414	368.134	57.950	310.184	899.029
Ago.	416.015	363.118	60.955	302.162	885.589

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				
1992	32.174	1.492	6.726	18.727	2.657	6.576	41.047
1993	51.298	2.630	24.799	18.583	2.181	12.220	65.699
1994	52.400	6.981	20.551	22.960	2.600	20.598	75.599
1995	63.459	10.285	23.408	26.375	2.683	18.922	85.063
1994 – III trim.	58.877	6.046	27.788	21.936	2.434	21.940	83.251
IV "	52.400	6.981	20.551	22.960	2.600	20.598	75.599
1995 – I trim.	54.899	12.322	16.323	23.505	2.649	19.269	76.818
II "	56.004	11.123	17.948	25.058	2.587	19.939	78.530
III "	58.816	9.939	21.844	24.140	2.672	19.296	80.785
IV "	63.459	10.285	23.408	26.375	2.683	18.922	85.063
1996 – I trim.	66.344	11.472	22.597	26.890	2.960	18.333	87.637
II "	82.931	11.766	31.722	31.717	3.121	19.507	105.559
III " .....	....	....	....	....	....	....	....
1995 – Set.	58.816	9.939	21.844	24.140	2.672	19.296	80.785
Ott.	59.216	9.936	21.282	24.918	2.597	17.784	79.597
Nov.	62.387	10.390	23.667	25.332	2.642	17.526	82.556
Dic.	63.459	10.285	23.408	26.375	2.683	18.922	85.063
1996 – Gen.	66.150	10.296	25.076	27.320	2.749	20.287	89.186
Feb.	68.184	11.170	25.344	27.564	2.826	19.427	90.437
Mar.	66.344	11.472	22.597	26.890	2.960	18.333	87.637
Apr.	73.451	11.853	25.442	29.811	3.044	20.536	97.031
Mag.	78.565	12.695	28.565	30.220	3.118	20.377	102.060
Giu.	82.931	11.766	31.722	31.717	3.121	19.507	105.559
Lug.	88.481	12.126	33.271	33.071	3.200	18.181	109.862
Ago.	92.865	15.379	31.889	33.755	3.181	17.970	114.016
Set. ....	....	....	....	....	....	....	....

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
13.890	6.319	727	56.024	60.633	26.717	732
35.240	14.241	1.140	102.079	110.093	67.776	33.462
37.289	20.025	682	113.570	130.168	85.032	25.455
30.905	17.675	739	116.706	126.802	46.978	-10.490
36.657	20.079	860	120.768	134.390	9.900	-1.609
37.289	20.025	682	113.570	130.168	8.867	-3.788
35.795	20.251	799	113.412	126.386	11.487	-4.275
33.507	18.615	869	112.905	124.741	11.066	-4.081
32.486	18.731	924	114.194	125.602	10.757	-1.764
30.905	17.675	739	116.706	126.802	13.668	-370
30.142	17.299	959	118.738	133.608	21.374	6.297
28.643	16.464	1.002	135.204	149.603	27.908	10.614
....	....	....	(150.835)	(165.210)	(28.022)	(14.910)
32.486	18.731	924	114.194	125.602	3.839	-814
31.310	17.663	868	111.775	123.540	4.901	-653
31.197	17.811	843	114.595	123.604	4.320	-242
30.905	17.675	739	116.706	126.802	4.447	525
31.635	18.179	824	121.645	130.675	6.515	1.579
29.887	17.249	856	121.179	131.903	8.053	2.645
30.142	17.299	959	118.738	133.608	7.166	2.073
29.869	17.716	958	127.858	139.806	7.424	1.963
20.059	16.821	994	132.113	144.887	10.818	4.234
28.643	16.464	1.002	135.204	149.603	9.666	4.417
27.791	15.354	892	138.546	153.811	12.524	6.892
28.430	15.257	1.012	143.458	159.056	7.623	4.610
....	....	....	(150.837)	(165.210)	(7.875)	(3.408)

Attività di gestione
(valori di mercato di fine periodo;

PERIODO	Titoli di Stato				Obbligazioni	
	di cui:			Italiane	Estere	
	BOT	BTP	CCT			
1994 - IV trim.						
SIM	13.284	276	4.019	7.420	8.151	2.005
Fiduciarie	9.278	1.435	2.500	5.175	1.315	1.986
Banche	97.197	5.492	26.637	61.775	13.234	7.964
Totale ...	119.759	7.203	33.156	74.370	22.700	11.955
1995 - I trim.						
SIM	13.363	407	4.291	7.280	8.015	2.636
Fiduciarie	8.769	1.691	2.452	4.353	1.297	1.929
Banche	94.685	7.613	24.800	59.002	11.640	7.631
Totale ...	116.817	9.711	31.543	70.635	20.952	12.196
1995 - II trim.						
SIM	14.563	256	5.452	7.883	7.086	2.904
Fiduciarie	8.451	1.563	2.241	4.362	1.267	1.740
Banche	95.410	8.337	24.210	59.230	11.073	8.865
Totale ...	118.424	10.156	31.903	71.475	19.426	13.510
1995 - III trim.						
SIM	17.038	268	7.501	8.787	7.254	3.148
Fiduciarie	8.834	1.553	2.499	4.366	1.276	1.490
Banche	97.838	9.573	24.820	58.982	10.588	8.405
Totale ...	123.710	11.394	34.820	72.135	19.118	13.043
1995 - IV trim.						
SIM	19.052	269	7.929	10.241	7.025	3.827
Fiduciarie	9.962	1.704	2.492	5.103	1.336	1.389
Banche	100.408	9.750	27.581	57.898	10.402	8.011
Totale ...	129.422	11.723	38.002	73.242	18.763	13.227
1996 - I trim.						
SIM	(19.987)	(200)	(7.725)	(11.326)	(6.997)	(4.387)
Fiduciarie	(10.630)	(1.795)	(2.607)	(5.474)	(1.204)	(1.408)
Banche	(108.038)	(10.588)	(31.791)	(60.059)	(10.718)	(7.994)
Totale ...	(138.655)	(12.583)	(42.123)	(76.859)	(18.919)	(13.789)
1996 - II trim.						
SIM	(23.865)	(608)	(10.151)	(12.290)	(6.952)	(4.735)
Fiduciarie	(11.141)	(2.051)	(2.511)	(5.651)	(1.331)	(1.406)
Banche	(115.671)	(12.475)	(33.345)	(63.984)	(12.458)	(8.560)
Totale ...	(150.677)	(15.134)	(46.007)	(81.925)	(20.741)	(14.701)

Tav. a38

patrimoniale
miliardi di lire)

Titoli azionari		Altre attività finanziarie	Portafoglio totale	Patrimonio gestito	Per memoria	
Italiani	Esteri				Raccolta lorda	Raccolta netta
2.032	867	1.165	27.505	29.094	2.858	1.353
1.725	134	3.066	17.504	18.854	2.402	-671
5.023	535	2.151	126.103	133.016	5.695	-3.485
8.780	1.536	6.382	171.112	180.964	10.955	-2.803
1.925	847	1.135	27.921	29.924	2.601	280
1.600	134	3.021	16.734	18.068	2.111	-914
4.537	555	2.419	121.466	182.552	12.358	-4.529
8.062	1.520	6.575	166.121	176.544	17.070	-5.163
2.105	1.419	1.014	29.092	31.564	3.929	1.200
1.661	125	2.829	16.073	17.941	1.835	-487
4.352	321	2.333	122.353	129.029	7.331	-1.804
8.118	1.866	6.176	167.518	178.534	13.095	-1.092
2.524	1.768	1.448	33.180	36.091	4.818	3.333
1.615	83	2.563	16.118	18.047	1.655	-230
4.609	334	2.663	124.437	131.497	8.850	1.246
8.748	2.186	6.674	173.735	185.635	15.323	4.349
2.584	1.503	1.591	35.582	38.029	3.595	1.271
1.531	74	2.524	16.816	18.858	3.363	545
4.406	353	3.634	127.214	135.551	12.226	2.145
8.521	1.930	7.749	179.612	192.438	19.184	3.691
(2.388)	(1.883)	(1.832)	(37.474)	(40.652)	(4.954)	(1.856)
(1.397)	(74)	(2.350)	(17.063)	(19.110)	(2.667)	(83)
(4.201)	(365)	(4.020)	(135.336)	(143.394)	(14.387)	(5.445)
(7.986)	(2.322)	(8.202)	(189.873)	(203.156)	(22.008)	(7.384)
(3.385)	(2.695)	(2.340)	(43.972)	(47.421)	(7.819)	(4.675)
(1.456)	(74)	(2.383)	(17.791)	(19.732)	(2.441)	(25)
(6.051)	(312)	(5.684)	(148.736)	(157.273)	(21.582)	(11.430)
(10.892)	(3.081)	(10.407)	(210.499)	(224.426)	(31.842)	(16.130)

Emissioni nette di valori mobiliari

(miliardi di lire)

PERIODO	Emittenti			Totale titoli di Stato e obbligazioni	Investitori				Azioni quotate
	Settore pubblico	Banche	Imprese e istituzioni internazionali		BI-UIC	Banche	Fondi comuni di investimento	Altri	
1990	116.592	5.391	-2.592	119.392	-4.205	-1.295	3.776	121.116	7.775
1991	126.946	17.053	3.813	147.812	-973	52.952	6.727	89.106	4.497
1992	136.045	12.055	-3.464	144.635	14.483	52.376	1.500	76.276	3.368
1993	162.608	27.340	-2.341	187.607	11.557	25.409	17.042	133.599	15.230
1994	230.258	21.276	-2.070	249.464	108.187	34.926	12.619	93.732	12.982
1995	85.978	-521	-2.492	82.966	-1.702	-33.693	11.541	106.820	8.640
1994 II trim.	41.248	7.370	-642	47.976	3.436	14.649	5.571	24.320	3.783
III "	24.326	1.747	511	26.585	11.429	-6.409	-1.771	23.336	4.372
IV "	119.544	2.384	-1.744	120.184	83.780	7.034	-5.575	34.945	3.154
1995 -I trim.	29.647	-276	-1.657	27.714	-3.517	-11.329	2.965	39.595	2.264
II "	18.830	-1.018	-995	16.817	4.255	-17.992	219	30.335	1.032
III "	20.333	-65	764	21.032	-2.797	-2.881	2.878	23.832	1.254
IV "	17.169	838	-603	17.403	357	-1.490	5.478	13.058	4.091
1996 -I trim.	23.554	(5.549)	(423)	(29.526)	-3.909	(14.780)	6.723	(11.932)	449
II "	38.219	(4.256)	(-67)	(42.407)	6.445	(-9.730)	18.207	(27.485)	440
1995 -Ago.	9.862	978	6	10.846	244	940	1.863	7.799	17
Set.	7.080	59	-124	7.015	-2.153	7.132	44	1.992	1.152
Ott.	1.141	368	122	1.630	3.108	-8.360	1.198	5.684	618
Nov.	10.724	902	-100	11.526	-3.004	287	3.256	10.987	2.338
Dic.	5.304	-432	-624	4.248	253	6.584	1.024	-3.613	1.135
1996 -Gen.	4.594	(2.778)	(. .)	(7.372)	-4.856	(-1.307)	2.749	(10.786)	253
Feb.	12.700	(1.139)	(422)	(14.262)	48	(11.934)	3.611	(-1.331)	194
Mar.	6.260	(1.632)	(1)	(7.892)	899	(4.153)	363	(2.477)	2
Apr.	19.770	(661)	(2)	(20.434)	-836	(-13.820)	7.196	(27.894)	5
Mag.	18.536	(2.528)	(55)	(21.120)	3.142	(7.987)	6.260	(3.731)	40
Giu.	-88	(1.066)	(-125)	(854)	4.139	(-3.897)	4.751	(-4.139)	394
Lug.	16.768	(3.027)	(543)	(20.337)	-2.782	(11.192)	6.434	(5.493)	545
Ago.	11.263	(5.518)	(. .)	(16.781)	-1.922	(4.715)	4.827	(9.161)	1

Condizioni di emissione dei BTP

CODICE TITOLO	Titolo	Data di emissione	Prezzo di emissione	Rendimento all'emissione		Importo collocato (miliardi di lire)	Cedola		
				Lordo	Netto		Lorda	Netta	
36749	BTP	1.2.06	1.3.96	95,75	10,43	9,13	2.200	4,75	4,1560
36747	BTP	1.2.99	4.3.96	100,65	9,42	8,19	3.000	4,75	4,1560
36748	BTP	1.2.01	4.3.96	99,90	9,73	8,49	3.000	4,75	4,1560
36749	BTP	1.2.06	19.3.96	94,60	10,64	9,32	1.500	4,75	4,1560
36747	BTP	1.2.99	20.3.96	99,80	9,77	8,54	2.200	4,75	4,1560
36748	BTP	1.2.01	20.3.96	98,60	10,08	8,83	2.200	4,75	4,1560
36749	BTP	1.2.06	1.4.96	93,60	10,82	9,50	1.650	4,75	4,1560
36747	BTP	1.2.99	2.4.96	99,30	10,00	8,75	2.666	4,75	4,1560
36748	BTP	1.2.01	2.4.96	98,00	10,26	9,00	2.200	4,75	4,1560
36749	BTP	1.2.06	18.4.96	96,75	10,26	8,97	1.500	4,75	4,1560
36747	BTP	1.2.99	19.4.96	100,55	9,45	8,22	1.511	4,75	4,1560
36748	BTP	1.2.01	19.4.96	99,65	9,80	8,56	2.001	4,75	4,1560
36749	BTP	1.2.06	2.5.96	99,60	9,77	8,51	1.503	4,75	4,1560
36760	BTP	15.4.99	3.5.96	102,60	8,66	7,45	2.162	4,75	4,1560
36761	BTP	1.5.01	3.5.96	102,70	9,00	7,79	2.746	4,75	4,1560
36749	BTP	1.2.06	16.5.96	100,55	9,61	8,36	1.500	4,75	4,1560
36760	BTP	15.4.99	17.5.96	102,65	8,62	7,41	2.033	4,75	4,1560
36761	BTP	1.5.01	17.5.96	102,70	8,99	7,78	2.637	4,75	4,1560
36749	BTP	1.2.06	3.6.96	101,20	9,51	8,26	2.200	4,75	4,1560
36760	BTP	15.4.99	4.6.96	102,75	8,57	7,36	2.004	4,75	4,1560
36761	BTP	1.5.01	4.6.96	103,15	8,87	7,66	2.500	4,75	4,1560
36749	BTP	1.2.06	17.6.96	100,95	9,55	8,30	1.515	4,75	4,1560
36760	BTP	15.4.99	18.6.96	102,55	8,64	7,42	2.200	4,75	4,1560
36761	BTP	1.5.01	18.6.96	102,60	9,01	7,80	2.200	4,75	4,1560
36768	BTP	1.7.06	1.7.96	98,50	9,17	8,01	1.500	4,38	3,8280
36766	BTP	1.7.99	2.7.96	100,40	8,26	7,19	2.200	4,13	3,6095
36767	BTP	1.7.01	2.7.96	99,40	8,56	7,48	2.200	4,13	3,6095
36768	BTP	1.7.06	18.7.96	96,30	9,53	8,35	2.750	4,38	3,8280
36766	BTP	1.7.99	19.7.96	100,00	8,41	7,34	1.505	4,13	3,6095
36767	BTP	1.7.01	19.7.96	98,90	8,69	7,60	1.500	4,13	3,6095
36768	BTP	1.7.06	1.8.96	96,75	9,46	8,28	2.200	4,38	3,8280
36766	BTP	1.7.99	5.8.96	100,30	8,29	7,22	2.200	4,13	3,6095
36767	BTP	1.7.01	5.8.96	99,25	8,61	7,52	2.200	4,13	3,6095
36768	BTP	1.7.06	21.8.96	97,50	9,34	8,16	1.650	4,38	3,8280
36766	BTP	1.7.99	22.8.96	100,25	8,31	7,24	1.500	4,13	3,6095
36767	BTP	1.7.01	22.8.96	99,00	8,67	7,58	1.500	4,13	3,6095
36768	BTP	1.7.06	2.9.96	96,90	9,44	8,26	1.650	4,38	3,8280
36766	BTP	1.7.99	3.9.96	100,35	8,28	7,21	2.500	4,13	3,6095
36767	BTP	1.7.01	3.9.96	99,00	8,68	7,59	2.613	4,13	3,6095
36768	BTP	1.7.06	18.9.96	99,60	8,99	7,84	1.530	4,38	3,8280
36766	BTP	1.7.99	19.9.96	100,95	8,02	6,95	2.574	4,13	3,6095
36767	BTP	1.7.01	19.9.96	100,20	8,36	7,27	2.200	4,13	3,6095
36768	BTP	1.7.06	1.10.96	103,20	8,42	7,30	1.511	4,38	3,8280
36777	BTP	1.10.99	2.10.96	100,45	7,46	6,50	2.750	3,75	3,2810
36778	BTP	15.9.01	2.10.96	100,70	7,71	6,71	2.743	3,88	3,3905

