

BANCA D'ITALIA

Bollettino Economico



Numero 30 Febbraio 1998

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>	17
<i>I prezzi</i>	33
<i>La finanza pubblica</i>	41
<i>La politica monetaria, gli intermediari e i mercati finanziari</i>	49
<i>Prospettive economiche a breve termine, prezzi e politica monetaria</i>	67

Note

<i>Nuovi indicatori di tasso di cambio effettivo nominale e reale</i>	1*
<i>La stagionalità dei prezzi al consumo e alla produzione</i>	9*
<i>I recenti provvedimenti di riordino del sistema fiscale</i>	14*
<i>Lo schema nazionale di piazza: la transizione all'euro nel sistema finanziario italiano</i>	22*
<i>Indagine sull'adeguamento dei sistemi informativi delle banche italiane all'euro e all'anno 2000</i>	28*

Documenti

<i>Requisiti per l'utilizzo dei sistemi di regolamento dei titoli nelle operazioni di credito del SEBC</i>	33*
--	-----

Interventi

<i>Intervento del Governatore della Banca d'Italia in occasione della 73^{ma} Giornata mondiale del risparmio, ottobre 1997</i>	49*
<i>Italia ed Europa nella finanza globale, Antonio Fazio, gennaio 1998</i>	54*
<i>La Banca d'Italia e il Sistema europeo di banche centrali. La convergenza legale, Antonio Fazio, febbraio 1998</i>	62*
<i>Testo unico della disciplina in materia di intermediazione finanziaria, Pierluigi Ciocca, gennaio 1998</i>	66*

Appendice

<i>Serie statistiche</i>	1a
<i>Note metodologiche</i>	63a
<i>Principali provvedimenti di politica economica</i>	71a
<i>Elenco delle «Note» e dei «Documenti» apparsi nei precedenti numeri del Bollettino Economico</i>	86a
<i>Elenco delle pubblicazioni della Banca d'Italia</i>	88a

INDICE DEI RIQUADRI

La congiuntura e le politiche economiche

<i>Gli interventi di assistenza finanziaria in Asia . . .</i>	6
<i>Il mercato degli autoveicoli e gli incentivi pubblici</i>	22
<i>Le esportazioni italiane verso i paesi asiatici colpiti dalla crisi</i>	30
<i>L'andamento delle principali poste del conto delle Amministrazioni pubbliche</i>	44
<i>Gli interventi della Banca d'Italia sul mercato monetario</i>	54
<i>L'esposizione delle banche italiane nei confronti dei paesi asiatici in crisi</i>	58
<i>Il sistema di regolamento lordo BI-REL: avvio della seconda fase</i>	62
<i>I provvedimenti attuativi della manovra di bilancio per il 1998</i>	70

La congiuntura e le politiche economiche

L'economia internazionale

Negli ultimi mesi lo scenario internazionale è stato dominato dalla crisi economica e finanziaria del Sud-Est asiatico. Essa si è via via accentuata nei paesi investiti all'inizio dell'estate da violente tensioni valutarie e borsistiche (Tailandia, Malesia, Indonesia e Filippine); dalla metà di novembre si è estesa alla Corea del Sud; sono state coinvolte anche le piazze finanziarie di Hong Kong, Singapore e Taiwan.

Sono divenuti evidenti gli elementi di fragilità dello sviluppo di quei paesi negli ultimi anni: investimenti in settori a bassa redditività o altamente rischiosi, finanziati in larga misura ricorrendo al credito bancario, prevalentemente in valuta; rigido ancoraggio al dollaro delle monete locali, con conseguenti perdite di competitività e ampi disavanzi nei conti con l'estero; gravi carenze del sistema bancario, sul quale si è rivelata insufficiente l'azione di vigilanza, e dell'intero sistema di governo delle imprese.

Da gennaio la situazione si è particolarmente aggravata in Indonesia, la cui valuta è giunta a deprezzarsi di oltre l'80 per cento nei confronti del dollaro rispetto alla prima metà del 1997. I programmi di intervento a sostegno di Corea del Sud, Indonesia e Tailandia organizzati dal Fondo monetario internazionale (FMI), a cui hanno concorso la Banca mondiale, la Banca asiatica di sviluppo e diversi paesi, hanno comportato la definizione di piani di riequilibrio macroeconomico e di ristrutturazione del sistema finanziario. Sono state impegnate cifre ingenti, oltre 100 miliardi di dollari (cfr. il riquadro: *Gli interventi di assistenza finanziaria in Asia*). Per rafforzare questi programmi è stato richiesto e ottenuto l'impegno delle banche internazionali ad assicurare temporaneamente la continuità dei prestiti in essere; ciò ha contribuito, in particolare, al miglioramento

della situazione della Corea del Sud dalla metà di gennaio. La tenuta del dollaro di Hong Kong e della moneta cinese è stata determinante nell'impedire un allargamento della crisi.

Anche in conseguenza degli stretti legami commerciali e finanziari, la crisi del Sud-Est asiatico ha avuto riflessi negativi sull'economia giapponese, già scossa da fenomeni di instabilità del sistema bancario e finanziario. Dalla scorsa estate la borsa si è indebolita e, nei mesi più recenti, lo yen si è nettamente deprezzato nei confronti del dollaro; nell'ultimo trimestre del 1997 si è registrata una preoccupante caduta dell'attività produttiva. Il brusco peggioramento del quadro congiunturale e la forte esposizione verso i paesi in crisi hanno aggravato le difficoltà delle banche, i cui bilanci ancora risentono degli effetti della bolla finanziaria esplosa all'inizio degli anni novanta. La politica di bilancio condotta nel 1997 si è rivelata eccessivamente restrittiva. Il programma di sostegno all'economia varato dal governo alla metà di dicembre, ma non ancora integralmente approvato dal Parlamento, prevede al momento misure di stimolo che gli organismi internazionali giudicano inadeguate, dell'ordine di mezzo punto percentuale del PIL. È stato anche predisposto un piano per sostenere il sistema bancario, che contempla un impegno di fondi pubblici fino a 30.000 miliardi di yen (6 per cento del PIL). In un quadro di persistente debolezza della domanda interna e di dubbi sull'adeguatezza dell'azione di stimolo fiscale, l'indirizzo della politica monetaria è rimasto espansivo. L'aggravarsi della situazione in Giappone è fonte di particolare preoccupazione data la dimensione di quella economia, la seconda nel mondo, il ruolo del paese di creditore nei confronti del resto del mondo e la inusitata lunghezza della fase di