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	
36751	CTE	22.2.99	22.2.96	98,95	6,14	5,37	500	2.005,07	5,75	5,0313
36752	CTE	22.2.01	22.2.96	98,25	6,92	6,06	500	2.005,07	6,50	5,6875
36772	CTE	16.7.01	1.7.96	98,95	6,50	5,69	1.000	1.908,21	6,25	5,4685

Segue: **Tav. a40**

Condizioni di emissione dei CCT

CODICE TITOLO	Titolo	Data di emissione	Prezzo di emissione	Rendimento all'emissione		Importo collocato (miliardi di lire)	Spread	Prima cedola		
				Lordo	Netto			Lorda	Netta	
36746	CCT	1.2.03	1.2.96	100,75	10,03	8,74	7.700	0,30	5,25	4,5935
36746	CCT	1.2.03	19.2.96	100,45	9,80	8,54	2.750	0,30	5,25	4,5935
36746	CCT	1.2.03	1.3.96	100,45	10,46	9,11	7.700	0,30	5,25	4,5935
36746	CCT	1.2.03	1.3.96	100,45	10,16	8,86	3.215	0,30	5,25	4,5935
36757	CCT	1.4.03	1.4.96	99,45	10,57	9,22	6.600	0,30	5,10	4,4625
36757	CCT	1.4.03	18.4.96	100,20	10,12	8,82	3.001	0,30	5,10	4,4625
36757	CCT	1.4.03	2.5.96	100,75	9,42	8,20	6.052	0,30	5,10	4,4625
36762	CCT	1.5.03	16.5.96	100,90	9,22	8,03	3.586	0,30	4,65	4,0685
36762	CCT	1.5.03	3.6.96	100,90	9,03	7,86	5.500	0,30	4,65	4,0685
36762	CCT	1.5.03	17.6.96	100,95	9,02	7,85	2.003	0,30	4,65	4,0685
36762	CCT	1.5.03	1.7.96	101,00	8,61	7,50	5.345	0,30	4,65	4,0685
36773	CCT	1.7.03	18.7.96	100,85	8,89	7,74	2.140	0,30	4,30	3,7625
36773	CCT	1.7.03	1.8.96	100,80	8,90	7,76	5.500	0,30	4,30	3,7625
36773	CCT	1.7.03	21.8.96	100,60	9,14	7,96	2.009	0,30	4,30	3,7625
36773	CCT	1.7.03	2.9.96	100,55	9,15	7,98	7.700	0,30	4,30	3,7625
36775	CCT	1.9.03	18.9.96	101,45	8,72	7,58	3.095	0,30	4,55	3,9810
36775	CCT	1.9.03	1.10.96	101,30	8,56	7,44	7.050	0,30	4,55	3,9810

Condizioni di emissione dei CTZ

CODICE TITOLO	Titolo	Data di emissione	Prezzo di emissione	Rendimento all'emissione		Importo in circolazione (miliardi di lire)	
				Lordo	Netto		
36750	CTZ	27.2.98	29.2.96	83,35	9,55	8,40	2.671
36750	CTZ	27.2.98	15.3.96	83,65	9,53	8,38	2.200
36750	CTZ	27.2.98	29.3.96	83,60	9,74	8,59	2.552
36750	CTZ	27.2.98	15.4.96	84,45	9,38	8,23	2.750
36758	CTZ	30.4.98	30.4.96	84,80	8,59	7,56	2.686
36758	CTZ	30.4.98	15.5.96	85,10	8,56	7,53	2.750
36758	CTZ	30.4.98	31.5.96	85,95	8,18	7,15	2.750
36758	CTZ	30.4.98	14.6.96	86,05	8,27	7,23	2.750
36764	CTZ	30.6.98	28.6.96	85,95	7,84	6,89	2.678
36764	CTZ	30.6.98	15.7.96	86,00	7,98	7,03	2.006
36764	CTZ	30.6.98	31.7.96	86,10	8,08	7,13	2.506
36764	CTZ	30.6.98	14.8.96	86,00	8,30	7,35	2.529
36774	CTZ	30.8.98	30.8.96	85,35	8,23	7,24	2.750
36774	CTZ	30.8.98	16.9.96	86,00	7,99	7,00	2.750
36774	CTZ	30.8.98	30.9.96	86,85	7,58	6,60	2.600

Mercato mobiliare: rendimenti attesi e indici di capitalizzazione

PERIODO	Rendimenti attesi netti					Indici di capitalizzazione netti				
	CCT	CTE	BTP	CTO	Obbligazioni banche	CCT	CTE	BTP	CTO	Fondi comuni
1990	12,31	10,19	11,87	11,52	12,03	397,58	255,49	221,95	112,33	201,69
1991	11,78	9,05	11,37	11,22	11,63	450,78	280,71	250,71	126,76	207,25
1992	13,70	9,00	11,90	11,51	12,04	497,70	299,19	276,02	139,69	216,29
1993	10,55	6,57	9,60	9,49	10,10	575,03	361,95	327,46	163,39	260,64
1994	8,81	6,45	8,98	8,89	8,95	638,10	366,74	359,85	179,19	285,97
1995	10,16	7,80	10,28	9,97	10,35	698,65	396,28	385,63	191,27	291,50
1994 – III trim.	9,33	7,39	9,92	9,84	9,53	641,00	363,17	352,82	177,27	283,16
IV "	9,72	7,38	10,23	10,06	10,27	657,15	367,74	359,02	180,68	279,91
1995 – I trim.	10,11	8,68	10,67	10,38	10,33	671,89	379,29	366,26	184,11	283,50
II "	10,54	8,89	10,72	10,41	10,81	687,21	404,86	376,31	188,59	290,38
III "	10,08	7,54	10,02	9,73	10,20	707,73	396,96	393,66	193,88	296,77
IV "	9,91	6,08	9,72	9,37	10,04	727,75	404,03	406,30	198,80	295,60
1996 – I trim.	8,88	5,56	8,63	8,38	9,08	748,86	391,53	428,37	205,23	304,64
II "	8,15	5,58	7,91	7,52	8,47	767,37	381,19	446,15	210,71	312,96
III "	7,68	5,45	7,44	7,11	7,83	784,63	380,72	461,04	215,06	313,79
1995 – Set.	9,85	7,20	9,75	9,38	10,09	714,56	393,65	399,59	195,97	298,60
Ott.	10,14	6,09	10,01	9,58	10,04	720,47	409,20	399,63	196,96	294,69
Nov.	10,02	5,86	9,76	9,40	10,16	727,55	407,05	405,98	198,90	294,54
Dic.	9,56	6,29	9,40	9,13	9,93	735,24	395,85	413,28	200,91	297,96
1996 – Gen.	9,06	5,99	8,63	8,46	9,18	743,70	393,26	425,64	203,75	303,47
Feb.	8,66	5,61	8,56	8,32	9,00	749,22	390,03	429,11	205,37	306,26
Mar.	8,91	5,09	8,69	8,36	9,07	753,68	391,30	430,36	206,62	304,26
Apr.	8,70	5,47	8,41	8,12	8,94	759,33	386,39	436,98	208,41	308,54
Mag.	7,99	5,65	7,75	7,31	8,39	768,36	378,73	448,26	211,11	314,66
Giu.	7,74	5,61	7,58	7,14	8,09	774,42	378,45	453,21	212,58	315,51
Lug.	7,59	5,55	7,47	7,13	7,85	780,23	379,94	457,55	213,82	313,61
Ago.	7,81	5,46	7,57	7,27	7,89	784,12	381,18	459,44	214,91	313,11
Set.	7,65	5,34	7,29	6,92	7,76	789,54	381,05	466,15	216,58	314,66

PERIODO	Dati di fine					
	Circolante	Conti correnti		Altre voci	M1	Certificati di deposito a breve termine
		Bancari	Postali			
1988	57.167	324.071	7.696	12.200	401.133	44.619
1989	67.644	356.375	9.388	18.681	452.088	57.568
1990	69.449	388.409	7.825	17.068	482.751	74.688
1991	76.354	435.150	7.017	19.429	537.950	81.164
1992	85.617	434.823	9.337	16.011	545.788	92.390
1993	89.769	465.071	9.481	14.760	579.080	87.286
1994 – Ago.	87.896	427.440	9.293	9.289	533.919	76.150
Set.	89.541	438.194	9.395	11.977	549.106	74.419
Ott.	89.248	434.760	9.556	11.741	545.306	73.162
Nov.	90.829	425.043	9.739	13.150	538.760	72.566
Dic.	96.221	478.258	7.125	15.728	597.332	71.602
1995 – Gen.	91.143	439.012	10.116	11.840	552.111	77.927
Feb.	90.080	441.530	8.996	11.587	552.193	75.772
Mar.	92.654	439.243	8.144	11.799	551.840	75.926
Apr.	92.974	440.797	7.146	10.406	551.323	73.382
Mag.	92.500	434.745	8.810	11.318	547.372	72.121
Giu.	92.407	443.028	8.213	13.505	557.154	69.942
Lug.	94.786	428.950	8.238	11.491	543.465	68.407
Ago.	90.772	424.521	8.116	6.958	530.367	66.847
Set.	92.525	441.844	8.855	9.796	553.019	65.339
Ott.	90.403	439.410	8.147	9.110	547.069	65.214
Nov.	92.641	426.129	7.339	10.805	536.914	64.250
Dic.	98.281	482.902	7.338	15.971	604.492	63.518
1996 – Gen.	92.006	437.791	9.248	11.273	550.319	63.707
Feb.	89.844	432.787	8.190	9.097	539.917	62.963
Mar.	92.325	440.618	6.628	8.849	548.421	62.032
Apr.	90.738	449.643	6.007	(8.136)	(554.524)	60.983
Mag.	91.968	434.327	7.576	(8.858)	(542.729)	59.952
Giu.	93.003	448.032	7.805	(11.531)	(560.371)	59.084
Lug.	94.800	(435.316)	(6.697)	(10.206)	(547.019)	63.792
Ago.	92.437	(433.188)	(6.375)	(6.172)	(538.172)	65.902
Set.	(93.440)	....	(6.271)	(8.307)	....	....

e t a

miliardi di lire)

periodo				Dati medi			
Certificati di deposito oltre il breve termine	Depositi a risparmio	Libretti postali	M2	M1	M2	M2 al netto dei CD oltre il breve	M2 estesa
50.112	192.167	16.372	704.404	376.337	672.368	623.054	673.077
76.798	182.090	19.733	788.277	415.018	744.577	668.520	745.576
105.405	178.384	23.589	864.817	442.428	814.224	709.331	816.497
139.457	161.798	26.924	947.293	488.712	888.538	750.765	892.149
180.328	146.967	29.057	994.531	492.082	930.167	751.789	935.563
226.074	144.091	30.861	1.067.391	529.613	1.005.611	780.320	1.011.387
232.727	132.786	35.346	1.010.929	522.285	999.953	765.916	1.004.110
231.458	133.971	35.525	1.024.479	527.296	1.001.064	768.972	1.005.741
231.928	133.415	35.874	1.019.685	532.027	1.005.089	773.396	1.010.981
234.159	132.687	36.546	1.014.718	538.129	1.011.293	778.249	1.017.835
236.932	138.297	39.152	1.083.316	546.591	1.023.172	787.626	1.030.174
241.657	125.430	40.050	1.037.175	554.501	1.035.994	797.282	1.043.842
244.663	123.746	40.800	1.037.174	536.450	1.017.916	774.228	1.026.242
248.335	121.315	41.457	1.038.873	538.863	1.020.726	774.385	1.029.630
250.427	121.419	41.842	1.038.393	541.374	1.023.814	775.394	1.033.178
253.343	118.661	41.903	1.033.399	544.380	1.026.350	774.878	1.035.994
256.630	118.816	42.012	1.044.553	535.073	1.016.797	762.011	1.025.963
257.576	116.756	41.875	1.028.079	536.461	1.016.835	761.066	1.025.771
261.557	116.088	42.734	1.017.594	520.608	1.001.823	741.978	1.011.269
265.794	116.920	42.874	1.043.946	528.653	1.013.187	749.461	1.023.538
271.097	114.877	42.965	1.041.222	532.817	1.020.284	752.646	1.030.929
274.929	114.685	42.676	1.033.454	538.601	1.029.321	756.733	1.040.507
279.114	121.047	43.997	1.112.168	553.770	1.048.713	772.076	1.060.115
289.814	116.371	44.638	1.064.849	556.965	1.063.260	779.131	1.075.380
296.718	114.756	44.685	1.059.040	529.853	1.042.680	750.020	1.056.180
300.937	115.026	44.577	1.070.993	529.254	1.044.341	746.197	1.059.612
307.073	113.463	44.559	(1.080.601)	(531.709)	(1.050.292)	(747.160)	(1.067.473)
314.065	111.872	44.255	(1.072.873)	(541.713)	(1.065.128)	(755.034)	(1.083.346)
317.161	113.422	43.684	(1.093.722)	(536.026)	(1.061.784)	(745.619)	(1.079.740)
307.367	112.397	(43.272)	(1.073.847)	(539.839)	(1.060.852)	(750.146)	(1.077.016)
299.995	113.426	(43.784)	(1.061.279)	(530.113)	(1.046.327)	(743.837)	(1.061.594)
....	....	(43.682)	(1.081.858)	(538.248)	(1.049.566)	(755.177)	....