Gli interventi di assistenza finanziaria in Asia

L'intensità e l'ampiezza assunte dalla crisi in Asia hanno reso necessari ingenti interventi di assistenza finanziaria da parte della comunità internazionale, nell'intento di ripristinare la fiducia nelle economie più esposte ai deflussi di capitale e contenere possibili, ulteriori effetti di contagio. L'FMI ha svolto un ruolo preminente, sia nell'erogazione diretta di risorse e nel coordinamento degli interventi, sia nella definizione dei programmi di risanamento, alla cui realizzazione è stata condizionata la concessione dei prestiti. La portata eccezionale della crisi ha però messo a dura prova le risorse e i tradizionali strumenti d'azione dell'organizzazione.

Nel settembre scorso l'FMI era intervenuto a sostegno della Thailandia, coordinando contributi multilaterali e bilaterali per circa 17 miliardi di dollari, di cui 3,9 miliardi dello stesso FMI sotto forma di un accordo stand-by (cfr. tavola). Negli ultimi mesi del 1997 l'estensione della crisi all'Indonesia e alla Corea del Sud ha reso necessari altri interventi di ampia portata. Per l'Indonesia sono stati predisposti 18 miliardi di finanziamenti multilaterali, di cui 10 del solo FMI; diversi paesi si sono inoltre dichiarati disponibili a fornire, in caso di necessità, risorse supplementari per un totale di 20 miliardi. Per la Corea del Sud i finanziamenti multilaterali ammontano a 35 miliardi di dollari, di cui 21 dell'FMI; quelli bilaterali, da attivare in caso di necessità, a 21 miliardi, di cui 10 resi disponibili dal Giappone (1). Alla fine di gennaio è stato raggiunto un accordo tra le autorità coreane e le banche internazionali creditrici, tra cui alcune italiane, per un riscadenamento dei debiti a breve termine del sistema bancario locale, pari a circa un terzo del debito estero totale del paese.

Il bisogno di liquidità di Indonesia e Corea del Sud ha richiesto ampi esborsi iniziali da parte dell'FMI, nella misura rispettivamente di 3 e 5,6 miliardi di dollari. L'ammontare complessivo delle risorse finanziarie mobilitate in favore della Corea del Sud (57 miliardi di dollari), in particolare, è analogo a quello stanziato nel febbraio del 1995 per il Messico (circa 53 miliardi). Il contributo del solo FMI in favore di questo paese è il più elevato in assoluto nella storia della organizzazione, maggiore di quello concesso al Messico (18 miliardi). Sono molto rilevanti anche gli impegni assunti dalla Banca mondiale (10 miliardi), i cui prestiti normalmente non superano i 3 miliardi.

Per agire con la necessaria tempestività, l'FMI si è avvalso dell'Emergency Financing Mechanism (EFM), la speciale procedura creata nel settembre del 1995 che consente l'approvazione delle operazioni di prestito in tempi estremamente ridotti. In tutti e tre i casi è stata invocata la clausola delle circostanze eccezionali, richiesta dallo Statuto per consentire livelli di accesso alle risorse dell'organizzazione superiori ai normali

limiti (2). Infatti, i crediti concessi a Indonesia e Thailandia ammontano a circa cinque volte le loro quote nell'FMI, quello alla Corea del Sud a ben diciannove volte.

L'erogazione dei finanziamenti, sia multilaterali sia bilaterali, resta naturalmente condizionata all'attuazione dei programmi sottoscritti. Sono significative in proposito la durata dei prestiti stand-by del Fondo, ampiamente superiore al normale (non più di due anni), e l'importanza attribuita alle misure di riforma dei sistemi finanziari. Ciò è da ricondurre al carattere in buona parte strutturale della crisi finanziaria nei tre paesi asiatici, che richiederà prevedibilmente tempi più lunghi per il necessario risanamento.

Tra gli aspetti problematici dell'azione del Fondo, il primo riguarda le risorse. L'entità dei finanziamenti e la rapidità degli esborsi si sono inevitabilmente ripercossi sulla posizione di liquidità dell'FMI: il rapporto tra disponibilità liquide e passività a breve termine si è ridotto dal 120 per cento della scorsa estate a circa il 50, ben al di sotto del livello considerato convenzionalmente di guardia (70 per cento). Le condizioni di liquidità dovrebbero però presto tornare su livelli più appropriati con la ratifica, attualmente in corso, dell'aumento del 45 per cento delle quote, deliberato alle riunioni annuali di Hong Kong lo scorso settembre. Sono in fase di ratifica, da parte di 25 paesi, anche i New Arrangements to Borrow (NAB), che consentiranno di

Principali contributi finanziari ai paesi asiatici
(miliardi di dollari)

CONTRIBUTI	Thailandia	Indonesia	Corea del Sud
Multilaterali	6,6	18,1	35
di cui:			
FMI	(1) 3,9	(2) 10,1	(3) 21
Banca mondiale	1,5	4,5	10
Banca asiatica di sviluppo	1,2	3,5	4
Bilaterali	10	20	22
di cui:			
Giappone	4	5	10
USA	-	3	5
Totale ...	16,6	38,1	57

Fonte: FMI, Banca mondiale e Banca asiatica di sviluppo.
(1) Accordo stand-by del 20 agosto 1997 (34 mesi). - (2) Accordo stand-by del 31 ottobre 1997 (36 mesi). - (3) Accordo stand-by del 3 dicembre 1997 (36 mesi).

continua ➤

raddoppiare le risorse supplementari di cui l'FMI attualmente dispone in base ai General Arrangements to Borrow (GAB), per un ammontare complessivo di 34 miliardi di DSP (3).

Si sono inoltre resi manifesti i limiti dei tradizionali prestiti stand-by, i quali, diretti a sanare ordinari squilibri della bilancia dei pagamenti, sono poco adatti a fronteggiare situazioni di crisi di fiducia che provocano improvvisi deflussi di capitali. Lo scorso dicembre è stata pertanto approvata una nuova forma di finanziamento a breve termine, detta Supplemental Reserve Facility (SRF), atta a fronteggiare situazioni in cui sia richiesto un ampio e immediato esborso di fondi. Tecnicamente la nuova forma di finanziamento può essere concessa esclusivamente ai paesi coi quali il Fondo abbia già concordato un prestito stand-by o una Extended Fund Facility, in quanto essa è esplicitamente intesa a integrare le risorse messe a disposizione attraverso i canali tradizionali di finanziamento. La concessione della SRF permette il superamento dei normali limiti di accesso alle risorse senza la necessità di invocare la clausola delle circostanze eccezionali. Essa ha la durata massima di un anno e può essere erogata anche in due sole rate, di cui la prima, normalmente la maggiore, disponibile al momento stesso dell'approvazione del prestito. La SRF, in quanto forma di credito "di ultima istanza", viene erogata a un tasso d'interesse penalizzante, di tre punti percentuali superiore a quello applicato ai prestiti stand-by; alla fine del primo anno la penalità viene inasprita di mezzo punto, e così ogni sei mesi, sino a raggiungere un massimo di cinque punti. Tale meccanismo è volto a incoraggiare un rapido rimborso del prestito, come è presumibile debba avvenire se la carenza di liquidità è legata a una temporanea crisi di fiducia.

Il carattere atipico della crisi asiatica ha indotto a interrogarsi circa l'adeguatezza delle terapie di politica economica tradizionalmente associate in questi casi ai programmi dell'FMI. Le economie colpite dalla crisi soffrono soprattutto di disfunzioni gravi nei meccanismi allocativi, nell'assetto regolamentare e di vigilanza del sistema bancario, nella solidità delle istituzioni finanziarie, nonché di eccessiva dipendenza da flussi di capitale dall'estero a breve termine. In questo contesto una restrizione della domanda aggregata potrebbe, nel breve periodo, acuire i problemi delle banche e delle imprese nel servizio del debito. D'altro canto misure restrittive appaiono indispensabili per riequilibrare la posizione esterna di questi paesi, limitando la svalutazione e il conseguente impatto sul tasso d'inflazione interno. Al dilemma l'FMI ha risposto dando particolare risalto nei suoi programmi alle riforme del settore finanziario e della struttura patrimoniale delle imprese e prevedendo frequenti riesami degli stessi programmi, per meglio calibrarli all'evolversi della situazione economica.

Su un piano più generale la crisi asiatica ripropone alcune questioni di fondo sollevate dall'elevato grado di integrazione raggiunto dai mercati dei capitali internazionali. Una prima questione riguarda pregi e limiti del ricorso a regimi di cambio rigidi. Anche se molto utili per acquisire credibilità nelle prime fasi di rientro da periodi di elevata inflazione, i cambi rigidi sono alla lunga difficilmente sostenibili in economie caratterizzate da significative debolezze reali o finanziarie, com'è tipicamente il caso delle economie emergenti. Per gli stessi motivi appare opportuno che i modi e i tempi della rimozione dei vincoli alla libertà di movimento dei capitali ancora vigenti in numerosi paesi in via di sviluppo siano oggetto di un attento vaglio. Infatti, se le crisi recenti hanno mostrato l'incapacità dei controlli di contenere massicci attacchi speculativi sul cambio dovuti a crisi di fiducia - come esemplificato in particolare dalla Corea del Sud - esse hanno anche evidenziato la necessità di evitare liberalizzazioni premature. A tal fine è cruciale che vengano prima rafforzati adeguatamente i sistemi finanziari interni e i relativi meccanismi di vigilanza, come è stato sottolineato in un rapporto pubblicato dal Gruppo dei Dieci nella primavera del 1997 (4).

Infine, resta aperto il problema di quali siano le procedure più efficaci per la risoluzione delle crisi di liquidità. L'attuale configurazione dei flussi internazionali di capitale, con una forte componente non bancaria e un'ampia partecipazione di creditori e debitori privati, rende in molti casi difficile realizzare le operazioni di ristrutturazione del debito estero secondo le modalità seguite nei primi anni ottanta. Come osservato in un rapporto del Gruppo dei Dieci (5), non esistono procedure ottimali per gestire le crisi di liquidità, ma esse vanno determinate caso per caso. Uno dei principi cardine al riguardo è che venga contenuto quanto più possibile il moral hazard, minimizzando l'aspettativa che in caso di difficoltà vi sia sempre e comunque l'intervento della comunità internazionale. È altrettanto importante che il costo dei salvataggi venga distribuito equamente tra tutti i creditori.

(1) Anche l'Italia si è detta disponibile a contribuire, in caso di necessità, al programma predisposto per la Corea del Sud, sino a un ammontare di 1,25 miliardi di dollari.

(2) Tali limiti, periodicamente rivisti, si ragguagliano al momento al 100 per cento della quota su base annua e, cumulativamente, al 300 per cento su tre anni, al netto dei rimborsi.

(3) Cfr. la nota: I New Arrangements to Borrow, in Bollettino Economico n. 27, 1996.

(4) Gruppo dei Dieci, Financial Stability in Emerging Market Economies, aprile 1997.

(5) Gruppo dei Dieci, The Resolution of Sovereign Liquidity Crises, marzo 1996.

ristagno. Le strategie di politica economica del Giappone rivestono importanza cruciale per gli sviluppi della crisi nella regione. Per tale motivo esse sono state al centro delle discussioni della recente riunione del Gruppo dei Sette. Nel comunicato finale è stata espressa la convinzione che l'uscita dalla critica situazione congiunturale richieda un significativo impulso espansivo di bilancio.