Attività liquide
(consistenze di fine periodo in miliardi di lire)

PERIODO	M2	Titoli acquistati pronti c/termine	Buoni postali fruttiferi	BOT e BTE	Accettazioni bancarie	Totale attività liquide
1988	704.404	4.421	70.426	212.464	2.121	993.836
1989	788.277	8.208	80.659	256.422	1.612	1.135.177
1990	864.817	13.712	91.011	284.993	1.540	1.256.072
1991	947.293	53.346	100.368	298.373	2.104	1.401.484
1992	994.531	99.571	107.382	356.177	1.925	1.559.586
1993	1.067.391	95.746	117.867	313.471	1.554	1.596.030
1994 – Lug.	1.027.358	100.346	121.868	306.302	1.691	1.557.564
Ago.	1.010.929	104.802	122.484	308.971	1.787	1.548.973
Set.	1.024.479	93.943	122.863	313.553	1.605	1.556.443
Ott.	1.019.685	102.870	123.257	315.962	1.640	1.563.414
Nov.	1.014.718	107.118	123.760	319.576	1.626	1.566.799
Dic.	1.083.316	89.935	136.556	312.727	1.139	1.623.672
1995 – Gen.	1.037.175	108.416	137.271	325.254	1.533	1.609.649
Feb.	1.037.174	110.537	137.761	328.917	1.593	1.615.982
Mar.	1.038.873	111.967	138.006	335.106	1.597	1.625.549
Apr.	1.038.393	122.612	137.926	339.102	1.566	1.639.599
Mag.	1.033.399	123.645	138.007	345.764	1.601	1.642.416
Giu.	1.044.553	118.817	137.828	343.479	1.851	1.646.528
Lug.	1.028.079	127.367	138.075	347.563	1.999	1.643.084
Ago.	1.017.594	133.902	138.588	348.442	2.019	1.640.545
Set.	1.043.946	123.960	138.917	345.977	1.943	1.654.742
Ott.	1.041.222	138.052	139.272	346.634	1.918	1.667.098
Nov.	1.033.454	142.760	139.295	347.058	1.857	1.664.424
Dic.	1.112.168	126.864	151.756	339.059	900	1.730.746
1996 – Gen.	1.064.849	146.973	152.069	347.797	1.258	1.712.947
Feb.	1.059.040	153.821	152.354	342.338	1.189	1.708.743
Mar.	1.070.993	146.447	152.443	339.077	1.068	1.710.028
Apr.	(1.080.601)	150.089	152.484	334.224	1.226	(1.718.624)
Mag.	(1.072.873)	147.369	152.564	331.138	1.185	(1.705.129)
Giu.	(1.093.722)	135.392	152.703	324.337	850	(1.707.004)
Lug.	(1.073.847)	139.956	(152.903)	318.635	848	(1.686.189)
Ago.	(1.061.279)	(145.979)	(153.408)	314.916	808	(1.676.390)

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				
1988	993.836	311.579	6.579	61.577	51.565	(1.502)	(1.426.638)	(1.474.888)
1989	1.135.177	378.456	7.492	71.902	49.165	2.004	1.644.195	1.694.015
1990	1.256.072	450.724	11.426	81.985	47.379	4.848	1.852.436	1.922.208
1991	1.401.484	493.665	12.262	108.035	56.191	4.011	2.075.648	2.181.108
1992	1.559.586	492.263	15.231	113.564	60.663	2.826	2.244.134	2.380.489
1993	1.596.030	549.433	13.032	153.347	110.093	2.904	2.424.840	2.566.281
1994 – Lug.	1.557.564	590.752	16.004	170.632	138.027	3.887	2.476.866	2.642.997
Ago.	1.548.973	601.622	16.010	171.219	136.804	4.072	2.478.700	2.645.257
Set.	1.556.443	613.829	15.765	170.086	134.390	4.074	2.494.586	2.663.082
Ott.	1.563.414	625.337	15.789	169.538	131.600	4.156	2.509.834	2.681.446
Nov.	1.566.799	627.976	15.834	171.227	130.877	4.192	2.516.905	2.696.069
Dic.	1.623.672	640.491	15.811	170.306	130.168	4.405	2.584.853	2.766.087
1995 – Gen.	1.609.649	647.394	15.854	170.528	129.228	3.242	2.575.896	2.757.278
Feb.	1.615.982	667.641	15.972	170.405	128.225	3.413	2.601.638	2.789.772
Mar.	1.625.549	670.816	16.004	168.155	126.386	3.593	2.610.503	2.807.252
Apr.	1.639.599	674.344	15.137	167.721	127.266	3.899	2.627.967	2.822.552
Mag.	1.642.416	678.754	15.178	168.484	126.763	3.872	2.635.467	2.824.741
Giu.	1.646.528	690.217	15.255	167.437	124.741	4.036	2.648.215	2.838.410
Lug.	1.643.084	696.969	15.082	169.020	125.561	4.131	2.653.846	2.840.073
Ago.	1.640.545	694.957	15.264	169.444	126.465	4.262	2.650.938	2.836.283
Set.	1.654.742	695.484	15.428	170.385	125.602	4.305	2.665.948	2.856.737
Ott.	1.667.098	696.075	15.494	172.382	123.540	4.276	2.678.864	2.869.415
Nov.	1.664.424	692.352	14.854	173.280	123.604	4.196	2.672.709	2.864.973
Dic.	1.730.746	692.627	14.872	172.248	126.802	4.190	2.741.486	2.932.101
1996 – Gen.	1.712.947	688.623	(14.988)	(176.356)	130.675	(4.424)	(2.728.112)	(2.925.268)
Feb.	1.708.743	695.070	(15.050)	(178.126)	131.903	(4.696)	(2.733.588)	(2.930.225)
Mar.	1.710.028	702.346	(16.471)	(179.353)	133.608	(4.634)	(2.746.440)	(2.951.432)
Apr.	(1.718.624)	701.191	(16.878)	(179.670)	139.806	(4.796)	(2.760.966)	(2.966.571)
Mag.	(1.705.129)	709.798	(17.015)	(183.317)	144.887	(4.883)	(2.765.029)	(2.976.271)
Giu.	(1.707.004)	708.898	(17.022)	(185.475)	149.603	(5.022)	(2.773.025)	(2.985.570)
Lug.	(1.686.189)	719.748	(17.206)	(188.693)	153.811	(5.024)	(2.770.670)	(2.990.411)
Ago.	(1.676.390)	728.715	(17.171)	(194.261)	(159.056)	(5.044)	(2.780.637)	(3.002.328)

Cre
(consistenze di fine periodo)

PERIODO	Finanziamenti al settore non statale			
	Credito bancario a breve termine	Credito bancario a medio e a lungo termine	Obbligazioni collocate sull'interno	Totale finanziamenti interni
1988	319.581	227.649	25.719	572.949
1989	393.132	258.198	25.638	676.967
1990	455.998	299.215	23.453	778.666
1991	513.853	345.842	25.109	884.804
1992	570.944	383.644	20.510	975.098
1993	559.308	454.371	31.778	1.045.457
1994 – Ago.	517.828	471.732	35.399	1.024.960
Set.	514.657	472.919	34.776	1.022.352
Ott.	518.223	472.618	34.326	1.025.167
Nov.	515.099	475.905	34.117	1.025.121
Dic.	535.157	488.385	32.699	1.056.241
1995 – Gen.	534.761	475.598	32.850	1.043.208
Feb.	539.988	480.062	31.117	1.051.167
Mar.	543.828	484.310	30.650	1.058.788
Apr.	548.740	481.670	28.960	1.059.370
Mag.	543.348	482.437	29.264	1.055.050
Giu.	552.408	488.179	28.929	1.069.515
Lug.	555.684	484.768	28.805	1.069.257
Ago.	540.289	484.845	29.081	1.054.215
Set.	536.899	487.936	28.977	1.053.813
Ott.	536.547	489.556	29.437	1.055.540
Nov.	539.129	492.895	28.816	1.060.841
Dic.	555.849	500.507	28.136	1.084.493
1996 – Gen.	552.952	496.166	(28.486)	(1.077.604)
Feb.	544.188	498.987	(28.525)	(1.071.700)
Mar.	538.933	503.652	(30.592)	(1.073.177)
Apr.	538.068	502.341	(30.622)	(1.071.032)
Mag.	540.951	505.123	(30.432)	(1.076.506)
Giu.	549.928	507.718	(30.002)	(1.087.648)
Lug.	560.047	505.967	(30.003)	(1.096.018)
Ago.	539.291	507.099	(29.545)	(1.075.935)
Set.	(540.803)	(506.657)	(29.545)	(1.077.004)

dito
in miliardi di lire)

Finanziamenti esteri	Totale finanziamenti	Debito del settore statale		Credito	
			di cui: sull'interno	Totale interno	Totale
51.036	623.985	1.011.738	983.152	1.556.101	1.635.723
68.029	744.996	1.146.277	1.111.298	1.788.265	1.891.273
93.504	872.170	1.294.860	1.246.062	2.024.728	2.167.030
107.686	992.489	1.451.563	1.396.843	2.281.647	2.444.052
128.680	1.103.778	1.636.283	1.571.630	2.546.728	2.740.060
139.560	1.185.017	1.768.114	1.694.877	2.740.334	2.953.131
133.658	1.158.618	1.844.557	1.768.556	2.793.516	3.003.175
131.709	1.154.061	1.874.775	1.799.375	2.821.727	3.028.835
130.619	1.155.786	1.902.104	1.828.457	2.853.624	3.057.890
132.215	1.157.335	1.928.637	1.853.175	2.878.296	3.085.973
132.911	1.189.152	1.937.996	1.854.782	2.911.023	3.127.149
131.625	1.174.834	1.950.231	1.867.583	2.910.792	3.125.065
136.000	1.187.167	1.970.133	1.882.483	2.933.650	3.157.300
137.715	1.196.503	2.001.651	1.908.185	2.966.974	3.198.154
137.162	1.196.532	2.019.202	1.922.029	2.981.398	3.215.734
136.550	1.191.600	2.029.802	1.931.275	2.986.324	3.221.402
138.551	1.208.066	2.016.354	1.906.538	2.976.053	3.224.420
138.084	1.207.341	2.018.447	1.910.615	2.979.872	3.225.787
136.846	1.191.061	2.026.075	1.921.343	2.975.557	3.217.136
137.489	1.191.302	2.053.614	1.947.717	3.001.530	3.244.916
136.042	1.191.582	2.075.819	1.968.610	3.024.150	3.267.401
136.744	1.197.585	2.095.788	1.990.492	3.051.333	3.293.373
138.282	1.222.775	2.082.626	1.976.481	3.060.973	3.305.401
(138.847)	(1.216.451)	(2.091.889)	(1.987.664)	(3.065.268)	(3.308.340)
(139.160)	(1.210.860)	(2.104.058)	(2.001.327)	(3.073.027)	(3.314.918)
(140.269)	(1.213.447)	(2.124.687)	(2.019.095)	(3.092.273)	(3.338.134)
(138.865)	(1.209.897)	(2.148.906)	(2.042.317)	(3.113.349)	(3.358.803)
(139.816)	(1.216.322)	(2.156.323)	(2.051.673)	(3.128.179)	(3.372.644)
(138.754)	(1.226.402)	(2.130.689)	(2.023.936)	(3.111.584)	(3.357.091)
(135.099)	(1.231.116)	(2.144.446)	(2.036.631)	(3.132.648)	(3.375.562)
(134.583)	(1.210.517)	(2.152.819)	(2.046.170)	(3.122.105)	(3.363.336)
....	....	(2.178.460)	(2.070.282)	(3.147.286)	....

Moneta (M2) e contropartite*(variazioni in miliardi di lire)*

PERIODO	M2	Contropartite				
		Riserve ufficiali	Posizione netta sull'estero delle banche	Crediti al settore non statale	Crediti al settore statale	Altre voci
1990	76.540	15.458	-22.976	(110.554)	(11.176)	(-37.172)
1991	82.476	-8.674	-39.369	(120.955)	(66.867)	(-57.303)
1992	47.238	-32.591	-12.187	(74.694)	(82.411)	(-65.089)
1993	71.515	2.564	84.589	(54.453)	(14.027)	(-84.119)
1994	15.924	3.297	-21.594	5.535	30.631	-1.944
1995	28.852	2.915	58.102	39.201	(-28.946)	(-42.419)
1994 - Lug.	-21.156	3.361	-8.602	881	-8.304	-8.492
Ago.	-16.429	-3.218	-116	-5.993	1.379	-8.481
Set.	13.550	-1.119	-6.156	-1.116	14.666	7.275
Ott.	-4.794	-5.947	-1.145	3.406	9.618	-10.726
Nov.	-4.967	-2.531	8.086	132	11.128	-21.781
Dic.	68.597	7.669	3.781	32.825	-18.003	42.326
1995 - Gen.	-46.141	-3.741	-9.938	-19.788	-11.784	-890
Feb. ....	..	-1.034	6.526	6.544	(-12.820)	(784)
Mar.	1.699	-6.767	-1.516	1.355	(21.540)	(-12.912)
Apr.	-480	2.046	1.655	3.479	(-857)	(-6.802)
Mag.	-4.994	3.866	9.914	2.122	(-5.625)	(-15.271)
Giu.	11.154	13.474	-1.180	15.405	(-34.041)	(17.496)
Lug.	-16.474	-255	5.401	1.633	(-8.881)	(-14.372)
Ago.	-10.485	-2.336	15.506	-10.693	(2.637)	(-15.599)
Set.	26.352	-3.967	-1.343	-2.713	(23.294)	(11.082)
Ott.	-2.723	-1.194	4.814	2.323	(14.238)	(-22.904)
Nov.	-7.768	-2.948	15.015	7.964	(8.343)	(-36.143)
Dic.	78.714	5.772	13.248	31.571	(-24.990)	(53.113)
1996 - Gen.	-47.319	-138	-7.473	-7.717	(667)	(-32.658)
Feb.	-5.809	-916	505	-533	(11.222)	(-16.088)
Mar.	11.953	1.330	-12.493	-1.419	(16.888)	(7.647)
Apr.	(9.609)	8.042	26.877	416	(-12.212)	(-13.514)
Mag.	(-7.729)	9.267	-13.351	11.206	(3.059)	(-17.910)
Giu.	(20.849)	6.773	1.406	11.361	(-26.179)	(27.489)
Lug.	(-19.875)	-322	(-6.731)	(8.051)	(134)	(-21.007)
Ago.	(-12.568)	-3.471	(13.403)	(-19.183)	(692)	(-4.008)

Note Metodologiche

Tav. a1

Fonte: OCSE, Istat e statistiche nazionali.

Per prodotto lordo reale si intende il PIL per gli Stati Uniti, la Germania, la Francia, l'Italia, il Regno Unito e il Canada, il PNL per il Giappone.

I dati del saldo corrente annuali non coincidono necessariamente con la somma dei dati trimestrali.

Tav. a2

Fonte: Istat e statistiche nazionali.

Per l'Italia: si veda la nota metodologica alla Tav. a14.

Tav. a3

Fonte: OCSE, Istat e statistiche nazionali.

Per l'Italia: indice del costo della vita; si veda la nota metodologica alla Tav. a16.

Tav. a4

Fonte: OCSE, elaborazioni su dati ENI e Istat, statistiche nazionali.

Incluse le fonti energetiche e i loro derivati. Per gli Stati Uniti: prezzi alla produzione di beni industriali; per la Germania: regioni occidentali; per l'Italia: la serie fa riferimento al prezzo dell'*output* della trasformazione industriale "allargata", estesa cioè alle fonti energetiche e derivati.

Tav. a5

Fonte: statistiche nazionali.

Tassi ufficiali di riferimento. Per la Francia: tasso di intervento; per il Regno Unito: *base rate*; per il Canada: *official bank 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 tre mesi; per la Germania: tassi sui prestiti bancari a 3 mesi; per la Francia, l'Italia e il Regno Unito: 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

Fonte: statistiche nazionali.

Tassi sulle obbligazioni: rendimenti lordi. Per gli Stati Uniti: titoli e obbligazioni del Tesoro a 10 anni (mercato secondario); per il Giappone, la Germania, la Francia e il Re-

gno Unito: obbligazioni pubbliche a 10 anni (mercato secondario); per l'Italia: rendimento medio sui BTP quotati sul mercato telematico con vita residua compresa tra 9 e 10 anni; per il Canada: obbligazioni pubbliche con scadenza superiore a 10 anni (fine periodo).

Indici azionari base 1988=100. 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 40; per l'Italia: indice MIB; per il Regno Unito: F.T. All Shares; per il Canada: indice composito della Borsa valori di Toronto (quotazione alla chiusura).

Tav. a7

Fonte: statistiche 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*, in *Bollettino Economico*, n. 12, 1989.