Anche i mercati valutari e finanziari dei principali paesi industriali sono stati influenzati dagli sviluppi della crisi asiatica. Dalla fine di ottobre il dollaro, in quanto valuta-rifugio, si è rafforzato nei confronti di tutte le principali monete. I timori di un rallentamento della crescita mondiale derivanti dalla crisi asiatica e i massicci spostamenti di fondi da quell'area verso i mercati obbligazionari dei paesi industriali hanno determinato la prosecuzione della fase di discesa dei rendimenti nominali a lungo termine. I corsi azionari, dopo la caduta registrata alla fine di ottobre, hanno segnato recuperi in tutti i principali paesi, ad eccezione del Giappone.

Nella seconda metà del 1997, negli Stati Uniti e nel Regno Unito l'attività ha continuato a espandersi a ritmi sostenuti. Nei paesi dell'Europa continentale la ripresa si è rafforzata; in Francia si sono manifestati chiari segni di recupero della domanda interna.

Gli squilibri esterni delle due principali economie mondiali si sono nuovamente ampliati, principalmente per effetto del forte divario nella crescita della domanda interna. Nei primi tre trimestri del 1997 il disavanzo delle partite correnti degli Stati Uniti è stato di 160 miliardi di dollari, in ragione d'anno, circa il 2,2 per cento del PIL. La posizione debitoria netta verso l'estero sarebbe prossima al 12 per cento del PIL. L'avanzo delle partite correnti del Giappone ha sfiorato, nell'anno, i 95 miliardi di dollari (66 nel 1996), circa il 2,3 per cento del PIL, determinando un ulteriore aumento del credito netto verso l'estero (circa il 22,5 per cento del PIL). L'avanzo delle partite correnti della Unione europea (UE) dovrebbe essere stato di 90 miliardi di dollari (circa l'1 per cento del PIL).

Negli Stati Uniti, per la prima volta dall'inizio degli anni settanta, i conti pubblici sono risultati sostanzialmente in pareggio, grazie alla crescita particolarmente sostenuta dell'economia. In gran parte dei

paesi della UE è stato raggiunto l'obiettivo di ridurre i disavanzi al 3 per cento del PIL, in conformità con i requisiti richiesti per l'adesione alla Unione economica e monetaria (UEM).

Nei principali paesi industriali l'inflazione si è ulteriormente ridotta, riflettendo la fermezza delle politiche monetarie e di bilancio e i favorevoli andamenti dei costi del lavoro e dei prezzi internazionali delle materie prime. Questi ultimi sono fortemente calati nell'ultimo trimestre del 1997, anche per effetto della crisi asiatica; il prezzo del petrolio è sceso, fra ottobre e febbraio, da 20 a 15 dollari per barile. Negli Stati Uniti il tasso di inflazione sui dodici mesi è diminuito, a dicembre, all'1,7 per cento, risultando pari al 2,3 per cento nella media dell'anno (2,9 per cento nel 1996). In Germania, Italia e Spagna l'inflazione è stata nel gennaio di quest'anno pari all'1,3, 1,6 e 2,0 per cento, rispettivamente.

I timori connessi con la crisi asiatica hanno influito sulle politiche monetarie di alcuni dei principali paesi, interrompendo la fase di restrizione avviata all'inizio del 1997. Solo nel Regno Unito la banca centrale ha innalzato ancora, a novembre, il tasso base per riportare l'inflazione in linea con l'obiettivo fissato. Negli Stati Uniti, dove i tassi a breve termine sono scesi dall'inizio del 1998, gli operatori si attendono il mantenimento delle condizioni monetarie attuali nei prossimi mesi. In Europa, nella prospettiva dell'avvio della UEM, la convergenza dei tassi di inflazione si è riflessa in quella dei tassi di interesse a breve e a lungo termine. In Italia, Spagna e Portogallo i differenziali dei rendimenti a lungo termine con la Germania si sono ridotti a meno di mezzo punto percentuale.

Lo sviluppo della crisi finanziaria in Asia

Dopo i primi attacchi speculativi alla valuta thailandese, tra maggio e luglio del 1997, la crisi si è velocemente trasmessa alle Filippine, all'Indonesia e alla Malesia, con ripercussioni anche sulle più solide economie di nuova industrializzazione della regione (Corea del Sud, Hong Kong, Singapore e Taiwan). In questa fase sono stati coordinati dall'FMI i primi interventi di sostegno finanziario (cfr. il riquadro: *La*

crisi valutaria nel Sud-Est asiatico, in *Bollettino economico*, n. 29, 1997). Questi non sono riusciti, tuttavia, a evitare un ulteriore inasprimento e allargamento della crisi. Alla metà di ottobre anche le autorità di Taiwan, che pure disponevano di cospicue riserve valutarie, sono state costrette a lasciar fluttuare il cambio. Nei giorni successivi la speculazione si è diretta sul dollaro di Hong Kong, determinando marcati rialzi dei tassi di interesse e forti cadute dei corsi azionari. Anche l'Indonesia e la Corea del Sud hanno chiesto il sostegno della comunità finanziaria internazionale. Dalla metà di dicembre la situazione si è nuovamente aggravata in Indonesia, anche in seguito alla notizia del mancato rispetto, da parte della nuova legge di bilancio, degli obiettivi concordati con l'FMI. Alla fine di gennaio, le autorità indonesiane hanno annunciato la creazione di un ente per la ristrutturazione delle banche e l'introduzione di una garanzia dello Stato in favore dei depositanti; hanno anche decretato una moratoria di fatto sul servizio del debito estero delle imprese nazionali.

Sull'aggravarsi della crisi ha influito la frequenza dei casi di illiquidità o di insolvibilità di operatori finanziari e di imprese, per effetto della svalutazione e del crollo dei valori azionari e immobiliari. Sono apparse evidenti le condizioni di fragilità dei sistemi finanziari di quei paesi. Dal lato dell'attivo, i bilanci delle banche si caratterizzano per il peso eccessivo di investimenti in attività mobiliari e immobiliari, spes-

so a bassa redditività, nonché di crediti per l'acquisto di proprietà immobiliari o da esse garantiti; dal lato del passivo, per un elevato indebitamento verso l'estero a breve termine. Queste strutture patrimoniali sono il risultato di strategie gestionali molto rischiose e poco trasparenti, che hanno determinato un'allocatione poco efficiente del credito.

Alla metà del 1997 il debito lordo complessivo verso banche e altri investitori non residenti era pari a circa il 30 per cento del PIL in Corea del Sud, in Indonesia e nelle Filippine, superava il 40 in Malesia e in Thailandia. In Indonesia e in Thailandia esso era costituito per il 90 per cento circa da debito verso banche estere; in Corea del Sud e in Malesia tale quota era pari al 70 per cento circa (tav. 1).

Rispetto alla media del primo semestre del 1997, alla fine di febbraio il peso filippino e il ringgit maleiano risultavano deprezzati, nei confronti del dollaro, del 34 e del 32 per cento, rispettivamente; il won coreano e il baht thailandese di circa il 46 e la rupia indonesiana del 73 per cento. Anche le valute di Singapore e Taiwan si sono deprezzate, ancorché in misura più contenuta (12 e 14 per cento circa). Il dollaro di Hong Kong ha mantenuto la sua parità nei confronti di quello statunitense. La caduta dei corsi azionari è stata pure impressionante, in media del 25 per cento nello stesso periodo. Nel tentativo di frenare il deflusso di fondi, le autorità di questi paesi hanno aumentato drasticamente i tassi di interesse (fig. 1).

Tav. 1

Esposizione debitoria di alcuni paesi asiatici verso l'estero
(miliardi di dollari, a fine giugno 1997)

PAESI	Verso banche estere (1) (A)				In titoli detenuti da non residenti (B)	Totale (A)+(B)	
	Totale		Variazione percentuale tra fine 1995 e fine giugno 1997 (2)	Quota percentuale dei debiti con scadenza inferiore o pari a un anno		In percentuale del PIL (3)	
	Mercato Interbancario						
Corea del Sud . . .	103,4	67,3	37,1	67,9	47,2	150,6	31,1
Filippine	14,1	5,5	104,3	58,8	7,7	21,8	26,0
Indonesia	58,7	12,4	38,1	59,0	7,2	65,9	29,0
Malesia	28,8	10,5	71,4	56,4	11,7	40,5	40,8
Tailandia	69,4	26,1	19,0	65,7	11,1	80,5	44,8

Fonte: Bollettini nazionali, FMI e BRI.

(1) Banche dichiaranti alla BRI. - (2) Corretta per le variazioni del cambio. - (3) PIL 1996.

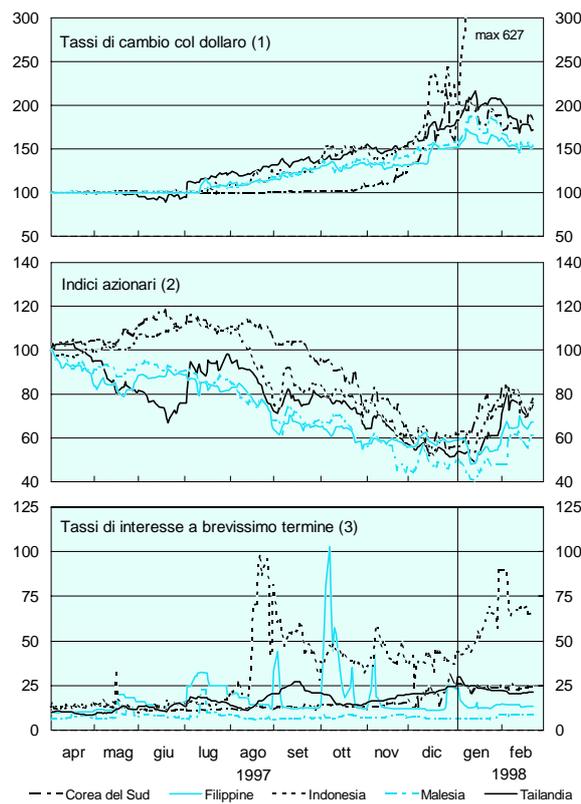
Non è tuttora disponibile una stima attendibile degli effetti della crisi sull'attività produttiva dell'area nell'anno trascorso. Secondo le valutazioni più recenti dell'FMI, che appaiono ottimistiche, nel 1997 la crescita in Thailandia sarebbe risultata inferiore all'1 per cento (6,4 per cento nel 1996). Rallentamenti si sarebbero registrati anche in Indonesia e nelle Filippine (tav. 2).

I considerevoli mutamenti della competitività determinati dai deprezzamenti dei tassi di cambio e la caduta dell'attività produttiva hanno già inciso sui flussi commerciali. Secondo le valutazioni dell'FMI, in Corea del Sud e in Thailandia si sarebbero registrate già nel 1997 significative riduzioni dei disavanzi correnti, per effetto sia di una maggiore crescita delle esportazioni, sia di una caduta delle importazioni.

La risoluzione della crisi nel Sud-Est asiatico resta legata all'attuazione dei programmi concordati con l'FMI e agli accordi con le banche estere per la ristrutturazione del debito. L'FMI si è trovato costretto a fronteggiare una situazione atipica sia per le cause della crisi, non strettamente riconducibili a squilibri macroeconomici, sia per la pluralità dei paesi e degli operatori privati coinvolti. In tale contesto è stato problematico non solo definire i piani di intervento, ma anche fissarne criteri di condizionalità il cui rispetto potesse essere valutato con precisione. Infatti, mentre i progressi sul terreno macroeconomico, meno cruciali in questo caso specifico, sono relativamente fa-

cili da verificare, assai arduo è assicurare e accertare la qualità delle riforme del sistema finanziario, i cui effetti si esplicano comunque più lentamente.

Fig. 1
Cambi, borse e tassi di interesse in alcuni paesi asiatici
(dati giornalieri)



Fonte: Datastream.
(1) Unità di valuta per dollaro; indici, 1° aprile 1997=100. - (2) Indici, 1° aprile 1997=100. - (3) Valori percentuali.