Tav. a10

Fonte: elaborazioni su dati FMI, OCSE e statistiche nazionali.

I tassi di cambio effettivi reali sono calcolati sulla base dei prezzi alla produzione dei manufatti dei 15 principali paesi industriali. Per la Germania: regioni occidentali. Per il metodo di calcolo cfr.: *Nuovi indici dei cambi effettivi nominali e reali*, in *Bollettino Economico*, n. 12, 1989. Per un approfondimento cfr.: *Gli indicatori di tasso di cambio effettivo reale elaborati dalla Banca d'Italia*, in *Bollettino Economico*, n. 19, 1992.

Tav. a11

Fonte: elaborazioni su dati FMI, OCSE e statistiche nazionali.

I paesi considerati nell'aggregato UE sono: Germania, Francia, Italia, Regno Unito, Spagna, Paesi Bassi, Belgio, Danimarca e Irlanda. Per il metodo di calcolo cfr.: *Nuovi indici dei cambi effettivi nominali e reali*, in *Bollettino Economico*, n. 12, 1989. Per un approfondimento cfr.: *Gli indicatori di tasso di cambio effettivo reale elaborati dalla Banca d'Italia*, in *Bollettino Economico*, n. 19, 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

Fonte: elaborazioni su dati Istat e Isco.

Gli indici della produzione industriale sono 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, oltre che per sesso, della popolazione come risultante dalle anagrafi; dall'ottobre del 1992 sono allineati alle risultanze censuarie del 1991 aggiornate sulla base delle 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; inoltre, viene adottata una più restrittiva definizione delle persone in cerca di lavoro:

per quel mese si riportano sia le vecchie serie, basate sulla precedente definizione, anche se sul nuovo questionario, sia le nuove serie.

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

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

In questa tavola viene esposto il quadro di formazione del fabbisogno per tre diverse definizioni di settore statale, indicate nelle tavole come: a) "vecchia definizione"; è la più ampia, comprendendo il bilancio dello Stato, la Tesoreria (inclusa la Cassa DD.PP.), le ex aziende autonome dello Stato (Ferrovie, Anas, Monopoli, Poste, Telefoni e la Gestione delle ex Foreste demaniali) e l'Agenzia per il Mezzogiorno (soppressa nell'aprile 1993); b) "nuova definizione"; rispetto alla precedente, questa esclude le ex aziende autonome con l'eccezione dell'Anas e della Gestione delle ex Foreste demaniali; c) "Tesoro"; è l'aggregato più ristretto, che esclude tutte le ex aziende autonome.

Il fabbisogno del settore statale definizione "Tesoro" è individuato come somma del disavanzo della gestione di bilancio e del saldo delle operazioni della Tesoreria; dai dati concernenti la gestione di bilancio sono escluse le partite contabili che trovano compensazione 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 o si traducono in meri giri contabili tra bilancio e Tesoreria statale; inoltre, sono inclusi i movimenti delle con-

tabilità speciali IVA e, dal 1994, i rimborsi IVA effettuati per il tramite del conto fiscale. Dal 1996, gli incassi di bilancio non comprendono quelli derivanti dalla quota dell'accisa sulla benzina da destinare al finanziamento delle regioni a statuto ordinario. Le voci "Regolazioni di debiti pregressi" e "Dismissioni e altri introiti Fondo ammortamento titoli" consentono il raccordo tra il totale delle effettive occorrenze finanziarie e il concetto di fabbisogno attualmente utilizzato per la definizione degli obiettivi della politica di bilancio. Il fabbisogno relativo alla "nuova definizione" del settore è ottenuto sommando al fabbisogno della definizione "Tesoro" i finanziamenti netti ottenuti direttamente sul mercato dall'Anas e dalla Gestione delle ex Foreste demaniali (voce "Fabbisogno aggiuntivo Anas e Foreste"). Allo stesso modo, il fabbisogno relativo alla "vecchia definizione" del settore è ottenuto sommando al fabbisogno della "nuova definizione" i finanziamenti netti ottenuti direttamente sul mercato delle altre ex aziende autonome (voce "Fabbisogno aggiuntivo delle altre ex aziende autonome"). I dati dell'ultimo anno sono provvisori.

Tav. a20

In questa tavola vengono analizzate le forme di copertura del fabbisogno del settore statale: sono riportati dati annuali sia per la "vecchia definizione" del settore, sia per la "nuova definizione"; i dati trimestrali e mensili, viceversa, si riferiscono alla "nuova definizione" del settore (cfr. la nota metodologica alla tavola a19). I prestiti esteri qui considerati includono solo quelli diretti del Governo italiano e degli altri enti del settore emessi all'estero: essi escludono quelli contratti indirettamente per il tramite delle banche, appostati tra gli "Altre operazioni", e i BOT e gli altri titoli pubblici acquistati da non residenti, già considerati nelle rispettive categorie; nei prestiti esteri sono inclusi i CTE con apposita stampigliatura per la circolazione all'estero. La voce "Finanziamenti BI-UIC diversi da operazioni in titoli" include il Fondo ammortamento titoli di Stato, istituito ai sensi della L. 27.10.93, n. 432, modificata dal DL 8.1.96, n. 6. La voce "Conti correnti" include il conto corrente di tesoreria provinciale, il conto disponibilità del tesoro e il conto transitorio (questi due ultimi conti sono stati istituiti in relazione al disposto della L. 26.11.93, n. 483). Il conto corrente di tesoreria provinciale è stato soppresso il 31 dicembre 1993 e le passività in essere a tale data sono state trasferite sul conto transitorio. Quest'ultimo è stato soppresso nel novembre 1994; in conversione delle passività in essere su tale conto, il DM 15.11.94 ha disposto l'emissione di BTP per 76.206 miliardi, assegnati alla Banca d'Italia; tali titoli sono inclusi nella voce "Titoli a medio e a lungo termine". Il fabbisogno aggiuntivo dell'Anas, della Gestione ex Foreste demaniali e delle altre ex aziende autonome corrisponde ai finanziamenti netti ottenuti direttamente sul mercato da parte dei suddetti enti. 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 "vecchia definizione" del settore, sia secondo la "nuova definizione"; si ricorda che quest'ultima esclude dal comparto delle ex aziende autonome le Ferrovie, i Monopoli, i Telefoni e le Poste, ma non l'Anas e la Gestione delle ex Foreste demaniali. 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. Le voci "Titoli a medio e a lungo termine sul mercato", "BOT e BTE sul mercato", "Totale mercato interno" e "Debiti verso BI-UIC" includono solo i titoli relativi a operazioni definitive. 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 e delle ex aziende autonome; 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 ex aziende di credito è desunta dalla Matrice dei conti e quella degli ex istituti di credito speciale dalla Centrale dei rischi. I debiti esteri includono solo quelli contratti direttamente e i CTE con apposita stampigliatura per la circolazione all'estero. I dati dell'ultimo anno sono provvisori.

Tav. a22

Dal Bollettino n. 25 dell'ottobre 1995, l'utilizzo della base monetaria include i depositi presso la Banca d'Italia e la cassa contante degli ex istituti di credito speciale; l'aggregato è pertanto riferito all'insieme delle banche. Dal lato della creazione, la voce "rifinanziamento" include i crediti concessi agli ex ICS. In precedenza, il saldo tra i crediti e i debiti di questi ultimi nei confronti della Banca d'Italia era incluso nella voce "altri settori". Tali modifiche, che comportano variazioni di importo modesto rispetto ai dati precedentemente pubblicati, sono coerenti con il Testo Unico in materia bancaria e creditizia, entrato in vigore dal 1.1.1994. La ricostruzione dei dati è stata effettuata dal dicembre 1988 per consentire l'allineamento delle statistiche della base monetaria con quelle bancarie.

Dal dicembre 1994 i dati sulle operazioni definitive e temporanee della Banca d'Italia sono tratti direttamente dalle relative voci del bilancio dell'Istituto, che da tale mese recepisce le direttive comunitarie in materia di conti annuali. Per il periodo precedente, il portafoglio definitivo di

titoli di Stato è calcolato sottraendo al precedente dato contabile, che includeva gli acquisti temporanei di titoli al netto delle vendite, la consistenza di queste ultime operazioni (ricostruita sulla base dei valori di contrattazione dei titoli per il 1993 e in precedenza al valore nominale).

La voce "Estero" corrisponde alla variazione della posizione netta sull'estero di BI-UIC, al netto degli aggiustamenti di cambio. La voce "Conti del Tesoro" coincide, fino al dicembre 1993, col ricorso al conto corrente di tesoreria; dal gennaio 1994, con l'utilizzo del "conto disponibilità del Tesoro per il servizio di tesoreria"; dal dicembre 1994 include anche l'utilizzo del "fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato". Il dato del 1993 della voce "Conti del Tesoro" esclude il flusso relativo alla costituzione, nel dicembre di quell'anno, del "conto disponibilità del Tesoro per il servizio di tesoreria"; quello del 1994 esclude il flusso relativo alla conversione in titoli del credito della Banca d'Italia sul conto corrente di tesoreria nel novembre di quell'anno.

La voce "Altre operazioni BI-UIC con il Tesoro" include i rimborsi netti di titoli di Stato all'emissione di BI-UIC, la circolazione di Stato, i biglietti e le monete di Stato nelle casse della Banca d'Italia, i titoli postali da riscuotere, i crediti a fronte del portafoglio ammassi obbligatori, servizi diversi per conto dello Stato, altri finanziamenti BI-UIC, al netto dei biglietti di banca nelle casse del Tesoro. Il dato del dicembre 1993 esclude gli acquisti di titoli emessi dal Tesoro per la costituzione del "conto di disponibilità del Tesoro per il servizio di tesoreria"; quello del novembre 1994 esclude gli acquisti di titoli per la conversione del credito della Banca d'Italia sul conto corrente di tesoreria.

I "Depositi presso BI" includono il conto di riserva e i depositi liberi delle banche non soggette a riserva obbligatoria. La voce "riserva obbligatoria" corrisponde all'obbligo medio di riserva nel periodo di mantenimento (15 del mese indicato-14 del mese successivo). 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 e alla copertura non monetaria sono provvisori. Il fabbisogno comprende le regolazioni di debiti pregressi, i proventi derivanti dalle dismissioni e gli altri introiti per il fondo ammortamento. Dal 1993 esso si riferisce alla definizione del settore statale che esclude le Ferrovie, i Monopoli, le Poste e i Telefoni di Stato ed include le ex aziende autonome che non vendono servizi sul mercato.

La voce "Collocamenti netti 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 cauzionali presso la Cassa DD. PP., gli impieghi bancari in favore delle ex aziende autonome incluse nel settore statale; in questa voce confluiscono, inoltre, con segno invertito, le operazioni di riacquisto di titoli di Stato da parte del Tesoro.

Tav. a23

Per le revisioni metodologiche, si veda la nota alla Tav. a22.

I dati relativi alla consistenza della base monetaria dell'estero sono calcolati senza aggiustamenti di cambio. Il canale estero coincide pertanto con la posizione netta sull'estero di BI-UIC, calcolata ai prezzi e ai cambi di fine periodo. Per garantire la coerenza contabile, anche la consistenza degli "Altri settori" è calcolata senza la suddetta correzione. Le operazioni pronti contro termine in valuta sono calcolate con riferimento ai cambi di fine mese.

I dati della voce "Titoli di Stato e per conto Tesoro" corrispondono all'ammontare dei titoli detenuti in via definitiva della Banca d'Italia. Includono i titoli emessi nel novembre 1994 per la conversione del conto corrente di tesoreria, secondo quanto previsto dalla L. 483/93. I dati di fine anno comprendono la rivalutazione o svalutazione dei titoli; includono i titoli emessi dal Tesoro nel dicembre 1993 (controvalore di 30.670 miliardi) per la costituzione del "conto disponibilità del Tesoro per il servizio di tesoreria". Il saldo del "conto disponibilità del Tesoro per il servizio di tesoreria", con il segno negativo, indica una passività della Banca d'Italia nei confronti del Tesoro. Il "Fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato" è stato istituito presso la Banca d'Italia in base alla L. 27.10.1993 n. 432. Su tale fondo sono affluiti, dal 1994, i proventi relativi alle operazioni di dismissione, precedentemente depositati sul conto di disponibilità. A partire dal 1995, le disponibilità sul fondo ammortamento sono utilizzate dal Tesoro per effettuare operazioni di riacquisto di titoli di Stato. Nelle "Altre voci", oltre alla circolazione di stato, sono inclusi i crediti a fronte del portafoglio ammassi obbligatori, i biglietti e le monete di Stato nelle casse della Banca d'Italia e i titoli postali da riscuotere. Sono compresi anche i servizi diversi per conto dello Stato e altri finanziamenti BI-UIC, al netto dei biglietti di banca nelle casse del Tesoro.

La voce "Depositi presso BI" include il conto di riserva e i depositi liberi delle banche non soggette a riserva obbligatoria. La voce "riserva obbligatoria" corrisponde all'obbligo medio di riserva nel periodo di mantenimento (15 del mese indicato-14 del mese successivo). 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 BI" comprendono il conto di riserva e i depositi liberi delle banche non soggette a riserva obbligatoria. La cassa contante è stimata sulla base delle segnalazioni bancarie decadal.

Le variazioni percentuali sui 12 mesi delle riserve bancarie e della base monetaria sono aggiustate per la variazio-

ne del coefficiente medio di riserva obbligatoria (per la descrizione della procedura adottata cfr: *Relazione annuale per il 1995 - Note metodologiche*).

Le operazioni temporanee della Banca d'Italia, rilevate ai valori nominali, comprendono le operazioni a data chiusa con gli operatori principali sul mercato telematico dei titoli di Stato; fino al dicembre 1993, la voce "Acquisti" comprende anche i finanziamenti alle aste dei BOT.

Tav. a25

Per la revisione metodologica dei dati relativi alle operazioni della Banca d'Italia, si veda la nota alla Tav. a22.

Il dato delle sottoscrizioni del 1993 include quelle dei CCT (controvalore 10.085 miliardi) e dei BTP (controvalore 20.585 miliardi) emessi nel dicembre di quell'anno per la costituzione del "conto disponibilità del Tesoro per il servizio di tesoreria". Il dato del 1994 esclude i titoli di Stato emessi nel novembre di quell'anno per la conversione del conto corrente di tesoreria, secondo quanto previsto dalla L. 483/93 e dal DM 15.11.94.

Nella voce "operazioni temporanee" sono compresi i finanziamenti e gli impieghi agli operatori principali sul mercato telematico dei titoli di Stato; quelle in BOT includono anche, fino al dicembre 1993, 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. I rendimenti sono al lordo e al netto della ritenuta fiscale, pari al 12,5 per cento. Quelli dei BOT a 3 e a 6 mesi sono composti. Quelli riferiti al "Totale" sono medie ponderate in funzione delle quantità aggiudicate.

Tav. a27

Metodo dell'asta competitiva. I rendimenti sono espressi in valori percentuali, le quantità in miliardi di lire. Il tasso marginale è il tasso minimo d'aggiudicazione per gli acquisti; massimo per le vendite.

Tav. a28

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 di 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. a29

I rendimenti sono espressi in valori percentuali, le quantità in miliardi di lire; gli importi degli acquisti hanno il segno positivo, quelli delle vendite negativo. Il tasso marginale è il tasso minimo di aggiudicazione per gli acquisti e massimo di aggiudicazione per la vendita.

Tav. a31

I dati relativi al tasso di sconto e alle anticipazioni a scadenza fissa sono di fine periodo.

I tassi sulle operazioni pronti contro termine in titoli e in valuta sono medie semplici delle operazioni effettuate.