Tav. 2

Principali indicatori economici di alcuni paesi asiatici

PAESI	PIL (1)		Inflazione al consumo (2)		Saldo del settore pubblico (3)		Saldo delle partite correnti (3)		Esportazioni (1)		Importazioni (1)	
	1996	1997	1996	1997	1996	1997	1996	1997	1996	1997	1996	1997
Corea del Sud ...	7,1	6,0	4,9	4,3	0,0	0,0	-4,9	-2,9	14,1	22,0	14,8	6,0
Filippine	5,7	4,3	8,4	5,2	-0,4	-0,9	-4,7	-4,5	20,4	15,6	20,6	13,6
Indonesia	8,0	5,0	7,9	8,3	1,4	2,0	-3,3	-2,9	5,5	14,9	7,8	9,7
Malesia	8,6	7,0	3,5	3,7	4,2	1,6	-4,9	-5,8	7,2	8,6	4,2	9,7
Tailandia	6,4	0,6	5,9	6,0	1,6	-0,4	-7,9	-3,9	2,6	11,5	2,8	-2,6

Fonte: FMI, *World Economic Outlook, Interim Assessment*, dicembre 1997; per l'interscambio: FMI, valutazioni interne.
(1) Variazioni percentuali a prezzi costanti. - (2) Variazioni percentuali. - (3) In percentuale del PIL.

I programmi dell'FMI prevedono, in primo luogo, politiche fiscali e monetarie decisamente restrittive, tali da ripristinare l'afflusso di capitali dall'estero e rafforzare il cambio. Sono al tempo stesso contemplati interventi strutturali nel settore bancario e finanziario. Nell'immediato sarà inevitabile il fallimento di alcune istituzioni finanziarie insolventi o la loro acquisizione da parte di altri operatori, residenti o esteri. Nel medio periodo sarà necessario assicurare maggiore trasparenza e concorrenzialità al mercato del credito e potenziare i sistemi di vigilanza. Sono state anche concordate, in particolare con la Corea del Sud, riforme radicali nel governo d'impresa.

I tassi di cambio e i mercati finanziari

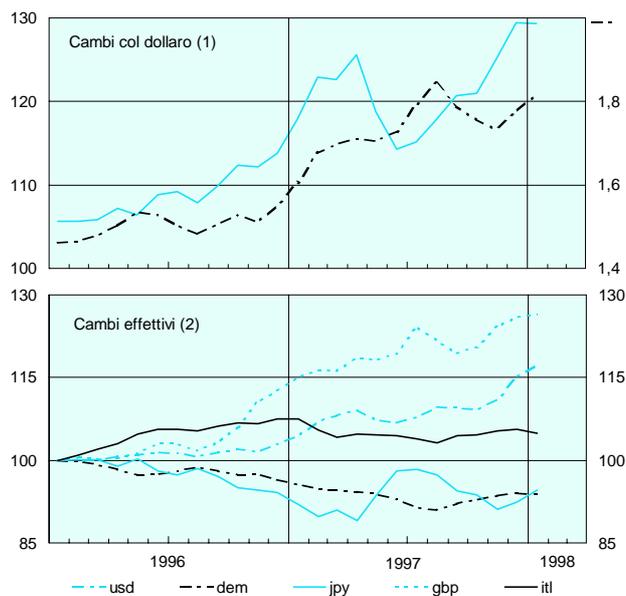
Dopo alcuni mesi di stabilità, dalla fine di ottobre il dollaro ha ripreso ad apprezzarsi nei confronti del marco e dello yen. Al rafforzamento hanno contribuito in misura determinante l'acuirsi della crisi nel Sud-Est asiatico e le accresciute tensioni politico-militari relative all'Iraq, che hanno provocato uno spostamento massiccio di capitali di portafoglio verso il mercato statunitense. Alla fine di febbraio, il dollaro risultava apprezzato in termini nominali effettivi del 3,4 per cento rispetto alla media di ottobre (fig. 2).

Negli ultimi mesi è proseguito, intensificandosi, il deprezzamento dello yen, in atto dalla seconda metà del 1995. La valuta giapponese ha risentito pesantemente del peggioramento della congiuntura legato alla crisi nella regione e all'aggravarsi delle difficoltà del sistema bancario. Nonostante gli interventi della Banca del Giappone a sostegno della valuta, lo yen è giunto a deprezzarsi, alla metà di gennaio, del 9 per cento nei confronti del dollaro rispetto allo scorso ottobre. Dalla seconda metà del mese si è registrato un lieve recupero, dopo gli annunci di ulteriori misure di sostegno all'economia. Alla fine di febbraio, in termini nominali effettivi, la valuta giapponese risultava deprezzata, nei confronti di quelle dei principali paesi esportatori mondiali di manufatti, dell'1,4 per cento rispetto a ottobre. Sulla base di un indicatore di tasso di cambio effettivo che include anche le valute di altri paesi asiatici con i quali il Giappone intrattiene stretti

rapporti commerciali (circa il 25 per cento dell'interscambio complessivo), lo yen risultava invece apprezzato del 3,5 per cento circa rispetto a ottobre.

Fig. 2

Tassi di cambio nominali delle principali valute (dati medi mensili)



Legenda: usd = dollaro statunitense, jpy = yen giapponese, dem = marco tedesco, itl = lira italiana, gbp = sterlina britannica.