I rendimenti sui BOT sono pari alla media dei tassi di aggiudicazione alle aste pubbliche, composti per i titoli a 3 e a 6 mesi e semplici per quelli a 12 mesi, al lordo della ritenuta fiscale, ponderata per le quantità aggiudicate agli operatori. 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

Le informazioni sono tratte dalla rilevazione decennale entrata in vigore nel gennaio 1995. Il campione è composto dalle banche partecipanti alla segnalazione nelle singole date di riferimento. I dati antecedenti il 1995 sono parzialmente stimati sulla base delle informazioni tratte dalla precedente rilevazione decennale.

Tav. a33

Le informazioni sono tratte dalla rilevazione decennale entrata in vigore nel gennaio 1995. Il campione è composto dalle banche partecipanti alla segnalazione nelle singole date di riferimento. I dati antecedenti il 1995 sono parzialmente stimati sulla base delle informazioni tratte dalla precedente rilevazione decennale.

Tav. a34

I dati annuali sono relativi al mese di dicembre.

Per effetto dei Decreti legislativi 14.12.1992, n. 481, e 1.9.1993, n. 385 (Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia, in vigore dal 1994) nell'ordinamento bancario sono state, tra l'altro, eliminate le precedenti distinzioni tra gli enti operanti prevalentemente nel breve (ex aziende di credito) e nel medio e lungo termine (ex istituti di credito speciale). Il complesso degli enti creditizi assume la denominazione di "banche".

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 i depositi presso la Banca d'Italia delle banche con raccolta a medio e a lungo termine.

La voce "titoli" è al valore contabile. Per esigenze di uniformità con la matrice bancaria, gli impieghi relativi alle banche con raccolta a medio e a lungo termine sono stati ricalcolati, fino al dicembre 1994, per includere le rate arretrate e la quota capitale delle rate in scadenza ed escludere la componente delle sofferenze rappresentata dal credito a scadere; le rate arretrate e il credito a scadere delle sofferenze sono stati, rispettivamente, sottratti e sommati alla voce "sofferenze ed 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.

Per altre informazioni cfr. la sezione *Note metodologiche* nell'Appendice alla Relazione sul 1995.

Tav. a35

I dati annuali sono relativi al mese di dicembre.

Gli impieghi non includono quelli effettuati dalle filiali estere. La voce "titoli di Stato" comprende i titoli in ecu.

Gli altri titoli si riferiscono alle obbligazioni emesse da residenti in lire e valuta nel portafoglio delle banche.

Tav. a36

I dati annuali sono relativi al mese di dicembre.

La voce "certificati di deposito a breve" comprende i certificati di deposito in lire con durata originaria inferiore ai 18 mesi.

Per i periodi antecedenti il 1995, i depositi in valuta e i depositi di non residenti si riferiscono solamente alle ex aziende di credito.

Per le informazioni sui depositi medi precedenti il 1995, il valore medio dei depositi degli ex istituti di credito speciale è stato stimato come media mobile dei dati di fine periodo.

Tav. a37

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. a38

La voce "obbligazioni italiane" include i Certificati di deposito con scadenza superiore ai 18 mesi. Nella voce "obbligazioni estere" sono inclusi i titoli di Stato esteri. La raccolta netta è calcolata come somma di flussi mensili. Le gestioni effettuate dalle banche sono quelle svolte in via diretta.

Tav. a39

Il portafoglio degli investitori non è influenzato dalle operazioni di acquisto o cessione temporanee.

Le emissioni effettuate dal settore pubblico nel dicembre 1993 includono i BTP e i 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"; tra le emissioni di novembre 1994 sono inoltre compresi i BTP emessi per complessivi 76.205,8 miliardi di lire a conversione del "conto di transito" (ex conto corrente di tesoreria) *ex lege* 26.11.93 n. 483. La voce "Azioni quotate" è riferita alle emissioni delle società quotate alla borsa valori italiana, al lordo delle duplicazioni. Eventuali mancate quadrature sono dovute agli arrotondamenti.

Tav. a40

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.

A partire dall'emissione del 19.7.94 per i BTP e di quella del 18.7.94 per i CCT l'importo collocato comprende gli importi sottoscritti nelle emissioni riservate agli "specialisti" operanti sul mercato telematico dei titoli di Stato.

Tav. a41

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 medie dei valori giornalieri nel periodo considerato, calcolati con riferimento ai titoli quotati alla Borsa valori italiana; 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 italiana; i valori sono medie di dati giornalieri nel periodo considerato.

Tav. a42

Per la definizione di moneta del settore non statale, cfr. *Relazione annuale per il 1995 – Glossario*.

Dal gennaio 1993 il settore non statale include anche le ex aziende autonome Ferrovie, Monopoli e Telefoni, trasformate in società per azioni. Ciò determina una discontinuità statistica nelle serie relative alle consistenze.

La voce “conti correnti bancari” comprende i depositi in conto corrente liberi in lire e in valuta.

Le “altre voci” della moneta M1 comprendono gli assegni circolari, i vaglia cambiari e i depositi in conto corrente presso il Tesoro.

I “certificati di deposito oltre il breve termine” sono quelli non rimborsabili prima di 18 mesi.

La voce “depositi a risparmio” comprende i depositi a risparmio e i conti correnti vincolati in lire e in valuta.

I dati medi sono calcolati come medie mensili di dati giornalieri per tutte le componenti ad eccezione dei depositi postali e di voci minori, per cui si utilizzano medie mobili su due periodi dei dati di fine mese.

La moneta M2 “estesa” include i depositi di residenti in lire e in valuta presso le filiali estere di banche italiane.

Tav. a43

Per la definizione di attività liquide del settore non statale, cfr. *Relazione annuale per il 1995 – Glossario*. Per la definizione di settore non statale, si veda la nota alla Tav. a42.

La voce “titoli acquistati pronti contro termine” include i titoli in valuta.

Le consistenze di BOT e BTE sono al valore nominale. Sono esclusi gli acquisti netti pronti contro termine.

Tav. a44

Attività finanziarie del settore non statale al netto delle azioni. I dati per le attività finanziarie sull'estero sono disponibili a partire dal dicembre 1988. Per la definizione di settore non statale si veda la nota alla tav. a42.

Tutte le consistenze sono calcolate al valore nominale, con l'eccezione delle quote di fondi comuni (valore di mercato).

La voce “titoli di Stato” comprende CCT, BTP, CTZ, CTE, CTS, Certificati ordinari, CTO, CTR, Certificati per Enti mutualistici, Cartelle della Cassa DD.PP., Rendita 5% e Prestiti Edilizia Scolastica. La voce si riferisce al portafoglio definitivo: sono esclusi i titoli acquistati dal settore non statale pronti contro termine; sono invece inclusi i titoli venduti pronti contro termine.

La voce “obbligazioni Crediop e aziende autonome” non comprende le obbligazioni acquistate dal settore non statale pronti contro termine, include quelle vendute pronti contro termine.

La voce “altre obbligazioni” comprende obbligazioni emesse da imprese (pubbliche e private), banche ed Enti territoriali residenti. Sono escluse le obbligazioni acquistate dal settore non statale pronti contro termine; sono incluse quelle vendute pronti contro termine.

La voce “altre attività finanziarie” comprende conti correnti di Enti ammassatori, crediti di Istituti di previdenza, Assicurazioni, Enti territoriali e privati verso banche con raccolta a medio e a lungo termine, conti correnti di consorzi agrari, depositi cauzionali di imprese, titoli atipici, prestiti della Repubblica nel portafoglio del settore non statale.

Il “totale attività finanziarie” include anche i depositi presso le filiali estere di banche italiane, i titoli esteri e i prestiti a non residenti.

Tav. a45

Per la definizione di settore non statale si veda la nota alla tav. a42.

Le voci “credito bancario a breve termine” e “credito bancario a medio e a lungo termine” comprendono gli impieghi in lire e in valuta, le rate arretrate e le quote capitale delle rate in scadenza ed escludono la componente delle sofferenze costituita dal credito a scadere.

La voce “finanziamenti esteri” comprende prestiti esteri e obbligazioni emesse dal settore non statale di possesso estero.

Tav. a46

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 1995 – Glossario*. Per la definizione di settore non statale si veda la nota alla tav. a42.

Secondo le nuove convenzioni contabili, adottate a partire dal gennaio 1994, i dati relativi ai titoli dei diversi operatori si riferiscono alla consistenza detenuta in via definitiva, che include i titoli venduti temporaneamente ed esclude quelli acquistati temporaneamente.

I dati delle “riserve ufficiali” sono al netto degli aggiustamenti di cambio.

La voce “crediti al settore non statale” si riferisce alle attività delle banche verso il settore non statale.

La voce “crediti al settore statale” si riferisce alle attività verso il settore statale delle banche e della Banca d'Italia.

La voce “altre partite” comprende i pronti contro termine di raccolta, i finanziamenti delle banche e della Banca d'Italia alle altre banche, gli “altri settori” della base monetaria, voci patrimoniali e residue nel bilancio delle banche.

Principali provvedimenti di politica economica

1° marzo – Provvedimenti fiscali: *Conversione in legge, del DL 30.12.95, n. 574, recante il riparto degli oneri derivanti dagli incrementi delle aliquote contributive di cui all'art. 17, comma 5, della L. 23.12.94, n. 724.*

Con effetto dal 1° gennaio 1996, il criterio di riparto fra datore di lavoro e lavoratore degli oneri derivanti dagli aumenti contributivi di cui alla L. 724 del 1994, art. 17, comma 5, viene applicato anche alle forme esclusive dell'assicurazione generale obbligatoria. Con questa norma gli aumenti sono estesi ai dipendenti pubblici.

(L. 1°3.96, n. 105; G.U. 4.3.96, n. 53)

6 marzo – Provvedimenti fiscali: *Conversione in legge del DL 8.1.96, n. 6, recante disciplina operativa concernente partecipazioni e proventi del Tesoro, nonché norme sugli organismi e sulle procedure attinenti ai mercati, alla Tesoreria.*

Il provvedimento converte in legge le norme contenute in decreti precedenti, a partire dal DL 7.11.94, n. 617, che regolamentano il funzionamento del Fondo di ammortamento dei titoli di Stato.

(L. 6.3.96, n. 110; G.U. 9.3.96, n. 58)

1° aprile – Provvedimenti fiscali: *Modificazioni al regime fiscale degli interessi, premi ed altri frutti delle obbligazioni e titoli similari, pubblici e privati.*

In attuazione della delega al Governo prevista dalla L. 29.12.95, n. 549, a decorrere dal 1° gennaio 1997 sarà abolita la ritenuta alla fonte applicata agli interessi, premi e altri frutti relativi a obbligazioni e titoli similari. Per le persone fisiche, le società semplici, gli enti non commerciali, i fondi d'investimento mobiliare e immobiliare e i fondi pensione è stata prevista un'imposta sostitutiva del 12,5 per cento, che sa-

rà applicata dalle banche o dagli altri intermediari finanziari all'atto della corresponsione degli interessi o del trasferimento dei titoli (tale ritenuta sarà considerata a titolo di acconto qualora gli interessi siano percepiti dai soggetti di cui sopra nell'ambito del reddito d'impresa). L'imposta sostitutiva non verrà applicata agli enti e alle società che svolgono attività d'impresa (in quanto i redditi a cui l'imposta si riferisce concorreranno alla formazione dell'imponibile complessivo) e ai soggetti non residenti (a eccezione di coloro che risiedono in paesi con i quali non siano previsti scambi di informazioni tra le autorità fiscali).

(D.lgs. 1°4.96, n. 239; G.U. 3.5.96, n. 102)

11 aprile – Provvedimenti fiscali: *Aumento dell'assegno per il nucleo familiare.*

A decorrere dal 1° gennaio 1996 resta confermata la maggiorazione sull'importo dell'assegno per il nucleo familiare stabilita dal DM 1°8.95, in attuazione delle norme contenute nella L. 85 del 1995 (il decreto aveva previsto che l'assegno familiare fosse aumentato nella misura di lire L. 84.000 per ogni figlio, con esclusione dei primi due). Sempre dal 1° gennaio 1996, in attuazione dell'art. 3, 3° c. della L. 550 del 1995, è disposta un'ulteriore maggiorazione dell'assegno; la maggiorazione varia in funzione delle caratteristiche del nucleo familiare, secondo quanto specificato in apposite tabelle allegate al decreto.

(DM 11.4.96; G.U. 30.5.96, n. 125)

30 aprile – Provvedimenti fiscali: *Regolamento di attuazione dell'art. 2bis del DL 30.9.94, n. 564, convertito, con modificazioni, dalla L. 30.11.94, n. 656, concernente disposizioni per l'accertamento con adesione del contribuente.*

Il provvedimento contiene norme di carattere applicativo concernenti l'accertamento con adesione "a regime", da applicarsi nei confronti dei titolari di red-

dito di lavoro autonomo e d'impresa (anche se prodotto in forma associata).

(DPR 30.4.96, n. 316; G.U. 13.6.96, n. 137)

16 maggio – Provvedimenti fiscali: *Regolamento recante disposizioni per l'applicazione dell'art. 4 della L. 23.12.94, n. 725, in materia di detrazioni di imposte per familiari a carico.*

Il provvedimento conferma per il periodo d'imposta 1995, in applicazione della L. 23.12.94, n. 725, l'incremento delle detrazioni d'imposta in favore dei beneficiari di assegni per il nucleo familiare, in misura pari a lire 400.000 per ciascun figlio a carico a partire dal terzo.

(DM 16.5.96, n. 423; G.U. 14.8.96, n. 190)

11 giugno – Provvedimenti fiscali: *Estinzione dei crediti risultanti dalla liquidazione delle dichiarazioni dei redditi, delle dichiarazioni annuali dell'IVA e delle dichiarazioni dei sostituti d'imposta mediante assegnazione di titoli di Stato, per periodi d'imposta chiusi entro il 31 dicembre 1992.*

Con il provvedimento viene regolamentata l'emissione di titoli di Stato per l'estinzione dei crediti d'imposta prevista dalla L. 10.2.96, n. 53. Tale emissione riguarda i crediti d'imposta maturati fino al 1989 (per un importo di 8.700 miliardi) con decorrenza 1° 1.1996 e quella relativa ai crediti d'imposta fino al 1992 (pari a 6.000 miliardi) con decorrenza 1° 1.1997.

(DM 11.6.96; Suppl. ord. G.U. 21.6.96, n. 144)

5 luglio – Provvedimenti fiscali: *Regolamento per l'emissione di titoli obbligazionari da parte degli enti locali.*

Con il provvedimento sono dettate le norme per l'emissione da parte degli enti locali di titoli obbligazionari in lire e in valuta, sia sul mercato interno sia su quello estero. Per i prestiti collocati sul mercato interno di importo superiore ai 100 miliardi, secondo quanto disposto dal D.lgs. 1° 9.93, n. 385, la delibera di emissione deve essere inoltrata alla Banca d'Italia.

Il collocamento di prestiti in valuta sul mercato estero deve essere autorizzato dal Ministero del Tesoro (si applica la regola del silenzio-assenso decorsi 15 giorni dalla richiesta); in questo caso, la delibera di approvazione deve garantire la copertura del rischio di cambio e attestare che il costo effettivo sostenuto dall'ente, comprensivo degli oneri relativi alla copertura di tale rischio, non sia superiore al rendimento lordo dei corrispondenti titoli di Stato emessi sul mercato interno, aumentato di un punto. L'ente emittente è tenuto a versare all'erario un contributo *una tantum* pari allo 0,1 per cento dell'ammontare del prestito obbligazionario. In base al disposto del D.lgs. 1° 4.96, n. 239, a decorrere dal 1° gennaio 1997, la ritenuta alla fonte del 12,5 per cento sugli interessi non si applicherà alle obbligazioni sottoscritte dalle persone giuridiche; negli altri casi, il relativo gettito continuerà a essere acquisito dall'ente emittente ai sensi della L. 23.12.94, n. 724.