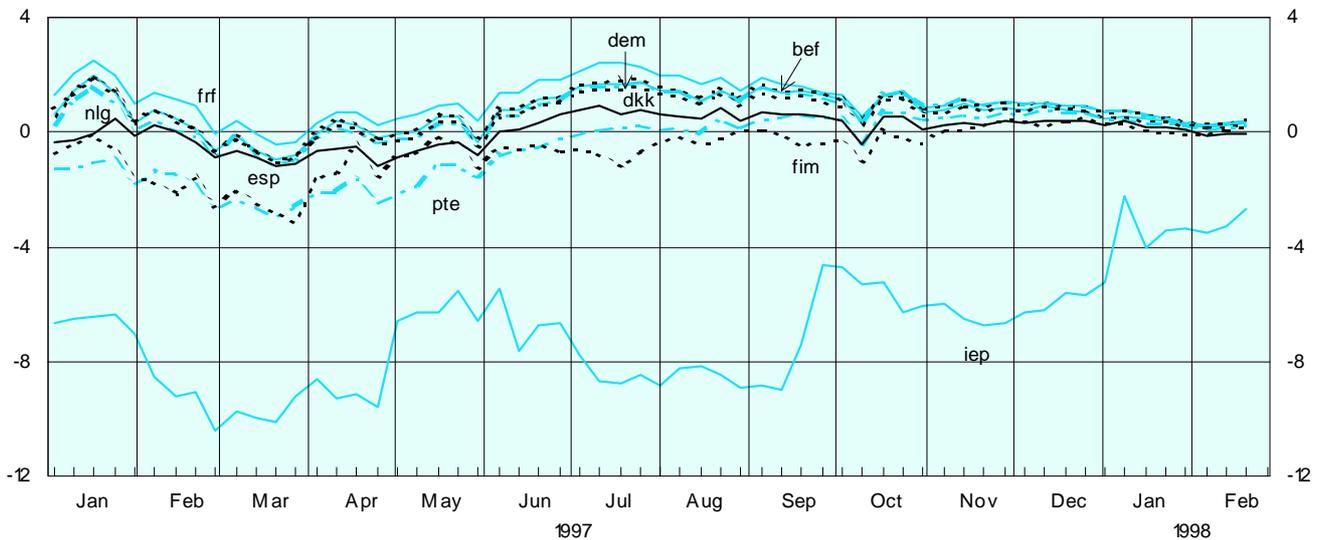
(1) Unità di valuta per dollaro; yen scala di sinistra; marco scala di destra. - (2) Ciascuna valuta nei confronti delle valute di altri 24 partner commerciali; indici: gennaio 1996=100. Un aumento indica apprezzamento della valuta. Per la nuova metodologia di calcolo dei tassi di cambio effettivi cfr. la nota: Nuovi indicatori di tasso di cambio effettivo nominale e reale.

Da dicembre anche il marco si è indebolito nei confronti del dollaro, fino al 4,6 per cento rispetto a ottobre. In termini effettivi, la valuta tedesca non ha tuttavia subito variazioni di rilievo. È proseguita la fase di stabilità tra le valute aderenti agli AEC; anche la sterlina irlandese, dopo il forte apprezzamento del 1997, è stata coinvolta nel generale processo di convergenza (fig. 3). Seguendo il dollaro, la sterlina britannica si è rafforzata nei confronti del marco sino alla metà di gennaio. Il venir meno delle aspettative di ulteriori restrizioni monetarie ha successivamente determinato un lieve indebolimento della valuta inglese.

Tra l'inizio di novembre e la fine di febbraio, i tassi d'interesse a lungo termine si sono ridotti in tutti i paesi industriali escluso il Giappone, dove già erano, e permangono, su livelli eccezionalmente bassi, attorno all'1,6 per cento. Il calo è stato di 0,2 punti percen-

Fig. 3

Tassi di cambio della lira nei confronti delle altre valute aderenti agli AEC (1)
(deviazioni, in percentuale, dalle parità centrali)



Legenda: dem=marco tedesco, frf=franco francese, esp=peseta spagnola, nlg=fiorino olandese, bef=franco belga, pte=escudo portoghese, dkk=corona danese, fim=marco finlandese, iep=sterlina irlandese.

(1) Dati di fine settimana. Valori positivi indicano un apprezzamento della lira. La posizione dello scellino austriaco coincide, a meno di trascurabili scostamenti, con quella del marco tedesco.

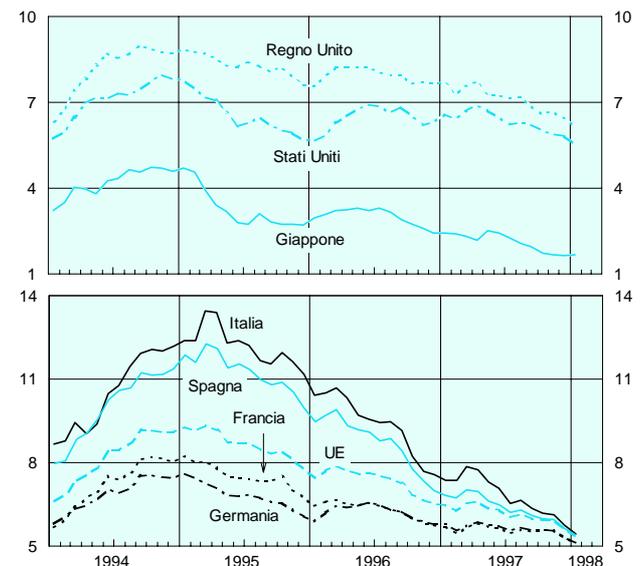
tuali negli Stati Uniti, di 0,6 nel Regno Unito e di 0,7 in Germania (fig. 4). Negli altri paesi della UE i rendimenti a lungo termine sono scesi in linea con quelli tedeschi. Maggiore è stata la flessione in Italia e in Spagna: i differenziali nei confronti della Germania si sono ulteriormente ridotti, a 0,4 e 0,2 punti percentuali, rispettivamente, alla fine di febbraio. In conseguenza di questi andamenti, il tasso di interesse reale nella media dei principali paesi industriali è sceso al di sotto del 4 per cento.

I corsi azionari in Germania, nel Regno Unito e in Francia, che alla fine di ottobre avevano risentito negativamente della caduta delle borse asiatiche, si sono nettamente rafforzati nel periodo successivo (rispettivamente del 19, 15 e 19 per cento circa), superando i massimi storici raggiunti alla metà dello scorso ottobre (fig. 5). Anche negli Stati Uniti, la ripresa delle quotazioni è stata considerevole (14 per cento circa), nonostante la vasta presenza delle imprese multinazionali di quel paese nel Sud-Est asiatico. In Giappone è continuata fino alla metà di gennaio la fase di flessione in atto dalla metà dello scorso anno;

dall'inizio del 1997 la caduta è stata del 16,6 per cento.