(DM 5.7.96; G.U. 13.8.96, n. 189)

18 luglio – Provvedimenti fiscali: *Conversione in legge, con modificazioni, del DL 17.5.96, n. 280, recante disposizioni urgenti nel settore sanitario.*

Sono abrogate le norme della L. 724 del 1994, che prevedevano la disattivazione o la riconversione di quegli ospedali che non raggiungevano la dotazione minima di 120 posti letto e sostituite quelle in materia di ristrutturazione della rete ospedaliera contenute nell'art. 2, 5° comma della L. 549 del 1995. È previsto che entro il 31 dicembre 1996 le regioni debbano, con apposito atto programmatico, predisporre un piano di ristrutturazione che preveda l'utilizzazione dei posti letto ad un tasso non inferiore al 75 per cento in media annua, adottando lo standard di dotazione media di 5,5 posti letto per mille abitanti (1° 1 per mille di tali posti deve essere riservato ai lungodegenti), con un tasso di ospedalizzazione del 160 per mille. Le regioni dovranno ultimare la ristrutturazione entro il 31 dicembre 1999 e attenersi a criteri di economicità ed efficienza. Il personale risultato in esubero in seguito al processo di ristrutturazione dovrà essere posto in mobilità.

Alle regioni che non adottano il piano entro il 31 dicembre 1996 sarà applicata a partire dal 1997 e sino alla predisposizione del piano medesimo la riduzione

del 2 per cento sulla quota spettante del Fondo sanitario nazionale. Alle regioni che non avranno ultimato la ristrutturazione ospedaliera entro il 31 dicembre 1999, sarà applicata una riduzione della quota spettante dal sopradetto Fondo in misura da stabilirsi con la finanziaria per il 2000.

(L. 18.7.96, n. 382; G.U. 20.7.96, n. 169)

23 luglio – Provvedimenti monetari, creditizi e finanziari: *Modifica del tasso di sconto, della misura dell'interesse sulle anticipazioni in conto corrente e a scadenza fissa.*

Con provvedimento del 23 luglio 1996, il Governatore della Banca d'Italia ha ridotto il tasso di sconto e il tasso d'interesse sulle anticipazioni in conto corrente e a scadenza fissa dal 9,00 all'8,25 per cento, con decorrenza dal 24 luglio 1996. La maggiorazione sulle anticipazioni a scadenza fissa è rimasta invariata all'1,50 per cento.

(G.U. 24.7.96, n.172)

23 luglio – Provvedimenti monetari, creditizi e finanziari: *Recepimento della direttiva 93/22/CEE del 10 maggio 1993 relativa ai servizi di investimento del settore dei valori mobiliari e della direttiva 93/6/CEE del 15 marzo 1993 relativa all'adeguatezza patrimoniale delle imprese di investimento e degli enti creditizi.*

Il decreto, comunemente chiamato "decreto Eurosime", è volto a realizzare il mercato unico europeo dei servizi di investimento in valori mobiliari attraverso l'armonizzazione delle normative degli Stati membri in materia di condizioni d'accesso, operatività e requisiti prudenziali minimi degli intermediari.

In base a tali norme le imprese di investimento, comunitarie ed extracomunitarie potranno operare in Italia mediante succursali o in regime di libera prestazione di servizi, rimanendo assoggettate alla normativa e ai controlli di stabilità delle autorità di Vigilanza del paese d'origine. Oltre alle SIM e alle imprese di investimento, anche le banche italiane e gli intermediari comunitari ed extracomunitari potranno accedere

direttamente a tutti i mercati regolamentati, nonché ai relativi sistemi di compensazione e di liquidazione.

In relazione alla disciplina dei mercati, il decreto detta la cornice normativa primaria per l'istituzione e il funzionamento delle società di gestione dei mercati regolamentati di strumenti finanziari, che saranno organi di natura privatistica (società per azioni) espressione degli intermediari. In un quadro generale di regole fissate dalla normativa primaria stessa e dai regolamenti attuativi della Consob e della Banca d'Italia, tali società avranno piena autonomia nella specificazione delle modalità operative dei mercati stessi in tema di: ammissione di operatori e strumenti finanziari, modalità di negoziazione ed eventuali obblighi degli operatori, accertamento e diffusione dei prezzi, tipologia dei contratti trattati.

Il decreto conferma la ripartizione delle competenze tra la Banca d'Italia e la Consob secondo i principi della legge 2 gennaio 1991, n. 1, ed esplicita le finalità dell'attività di vigilanza (trasparenza e correttezza dei comportamenti, sana e prudente gestione degli intermediari, stabilità, competitività e buon funzionamento del sistema finanziario).

(D.lgs 23.7.96, n. 415; Suppl. Ord. G.U. 9.8.96, n. 186)

26 luglio – Provvedimenti fiscali: *Adeguamento ai fini dell'Irpef delle detrazioni di imposte e dei limiti di reddito di cui agli articoli 12 e 13 del Testo Unico delle imposte sui redditi, approvato con DPR 22.12.86, n. 917, ai sensi dell'art. 3 del DL 2.3.89, n. 69, convertito, con modificazioni, dalla L. 27.4.89, n. 154.*

In attuazione della L. 28.12.95, n. 550, la restituzione del drenaggio fiscale per il 1996, attraverso l'adeguamento delle detrazioni d'imposta alla variazione dell'indice del costo della vita (nel periodo agosto 1995 - agosto 1996 pari al 4,7 per cento) è riconosciuta esclusivamente con riferimento alla detrazione spettante ai lavoratori autonomi e alle imprese minori (con reddito non superiore a 8,5 milioni di lire annui). Inoltre, nei confronti delle famiglie cosiddette mono-reddito, viene accordato un incremento dell'importo della detrazione per il coniuge a carico in misura crescente al crescere del reddito (240 mila lire per

redditi imponibili fino a 30 milioni, 144 mila lire per redditi compresi fra 30 e 60 milioni, 72 mila lire per redditi oltre i 60 e fino a 100 milioni).

(DPCM 26.7.96; G.U. 17.8.96, n. 192)

8 agosto – Provvedimenti fiscali: *Proroga dei termini per l'emanazione dei decreti legislativi di cui alla L. 8.8.95, n. 335, recante la riforma del sistema pensionistico obbligatorio e complementare.*

I termini per l'esercizio delle deleghe conferite dalla L. 8.8.95, n. 335, al Governo sono differiti al 30 aprile 1997.

È differito al 31 marzo 1998 il termine per l'esercizio della delega conferita al Governo in tema di armonizzazione delle norme che disciplinano l'attività amministrativa e la gestione finanziaria dei vari enti preposti all'assicurazione obbligatoria per l'invalidità, la vecchiaia e i superstiti.

(L. 8.8.96, n. 417; G.U. 12.8.96, n. 188)

8 agosto – Dismissioni patrimoniali: *Conversione in legge, con modificazioni, del DL 17.6.96, n. 321, recante disposizioni urgenti per le attività produttive.*

È convertito in legge, con modifiche marginali, il DL 17.6.96, n. 321, che autorizza il Ministero del Tesoro al conferimento di 120 miliardi alla gestione liquidatoria dell'Ente nazionale per la cellulosa e la carta (ENCC) e la Cassa DD.PP. alla concessione di mutui decennali per agevolare le procedure liquidatorie.

(L. 8.8.96, n. 421; G.U. 14.8.96, n. 190)

8 agosto – Provvedimenti fiscali, monetari, creditizi e finanziari: *Conversione in legge con modificazioni del DL 20.6.96, n. 323, recante disposizioni urgenti per il risanamento della finanza pubblica*

Il provvedimento, che converte con modificazioni il DL 20.6.96, n. 323, introduce misure di integrazione alla manovra di bilancio per il 1996.

Disposizioni in materia di spesa – Al fine di contenere per gli anni 1996, 1997 e 1998 il saldo netto da finanziare e il ricorso al mercato nei limiti stabiliti dalla legge finanziaria per il 1996 (L. 28.12.95, n. 550) e dal provvedimento a essa collegato (L. 28.12.95, n. 549), nel bilancio dello Stato vengono ridotte nel triennio le spese di competenza in misura pari a 8.792, 8.513 e 7.447 miliardi; sempre per gli anni 1996, 1997 e 1998, le riduzioni in termini di cassa sono rispettivamente pari a 9.005, 10.540 e 10.150 miliardi. Sono disposte anche maggiori entrate in misura non inferiore, in termini sia di competenza sia di cassa, a 5.122 miliardi per il 1996, 7.709 per il 1997 e 7.058 per il 1998.

È stata posposta dal 1° aprile al 15 luglio 1996 la data a partire dalla quale devono essere posti a carico del Servizio sanitario nazionale solo i farmaci che a parità di caratteristiche sono commercializzati a un prezzo inferiore. Fermo restando che le USL sono tenute ad assicurare i livelli uniformi di assistenza di cui al Piano di assistenza del D.lgs. 30.12.92, n. 502, i limiti di spesa comunque stabiliti per ogni tipo di prestazione non costituiscono vincolo per le regioni che certifichino al Ministero della Sanità il previsto mantenimento, a fine esercizio, delle proprie occorrenze finanziarie nei limiti dello stanziamento determinato in ragione della quota capitaria. Le eventuali eccedenze che dovessero risultare rispetto al predetto stanziamento restano a carico dei bilanci regionali. Nel 1996 l'incremento della spesa farmaceutica a carico del SSN non potrà essere superiore al 12 per cento della somma preventivata per tale scopo dalla L. 724 del 1994 (9.000 miliardi); la L. 549 del 1995 aveva stabilito che tale aumento non fosse superiore all'8 per cento.

In materia di previdenza viene stabilito che entro il 30 novembre 1996 gli invalidi civili che risultano titolari di pensione debbano far pervenire al Ministero del Tesoro un certificato medico che attesti il loro stato di salute, con particolare riferimento alle infermità che danno luogo al riconoscimento del beneficio economico. La mancata presentazione dà luogo all'immediata sospensione dell'anzidetta erogazione. Il Ministero nel biennio 1996-97 dovrà procedere all'effettuazione di almeno 150.000 verifiche sanitarie. Entro il 30 giugno di ogni anno il Ministero del Tesoro dovrà procedere alla verifica dei requisiti red-

dituali nei confronti dei beneficiari della pensione di invalidità. Per il 1996 tale verifica dovrà avvenire entro il 31 dicembre.

Le misure sulla spesa hanno riguardato anche il blocco o la posposizione e la decurtazione di alcune autorizzazioni di spesa. A decorrere dall'anno finanziario 1995 i contributi previdenziali a carico sia dall'Ente Ferrovie, sia dei suoi dipendenti dovranno essere versati in un conto presso la Tesoreria.

Per il biennio 1997-98 l'aliquota da applicarsi sul gettito dei contributi incassati dagli istituti che gestiscono le varie forme di previdenza sociale, ai fini del finanziamento degli istituti di patronato e di assistenza sociale, è fissata nello 0,226 per cento del gettito accertato rispettivamente negli anni 1996 e 1997.

A decorrere dal 1° giugno 1996 la fiscalizzazione degli oneri sociali (relativa al contributo per le prestazioni del SSN) è ridotta: a) dello 0,6 per cento per le imprese industriali; b) dello 0,3 per cento per le imprese alberghiere, termali, pubblici esercizi; c) dello 0,1 per cento per le imprese considerate commerciali ai fini previdenziali e che hanno un numero di dipendenti compreso fra 8 e 15.

Disposizioni in materia di entrata – Alcune norme riguardano la determinazione del reddito di lavoro autonomo e d'impresa: a) previsione di limiti alla deducibilità di alcuni costi per l'acquisto e la manutenzione di ciclomotori e motoveicoli; b) eliminazione dell'abbattimento forfettario dei compensi sulla quota eccedente i 100 milioni, previsto per i rapporti di collaborazione coordinata e continuativa (nella misura del 5 per cento) e per l'esercizio del diritto di autore (nella misura ridotta dal 25 al 20 per cento).

In materia di tassazione delle attività finanziarie viene disposta l'unificazione al 27 per cento delle aliquote delle ritenute sugli interessi corrisposti sui depositi bancari e postali, nonché sui certificati di deposito (CD). Tale disposizione comporta in particolare: a) la riduzione dell'aliquota dal 30 al 27 per cento sugli interessi maturati a decorrere dal 20 giugno 1996 sulle consistenze in essere dei depositi in conto corrente e di quelli a risparmio vincolati o non vincolati fino a dodici mesi, nonché dei CD e dei buoni fruttife-

ri fino a dodici mesi; b) l'aumento dell'aliquota dal 25 al 27 per cento sui depositi vincolati oltre i dodici mesi, costituiti a partire dal 20 giugno 1996, e sulle nuove emissioni di CD con scadenza compresa fra i dodici e i diciotto mesi; c) l'aumento dell'aliquota dal 12,5 al 27 per cento relativamente alle nuove emissioni di CD con scadenza non inferiore ai diciotto mesi; d) l'estensione dell'aumento dell'aliquota dal 25 al 27 per cento agli interessi maturati dal 17 agosto 1996 sui depositi a risparmio postale.

In via temporanea viene innalzata la misura degli acconti relativi al versamento delle ritenute sugli interessi dei depositi e CD effettuate dalle banche: per il 1996, la misura dell'acconto di ottobre è elevata dal 50 al 65 per cento; per il 1997 e 1998 gli acconti sono fissati rispettivamente nella misura del 78 e 52 per cento; a decorrere dal 1999, la misura di ciascun acconto ritorna al suo livello ordinario (50 per cento).

Il provvedimento introduce, inoltre, un prelievo del 20 per cento sui proventi derivanti dai depositi in denaro, in valori mobiliari o in titoli (diversi dalle azioni) effettuati dall'imprenditore a garanzia di finanziamenti concessi a imprese residenti a lui riconducibili. Viene ampliato l'obbligo di ritenute relativamente a taluni redditi di capitale; in particolare la ritenuta, sinora applicata (a titolo di imposta) agli interessi corrisposti a soggetti non residenti, viene estesa (a titolo di acconto) a quelli corrisposti alle stabili organizzazioni estere di imprese residenti non appartenenti all'impresa o al gruppo erogante (cosiddette operazioni di credito passante).

Viene inoltre prevista per le imprese e i professionisti una sanatoria per le irregolarità formali, le infrazioni e le inosservanze di obblighi commesse fino al 30 giugno 1996, a condizione che non siano state rilevanti ai fini della determinazione del reddito e dell'IVA; l'importo, da versare entro il 31 dicembre 1996, va da un minimo di 1 milione (per le persone fisiche) a un massimo di 5 milioni per ciascun periodo d'imposta.

In materia di imposte indirette il provvedimento unifica le sanzioni dovute sia per gli omessi versamenti dell'IVA dovuta con la dichiarazione annuale sia per le liquidazioni periodiche; per le imprese e i professionisti viene stabilita l'indeducibilità dell'imposta pagata per l'acquisto di ciclomotori.

Viene disposto l'assoggettamento all'imposta di registro, anziché all'IVA, delle cessioni o locazioni di fabbricati a destinazione abitativa effettuati da imprese diverse dalle imprese costruttrici.

Relativamente alle imposte fisse di registro, ipotecarie e catastali, ne viene fissato l'aumento da 150 mila a 250 mila lire, ad esclusione degli atti di locazione di immobili e di quelli di compravendita di motoveicoli e autoveicoli, per i quali continuano ad applicarsi le previgenti tariffe. Viene stabilito l'assoggettamento all'imposta di registro in misura fissa invece che proporzionale per gli atti di fusione, di scissione e di conferimento di aziende. Si dispone inoltre l'armonizzazione della misura dell'imposta fissa sulle donazioni con quella vigente per il registro; le donazioni effettuate in titoli di Stato, garantiti dallo Stato o ad essi equiparati sono assoggettate all'imposta proporzionale invece che in misura fissa.

In materia di imposte di successione, vengono ridotti i tempi a disposizione dell'Ufficio (per la notifica della liquidazione delle imposte), e dei contribuenti per il pagamento del tributo (da 90 a 60 giorni dalla notifica dell'avviso di liquidazione).

Infine, viene aumentato il prezzo del biglietto delle cosiddette lotterie istantanee (da 2.000 a 2.500 lire).

(L. 8.8.96, n. 425; G.U. 16.8.96, n. 191)

8 agosto – Provvedimenti fiscali: *Conversione in legge, con modificazioni, del DL 1.7.96, n. 346 concernente partecipazione italiana alla missione di pace in Bosnia.*

È convertito in legge, con modifiche marginali, il DL 1.7.96, n. 346 che a sua volta aveva riproposto norme di decreti precedenti a partire dal DL 2.1.96, n. 1. Con il provvedimento è stato disposto, in via temporanea e fino al termine del 1996, l'incremento dell'aliquota dell'accisa sulla benzina senza piombo di 18,8 lire al litro.

(L. 8.8.96, n. 428; G.U. 19.8.96, n. 193)

8 agosto – Provvedimenti fiscali: *Disposizioni urgenti in materia di imposizione diretta e indiretta, di funzionalità dell'Amministrazione finanziaria,*

di gestione fuori bilancio, di fondi previdenziali e di contenzioso tributario.

Con il provvedimento (in cui sono confluite norme di decreti precedenti a partire dai decreti-legge 15.3.96, n. 123, e 28.6.95, n. 249) viene prorogata al 30 settembre 1996 la scadenza per il pagamento (originariamente fissata al 31 marzo 1996) della sanatoria per le liti pendenti alla data del 15 settembre 1995 in ogni ordine di giudizio in materia doganale e di imposte sulla produzione e sui consumi, prevista dalla L. 28.12.95, n. 549. Contestualmente è differita al 15 ottobre 1996 la scadenza (originariamente fissata al 30 giugno 1995) della sanatoria delle irregolarità derivanti dalla mancata presentazione delle dichiarazioni dell'IVA e dei redditi con importo nullo di cui al DL 16.11.94, n. 630, convertito nella L. 30.11.94, n. 656.

(DL 8.8.96, n. 437; G.U. 26.8.96, n. 199)

14 agosto – Provvedimenti fiscali: *Regolamento di attuazione delle disposizioni contenute nell'art. 3, comma 147, lettera d), della L. 28.12.95, n. 549, relativamente alla soppressione dell'obbligo della bolla di accompagnamento delle merci viaggianti.*

A decorrere dal 27 settembre 1996 è soppresso, con alcune eccezioni, l'obbligo dell'emissione della bolla di accompagnamento delle merci viaggianti. In particolare: a) l'obbligo permane relativamente al trasporto di alcune tipologie di merci (prodotti di monopolio, beni sottoposti al regime delle accise e alle imposte di consumo); b) in caso di fatturazione differita, la bolla è sostituita con un documento di trasporto che deve essere emesso a cura del cedente prima dell'inizio del trasporto o della consegna e che ha lo scopo di identificare i beni ceduti e le parti interessate alla cessione.

(DPR 14.8.96, n. 472; G.U. 12.9.96, n. 214)

30 agosto – Provvedimenti fiscali, monetari, creditizi e finanziari: *Misure di completamento della manovra di finanza pubblica.*

Con questo provvedimento sono reiterate le norme contenute in precedenti decreti a partire dal DL 30.12.95, n. 565; esso è volto al contenimento del limite massimo del saldo netto da finanziare e del ricor-

so al mercato per gli anni 1996, 1997 e 1988 stabiliti dalla legge finanziaria per il 1996.

Disposizioni in materia di spesa – Sono previste riduzioni degli stanziamenti iscritti nel bilancio dello Stato nella misura: a) del 5 per cento delle spese per l'acquisto di beni e servizi aventi natura non obbligatoria; b) dell'1 per cento per i trasferimenti (sono tuttavia previste diverse eccezioni); c) del 2 per cento per gli investimenti in beni mobili e immobili, con esclusione delle spese rese necessarie da danni bellici e pubbliche calamità.

Disposizioni in materia di entrata – La disciplina relativa al "concordato di massa" viene estesa al periodo d'imposta 1994 per i titolari di reddito di lavoro autonomo e d'impresa con volume di affari non superiore a 10 miliardi, indipendentemente dal tipo di contabilità adottato. Gli elementi innovativi, rispetto al concordato per gli anni fino al 1993, riguardano: a) l'adeguamento del reddito, dei ricavi e del volume di affari, che deve essere effettuato con riferimento ai parametri previsti dalla L. 28.12.95, n. 549 ed emanati con il DPR 29.1.96; b) la proposta, che viene predisposta dagli stessi contribuenti entro il 31 luglio 1996 (ovvero entro il 5 settembre 1996 per le istanze presentate su supporto magnetico); c) il versamento delle maggiori imposte e delle sanzioni, che va effettuato entro il 15 dicembre 1996; il concordato è precluso a coloro che, inviata la proposta di adesione, ricevono una opposizione motivata da parte degli uffici finanziari.

Il provvedimento introduce, inoltre, per i contribuenti che abbiano dichiarato per il 1994 e il 1995 ricavi non superiori a 10 miliardi e non inferiori a quelli che derivano dall'applicazione dei citati parametri, la possibilità di rettificare il valore di alcune voci del bilancio di fine esercizio 1995 attraverso il pagamento di un'imposta sostitutiva di Irpef o Irpeg e Ilor pari al 10 per cento delle rettifiche effettuate. Il versamento, da effettuare entro il 15 dicembre 1996, può essere ripartito per la parte eccedente i 5 milioni (10 per i soggetti diversi dalle persone fisiche) in due rate al 31 marzo e al 30 settembre 1997, con l'onere degli interessi legali.

In materia di tassazione delle attività finanziarie, il provvedimento stabilisce, per le obbligazioni e i titoli simili di durata inferiore ai 18 mesi, l'aumento

dal 12,5 al 27 per cento della ritenuta, in linea con quanto disposto con la L. 8.8.96, n. 425 per i CD a breve termine.

In materia di imposta di bollo, a decorrere dal 1996, è aumentato da 15.000 a 20.000 lire l'importo dovuto sugli atti soggetti a imposta fissa, mentre passa da 2.000 a 2.500 lire quello dovuto su estratti conto, fatture, ricevute e quietanze di importo superiore a 150.000 lire.

In materia di accise, vengono disposti aumenti di aliquota sui seguenti prodotti: a) alcol etilico (aumento di 83.600 lire per ettolitro anidro); b) petrolio lampante o cherosene per riscaldamento (da 426 a 625,6 lire al litro); c) prodotti alcolici intermedi (da 87.300 a 96.000 lire per ettolitro).

(DL 30.8.96, n. 449; G.U. 31.8.96, n. 204)

30 agosto – Provvedimenti fiscali: Istituzione dell'Ente tabacchi italiani.

È istituito l'Ente tabacchi italiani che svolge le attività produttive e commerciali già attribuite all'Amministrazione autonoma dei monopoli di Stato, con esclusione delle attività inerenti il lotto e le lotterie. L'Ente è dotato di un fondo di dotazione non inferiore a 500 miliardi ed è esente dall'applicazione dell'imposta sul patrimonio netto delle imprese.

(DL 30.8.96, n. 456; G.U. 2.9.96, n. 205)

6 settembre – Provvedimenti fiscali: Proroga e sospensione di termini per i soggetti colpiti dagli eventi alluvionali verificatisi nelle province di Lucca, Massa Carrara, Udine e Pordenone nel mese di giugno 1996.

Il provvedimento, che reitera le norme contenute nel DL 11.7.96, n. 366 dispone, in favore dei soggetti che risiedono o svolgono la loro attività nelle province di Lucca, Massa Carrara, Udine e Pordenone e che hanno subito danni rilevanti in conseguenza delle avversità meteorologiche verificatesi nel mese di giugno 1996, la proroga al 30 novembre 1996 dei termini relativi agli adempimenti e ai versamenti tributari, anche di carattere locale. Nei confronti degli stessi soggetti viene disposta la proroga dei termini per la presentazione dell'istanza di adesione al concordato per

il 1994 al 1° ottobre 1996 (ovvero al 15 ottobre, in caso di istanza presentata anche su supporto magnetico). La sospensione dei termini non si applica alle banche, alle imprese assicurative e ai versamenti delle ritenute operate dai sostituti d'imposta.

(DL 6.9.96, n. 467; G.U. 9.9.96, n. 211)

13 settembre – Provvedimenti fiscali: *Disposizioni urgenti in materia di farmaci e di sanità.*

Nel decreto sono confluite disposizioni contenute in precedenti provvedimenti e che riguardavano le modalità di vendita dei medicinali, l'assetto degli istituti di ricovero e cura, il personale degli Istituti zooprofilattici sperimentali, la nomina dei direttori sanitari e amministrativi delle USL nonché altre disposizioni di carattere generale. In tema di spese il provvedimento prevede che l'onere posto a carico del Servizio sanitario nazionale per l'assistenza farmaceutica, stabilito con la L. 724 del 1994 in 9.000 miliardi per l'anno 1995, sia rideterminato in 9.700 miliardi. La somma deve essere ripartita fra le regioni in proporzione alla popolazione residente.

(DL 13.9.96, n. 478; G.U. 16.9.96, n. 217)

20 settembre – Dismissioni patrimoniali: *Trasformazione in ente di diritto pubblico economico dell'Azienda autonoma di assistenza al volo per il traffico aereo generale.*

Il provvedimento ripropone le norme di decreti precedenti, a partire dal DL 25.11.95, n. 497, in materia di trasformazione dell'Azienda autonoma di assistenza al volo per il traffico aereo generale (AAAVTAG) in Ente nazionale di assistenza al volo (ENAV).

(DL 20.9.96, n. 490; G.U. 23.9.96, n. 223)

20 settembre – Provvedimenti fiscali: *Disposizioni urgenti in materia di finanza locale per l'anno 1996.*

Il decreto reitera alcune norme del DL 5.8.96, n. 409, che a sua volta aveva riproposto norme contenute in precedenti decreti a partire dal DL 25.6.94, n. 376 e norme presentate la prima volta con il DL 26.1.96, n. 32. Per gli enti locali che hanno dichiarato

il dissesto entro il 31 dicembre 1993 e che hanno ottenuto entro il 31 dicembre 1995 l'approvazione da parte del Ministro dell'Interno dell'ipotesi di bilancio riequilibrato, continuano ad applicarsi le norme dell'art. 25 del DL 66 del 1989 convertito nella L. 144 del 1989 (le norme prevedevano modifiche delle piante organiche per permettere la riduzione delle spese, il blocco delle assunzioni, la riduzione a non oltre il 50 per cento della spesa media per il personale a tempo determinato sostenuta nell'ultimo triennio) e dell'art. 21 del DL 8 del 1993 convertito nella L. 68 del 1993 (le norme prevedevano la compilazione di una graduatoria del personale che risultava eccedente; la graduatoria doveva essere trasmessa alla Commissione centrale per gli organici degli enti locali che provvedeva ad assegnare tale personale ad altre amministrazioni).

Agli enti locali che versano in stato di dissesto economico e che hanno posto in mobilità il personale in eccesso è concesso, sino alla delibera del provvedimento di mobilità da parte della Presidenza del Consiglio dei Ministri, un anticipo sulle indennità pari al 90 per cento; tale somma è erogata ogni fine anno dal Ministero dell'Interno.

Il provvedimento ha inoltre reiterato le norme che autorizzano gli enti locali ad emettere prestiti obbligazionari anche in valuta e sui mercati esteri.

(DL 20.9.96, n. 492; G.U. 23.9.96, n. 223)

24 settembre – Provvedimenti fiscali: *Misure urgenti per il rilancio economico e occupazionale dei lavori pubblici e dell'edilizia privata.*

Il provvedimento ripropone, con modifiche marginali, norme di decreti precedenti, a partire dal DL 26.7.94, n. 468 che riguardavano il condono edilizio per gli abusi commessi fino al dicembre 1993.

(DL 24.9.96, n. 495; G.U. 24.9.96, n. 224)

24 settembre – Provvedimenti fiscali: *Norme in materia previdenziale.*

Il decreto reitera il DL 26.7.96, n. 396, che a sua volta ha riproposto con alcune modifiche le norme presentate per la prima volta con il DL 28.3.96, n. 166. Esso stabilisce che il rimborso delle somme ma-

turate sino al 31 dicembre 1995 sui trattamenti pensionistici in conseguenza dell'applicazione delle sentenze della Corte costituzionale 29-31.12.93, n. 495, e 8-10.6.94, n. 240, sia effettuato mediante assegnazione di titoli di Stato. Il rimborso deve avvenire in sei anni e spetta solo al titolare o ai suoi superstiti purché abbiano titolo alla pensione di reversibilità alla data del 30 marzo 1996. La verifica annuale del requisito reddituale per il diritto all'integrazione del trattamento è effettuata non solo in relazione ai redditi del 1983 ma anche con riferimento ai redditi degli anni successivi. Alla determinazione dell'importo maturato al 31 dicembre 1995 non concorrono gli interessi e le rivalutazioni monetarie. I giudizi pendenti in materia sono dichiarati estinti.

È stato modificato il termine entro il quale i liberi professionisti dovevano iscriversi all'apposita gestione separata dell'INPS: coloro che risultavano già pensionati o iscritti a forme pensionistiche obbligatorie dovevano provvedere all'iscrizione entro il 30 giugno 1996 e comunicare alla citata gestione i dati anagrafici e il codice fiscale entro il 31 luglio 1996; per i lavoratori che non rientravano nelle suddette categorie questi obblighi dovevano essere assolti rispettivamente entro il 1° e il 30 aprile 1996.

Gli aumenti contributivi effettivi a carico del datore di lavoro determinati dalle norme di attuazione (DM 21.2.96) dell'art. 3, comma 23, della legge di riforma delle pensioni (L. 8.8.95, n. 335) si applicano con incrementi biennali pari a 0,50 punti, a partire dal 1° gennaio 1997.

(DL 24.9.96, n. 499; G. U. 25.9.96, n. 225)

28 settembre – Provvedimenti fiscali: *Disposizioni urgenti per disincentivare l'esodo del personale.*

A decorrere dal 28 settembre 1996 e fino al 31 dicembre 1997 il collocamento in ausiliaria del personale delle Forze armate, compresa l'Arma dei carabinieri e il Corpo della guardia di finanza, avviene esclusivamente a seguito di cessazione dal servizio per raggiungimento del limite di età previsto per il grado rivestito. Il personale che ha presentato domanda di cessazione dal servizio può revocarla entro il 12 novembre 1996.

(DL 28.9.96, n. 505; G.U. 28.9.96, n. 228)

30 settembre – Provvedimenti fiscali: *Disposizioni urgenti in materia di contratto di lavoro a tempo parziale e di pensionamento di anzianità.*

A decorrere dal 30 settembre 1996 le pensioni di anzianità a carico dell'assicurazione generale obbligatoria dei lavoratori dipendenti e autonomi (esclusi i trattamenti liquidati con almeno 40 anni di versamenti contributivi), non sono cumulabili, limitatamente alla quota liquidata con il sistema retributivo, con redditi da lavoro; il loro conseguimento è subordinato alla risoluzione del rapporto di lavoro. Ai lavoratori che già percepiscono un trattamento pensionistico o che, alla data di entrata in vigore del presente decreto, hanno raggiunto versamenti contributivi pari a 36 anni o pari a 35 anni unitamente a un requisito di età di 52 anni, per i dipendenti, o 56, per gli autonomi, si applica la previgente normativa.

Dal divieto di cumulo sono altresì esonerati i lavoratori che, essendo in possesso dei requisiti di età e di anzianità previsti dalla tab. B, allegata alla L. 335 del 1995 per il conseguimento del diritto alla liquidazione di una pensione anticipata di anzianità, si avvalgono della facoltà di passaggio al rapporto di lavoro a tempo parziale in misura non inferiore a 18 ore settimanali. Tale facoltà è concessa, previa autorizzazione dell'ufficio provinciale del lavoro e della massima occupazione, con decorrenza dal mese successivo alla presentazione della domanda, a condizione che il datore di lavoro assuma nuovo personale per un tempo lavorativo non inferiore a quello ridotto ai lavoratori che ottengono il passaggio al rapporto di lavoro a tempo parziale. La pensione spettante a questi ultimi è ridotta in misura inversamente proporzionale alla riduzione dell'orario di lavoro, e comunque in ragione di una quota non superiore al 50 per cento. La somma della pensione e della retribuzione non può superare l'ammontare della retribuzione spettante al lavoratore che presta la sua opera a tempo pieno. Con decreto del Ministro della Funzione pubblica saranno stabilite le modalità di applicazione di tali norme al personale delle amministrazioni pubbliche: per queste ultime si prescinde però dall'obbligo di nuove assunzioni.

Ai lavoratori autonomi che, per il periodo intercorrente fra la data di pensionamento anticipato e quella di maturazione dell'età per il pensionamento di vecchiaia, assumono dalle liste di collocamento una o

più unità anche a tempo parziale per un orario non inferiore al 50 per cento dell'orario normale, è consentito il cumulo del 50 per cento del trattamento pensionistico con i redditi da lavoro autonomo.

Sono contestualmente abrogate le norme contenute nell'art. 1, comma 25, lett. c), della L. 335 del 1995 che regolamentavano il cumulo fra il trattamento pensionistico e il reddito da lavoro a tempo parziale.

(DL 30.9.96, n. 508; G.U. 30.9.96, n. 229)

1° ottobre – Provvedimenti monetari, creditizi e finanziari: *Approvazione regolamento di determinazione del capitale minimo delle società di gestione di cui all'art. 46 del D.lgs 23/7/96, n. 415, e delle attività connesse e strumentali a quelle di organizzazione e gestione dei mercati.*

Tale delibera introduce il primo regolamento attuativo previsto dal decreto Eurosim, in tema di capitale minimo delle società che potranno organizzare e gestire mercati regolamentati di strumenti finanziari e di attività connesse e strumentali che queste potranno svolgere.

(Delibera Consob n. 10247)

1° ottobre – Provvedimenti fiscali: *Disposizioni in materia di lavori socialmente utili, di interventi a sostegno del reddito e nel settore previdenziale.*

Sono riproposte le norme contenute nel DL 2.8.96, n. 404, che a sua volta aveva reiterato alcune delle norme contenute in precedenti decreti a partire dal DL 8.8.94, n. 494. Ai lavoratori dell'Inasar, della GEPI, a quelli iscritti nelle liste di mobilità nel Meridione o nelle aree in declino industriale e a quelli che beneficiavano del trattamento speciale di disoccupazione nel Sud, occupati in lavori socialmente utili e che avevano perso il diritto a qualsiasi indennità nel periodo 31 dicembre 1994-31 maggio 1995, sono stati concessi sino al maggio 1996 sussidi decrescenti nel tempo.

A decorrere dal 1° gennaio 1996 il personale ferroviario è assicurato all'INAIL; dalla stessa data il personale navigante delle Ferrovie è assicurato con-

tro gli infortuni e le malattie professionali all'Istituto di previdenza per il settore marittimo (IPSEMA).

A decorrere dal 1995 il trattamento ordinario di disoccupazione è commisurato al 30 per cento della retribuzione.

È prorogata dal 31 dicembre 1994 al 31 dicembre 1996 la possibilità, per i lavoratori licenziati da imprese anche cooperative e artigiane che occupano sino a 15 dipendenti, di iscriversi nelle liste di mobilità. Il motivo del licenziamento deve essere connesso con la riduzione, la trasformazione o la cessazione dell'attività produttiva.

È prorogata al 31 dicembre 1996 la norma della L. 30.12.91, n. 412, che prevede che in ogni regione il 50 per cento dei posti resisi vacanti presso le amministrazioni dello Stato, gli enti pubblici non economici e gli enti locali sia riservato ai lavoratori che usufruivano del trattamento di integrazione salariale straordinario o del trattamento di mobilità da più di dodici mesi ed iscritti ad apposite liste.

Le norme della L. 236 del 1993 – che riguardano agevolazioni contributive per i datori di lavoro che stipulino contratti di solidarietà e l'aumento del trattamento di integrazione salariale sino al 75 per cento del trattamento perso a seguito della riduzione d'orario (l'agevolazione biennale era valida per i contratti stipulati tra il 1° gennaio 1993 e il 31 dicembre 1995) – non sono più applicate ai contratti di solidarietà stipulati dopo il 14 giugno 1995 (la misura dell'integrazione spettante è pari al 60 per cento del trattamento perso). Ai datori di lavoro che stipulino contratti di solidarietà sono concesse agevolazioni contributive.

(DL 1°10.96, n. 510; G.U. 2.10.96, n. 231)

1° ottobre – Provvedimenti fiscali: *Disposizioni urgenti in materia di collocamento, di lavoro e di previdenza del settore agricolo, di disciplina degli effetti della soppressione del Servizio per i contributi agricoli unificati (SCAU), nonché di promozione dell'occupazione.*

Sono riproposte le norme contenute nel DL 2.8.96, n. 405, che a sua volta aveva reiterato alcune delle norme contenute in precedenti decreti a partire dal DL 14.6.95, n. 232. Nell'ambito di applicazione della disciplina del collocamento ordinario, agricolo

e dello spettacolo, i datori di lavoro privati e gli enti pubblici economici procedono direttamente a tutte le assunzioni. Nel caso in cui nella circoscrizione sussista un rapporto tra iscritti alle liste di collocamento e popolazione residente in età da lavoro inferiore alla media nazionale, l'azienda deve riservare solo il 6 per cento dei posti disponibili ai lavoratori iscritti alle liste di collocamento e alle liste di mobilità; negli altri territori la sopraddezza percentuale resta del 12 per cento.

Al fine di agevolare le scelte professionali mediante conoscenza diretta del mondo del lavoro sono promosse iniziative di tirocinio pratico e di esperienze a favore dei soggetti che hanno assolto gli obblighi scolastici. Il rapporto che si instaura tra i datori di lavoro (pubblici e privati) e i giovani disoccupati non costituisce rapporto di lavoro. Il tirocinio può durare da tre a sei mesi: per gli utenti ancora in formazione scolastica tale periodo non supera i tre mesi.

In attuazione di quanto stabilito dalla L. 23.12.94, n. 724, è stata prevista a decorrere dal 1° luglio 1995 la soppressione del Servizio per i contributi agricoli unificati (SCAU).

(DL 1°10.96, n. 511; G.U. 2.10.96, n. 231)

4 ottobre – Provvedimenti fiscali: *Disposizioni urgenti in favore degli enti locali in materia di personale e per il funzionamento delle segreterie comunali e provinciali, nonché delle giunte e dei consigli comunali e provinciali.*

Sono reiterate alcune delle norme del DL 5.8.96, n. 409, il quale aveva riproposto quelle contenute in precedenti decreti a partire dal DL 25.6.94, n. 376.

Si prevede che, in deroga alle disposizioni contenute nei commi 5 e 8 dell'art. 3 della L. 537 del 1993, gli enti locali con popolazione non superiore a 15.000 abitanti che non versino in stato di dissesto, non siano

tenuti alla rilevazione dei carichi di lavoro; gli stessi possono effettuare nuove assunzioni per coprire posti vacanti. Per quelli con popolazione superiore a 15.000 abitanti, tale rilevazione è condizione indispensabile per la rideterminazione delle dotazioni organiche. Fino alla rideterminazione della pianta organica, questi enti, nel limite delle disponibilità di bilancio possono: assumere personale in relazione ai posti per i quali, alla data del 31 agosto 1993, erano stati banditi o autorizzati concorsi; coprire nella misura del 50 per cento i posti resisi vacanti successivamente al 31 agosto 1993; assumere personale a tempo determinato. Agli enti che non versano in situazioni deficitarie non si applicano le disposizioni della L. 537 del 1993, che istituiscono e regolamentano l'istituto della mobilità dei pubblici dipendenti.

(DL 4.10.96, n. 516; G.U. 5.10.96, n. 234)

17 ottobre – Provvedimenti monetari, creditizi e finanziari: *Modifica della disciplina della riserva obbligatoria.*

Il 17 ottobre 1996 il Governatore della Banca d'Italia ha disposto una modifica della percentuale massima di movimentazione della riserva obbligatoria, che è stata aumentata dal 10 al 12,5 per cento, con decorrenza dal 21 ottobre 1996.

23 ottobre – Provvedimenti monetari, creditizi e finanziari: *Modifica del tasso di sconto, della misura dell'interesse sulle anticipazioni in conto corrente e a scadenza fissa.*

Con provvedimento del 23 ottobre 1996, il Governatore della Banca d'Italia ha ridotto il tasso di sconto dall'8,25 al 7,5 per cento e l'interesse sulle anticipazioni a scadenza fissa dal 9,75 al 9 per cento, con decorrenza dal 24 ottobre 1996.

(G.U. 24.10.96, n. 250)

ELENCO DELLE «NOTE» E DEI «DOCUMENTI»
APPARSI NEI PRECEDENTI NUMERI DEL BOLLETTINO ECONOMICO

TITOLO	NUMERO
NOTE:	
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	» » »
L'accordo dell'Uruguay Round	22 – febbraio 1994
Il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria	» » »
La gestione dei rischi connessi agli strumenti derivati da parte delle banche	23 – ottobre 1994
L'ingresso nella UE di Austria, Finlandia e Svezia	24 – febbraio 1995
Struttura e tecniche operative degli <i>hedge funds</i>	» » »
L'accordo sulla liberalizzazione degli scambi dei servizi finanziari nell'ambito dell'Organizzazione mondiale per il commercio (OMC)	25 – ottobre 1995
La riforma del sistema pensionistico	» » »
Dati territoriali sul credito e sui tassi d'interesse bancari	26 – febbraio 1996

TITOLO	NUMERO
DOCUMENTI:	
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	» » »
Norme emanate dal Consiglio dei ministri dell'Unione europea	22 – febbraio 1994
Linee direttrici per la gestione dei rischi connessi con gli strumenti derivati	23 – ottobre 1994
Vigilanza prudenziale sull'attività delle banche in strumenti derivati	24 – febbraio 1995
Sviluppi nei sistemi di pagamento dell'Unione europea nel 1994	» » »
Problemi di politica monetaria sollevati dallo sviluppo dei mercati dei derivati	» » »
Un approccio basato su modelli interni per l'applicazione dei requisiti patrimoniali a fronte dei rischi di mercato	25 – ottobre 1995
Il sistema TARGET: un sistema di pagamento per la Fase III della UEM	» » »
Elementi per una riforma dei mercati mobiliari	» » »
L'analisi delle banche nell'attività di vigilanza	26 – febbraio 1996

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, 1962-1993)

Bollettino di Vigilanza (mensile, a. I 1994)

Bollettino economico (semestrale, a. I 1983)

Economic bulletin (semestrale, a. I 1985)

Bollettino bibliografico (mensile, a. I 1978)

Contributi all'analisi economica (annuale, a. I 1985)

Temi di discussione (periodicità variabile):

- n. 262 — *National Saving and Social Security in Italy (1954-1993)*, di N. ROSSI e I. VISCO (dicembre 1995).
- n. 263 — *Share Prices and Trading Volume: Indications of Stock Exchange Efficiency*, di G. MAJNONI e M. MASSA (gennaio 1996).
- n. 264 — *Stock Prices and Money Velocity: A Multi-Country Analysis*, di M. CARUSO (febbraio 1996).
- n. 265 — *Il recupero dei crediti: costi, tempi e comportamenti delle banche*, di A. GENERALE e G. GOBBI (marzo 1996).
- n. 266 — *Are Banks Risk-Averse? A Note on the Timing of Operations in the Interbank Market*, di P. ANGELINI (marzo 1996).
- n. 267 — *Money Demand in Italy: A System Approach*, di R. RINALDI e R. TEDESCHI (maggio 1996).
- n. 268 — *Asset Pricing Lessons for Modeling Business Cycles*, di M. BOLDRIN, L. J. CHRISTIANO e J. D. M. FISHER (maggio 1996).
- n. 269 — *Do Measures of Monetary Policy in a VAR Make Sense?*, di G. D. RUDEBUSCH (maggio 1996).
- n. 270 — *Maximization and the Act of Choice*, di A. SEN (maggio 1996).
- n. 271 — *Una stima dell'incidenza dell'imposizione diretta sulle imprese negli anni ottanta*, di A. STADERINI (giugno 1996).
- n. 272 — *Institutions and Labor Reallocation*, di G. BERTOLA e R. ROGERSON (luglio 1996).
- n. 273 — *Monitoring, Liquidation, and Security Design*, di R. REPULLO e J. SUAREZ (luglio 1996).
- n. 274 — *Localismo, spirito cooperativo ed efficienza: elementi per un'analisi economica delle banche di credito cooperativo*, di L. CANNARI e L.F. SIGNORINI (luglio 1996).
- n. 275 — *Intergenerational Transfers, Borrowing Constraints and the Timing of Home Ownership*, di L. GUIZO e T. JAPPELLI (luglio 1996).
- n. 276 — *Monetary Policy Transmission, the Exchange Rate and Long-Term Yields under Different Hypotheses on Expectations*, di E. GAIOTTI e S. NICOLETTI-ALTIMARI (agosto 1996).
- n. 277 — *Il fabbisogno finanziario pubblico*, di F. BALASSONE e D. FRANCO (settembre 1996).
- n. 278 — *Real Interest Rates, Sovereign Risk and Optimal Debt Management*, di F. DRUDI e R. GIORDANO (settembre 1996).

Quaderni di ricerca giuridica (periodicità variabile):

- 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).
- n. 32 *Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia* (marzo 1994).
- n. 33 *Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia – The 1993 Banking Law* (aprile 1994).
- n. 34 *Struttura ed obiettivi della legge sui fondi immobiliari chiusi*, di G. CARRIERO (novembre 1994).
- n. 35 *Profilo giuridico del sistema dei pagamenti in Italia*, di L. CERENZA (febbraio 1995).
- n. 36 *Il riassetto della disciplina bancaria: principali aspetti innovativi*, di G. CASTALDI (marzo 1995).
- n. 37 *L'evoluzione della disciplina dell'attività di emissione di valori mobiliari*, di V. PONTOLILLO (giugno 1995).
- n. 38 *Contributi allo studio del Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, di O. CAPOLINO, G. CARRIERO, P. DE VECCHIS e M. PERASSI (dicembre 1995).
- n. 39 *Cooperazione di credito e Testo unico bancario*, di F. CAPRIGLIONE (dicembre 1995).
- n. 40 *L'attività delle banche in "securities" e la disciplina dei contratti derivati in Giappone*, di M. PERASSI (aprile 1996).

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
Fax (06) 47922059

*Finito di stampare
presso la Divisione Stampa
della Banca d'Italia.
Roma, ottobre 1996*