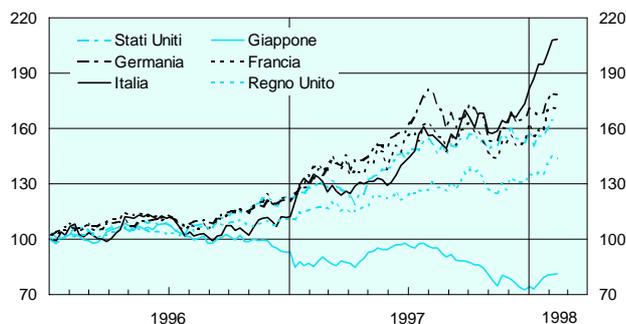
Fig. 4

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



Fonte: statistiche nazionali.
(1) Rendimenti dei titoli di Stato decennali. Il tasso medio UE si riferisce a tutti i paesi membri eccetto la Grecia.

Fig. 5

Indice dei corsi delle principali borse internazionali(dati di fine settimana;
indici: 29 dicembre 1995=100)

Fonte: Reuters.

La congiuntura e l'inflazione nei principali paesi industriali

In Giappone, dopo un parziale recupero dell'attività produttiva nel terzo trimestre del 1997, la congiuntura è nettamente peggiorata. È diminuita la spesa reale delle famiglie; sono crollati gli ordini di macchinari (-15 per cento fra settembre e novembre). Nell'ultimo trimestre la produzione industriale è caduta del 2,3 per cento sul periodo precedente. È nuovamente scemata la fiducia dei consumatori e delle imprese.

Nella seconda metà del 1997 il ritmo di espansione dell'economia statunitense si è mantenuto vigoroso: il prodotto è cresciuto del 3,4 per cento, in ragione d'anno, rispetto al semestre precedente, con un'accelerazione negli ultimi mesi dell'anno (tav. 3). L'attività produttiva è stata ancora trainata dalla domanda interna, in particolare dagli investimenti, che sono aumentati di oltre il 10 per cento su base annua.

La crescita ha favorito un'ulteriore discesa del tasso di disoccupazione, che a gennaio è stato del 4,7 per cento. Ciononostante, la dinamica dei salari si è mantenuta moderata; grazie anche ai guadagni di produttività, i costi unitari del lavoro sono aumentati solo dell'1,5 per cento nel secondo semestre, sul periodo corrispondente del 1996. In gennaio l'inflazione al consumo è scesa all'1,6 per cento, sui dodici mesi (3,0 per cento a gennaio 1997; cfr. tav. a3), per effetto del

ribasso dei prezzi internazionali delle materie prime e dell'apprezzamento del dollaro.

Tav. 3

Prodotto e domanda interna nei principali paesi industriali
(variazioni percentuali a prezzi costanti sul periodo precedente, in ragione d'anno)

PAESI	1996	1997 (1)	1997	
			I sem.	II sem. (1)
Stati Uniti				
PIL	2,8	3,8	4,3	3,4
Domanda interna	3,0	4,1	4,4	3,9
Giappone				
PIL	3,9	1,0	2,3	-1,3
Domanda interna	4,8	-0,1	0,6	-1,7
Germania				
PIL	1,4	2,2	1,9	2,3
Domanda interna	0,8	1,1	1,1	0,6
Francia				
PIL	1,5	2,4	2,1	3,6
Domanda interna	1,0	1,0	-0,3	3,1
Italia				
PIL	0,7	1,5	1,6	3,4
Domanda interna	0,2	2,4	3,6	2,8
Regno Unito				
PIL	2,3	3,5	4,2	2,9
Domanda interna	2,7	3,9	3,9	5,3
Canada				
PIL	1,2	3,7	4,0	3,9
Domanda interna	1,1	5,7	5,0	7,6
UE				
PIL	1,8	2,6	2,6	3,1
Domanda interna	1,4	2,1	2,2	2,3

Fonte: FMI, Istat, Isco e statistiche nazionali.

(1) Per gli Stati Uniti, la Germania e la Francia dati provvisori; per l'Italia dati Istat (PIL) e Isco (domanda interna); per gli altri paesi previsioni FMI, dicembre 1997.

La ripresa nei paesi dell'Europa continentale si è rafforzata. Nel secondo semestre la Germania e la Francia hanno registrato un incremento del PIL pari, rispettivamente, al 2,3 e al 3,6 per cento in ragione d'anno; l'apporto delle esportazioni nette è rimasto cospicuo, soprattutto in Germania (oltre il 70 per cento della crescita). Le più recenti indagini condotte presso le imprese tedesche segnalano un aumento

degli ordini provenienti dall'interno e un ulteriore miglioramento del clima di fiducia. In Francia nel terzo trimestre si sono rafforzate tutte le componenti della domanda interna; in particolare, gli investimenti sono aumentati dell'8 per cento, rispetto al periodo precedente, in ragione d'anno. È proseguita negli ultimi mesi dell'anno la ripresa dei consumi privati.

Nel Regno Unito il PIL è cresciuto nel secondo semestre del 2,9 per cento in ragione d'anno. Il contributo dell'estero è stato fortemente negativo per gli effetti dell'apprezzamento della sterlina. La domanda interna, sospinta dai consumi privati, ha continuato a svilupparsi a ritmi assai sostenuti (5,3 per cento su base annua).

Si sono ampliati i divari negli andamenti del mercato del lavoro nei principali paesi industriali. Negli Stati Uniti e nel Regno Unito i tassi di disoccupazione hanno raggiunto livelli minimi dal 1980 (4,7 e 5,0 per cento, rispettivamente, a gennaio). Nel 1997 l'economia statunitense ha creato quasi 3 milioni di posti di lavoro. Nell'Europa continentale la situazione non è migliorata: il tasso di disoccupazione medio è rimasto invariato all'11,6 per cento fra gennaio e ottobre. In Germania a dicembre ha raggiunto l'11,8 per cento, corrispondente a oltre 4 milioni e mezzo di disoccupati; nelle regioni orientali sfiora il 20. In Francia è lievemente sceso fra ottobre e dicembre, dal 12,5 al 12,2 per cento.

L'inflazione è rimasta contenuta in tutta l'area della UE. In base agli indici dei prezzi al consumo armonizzati, a dicembre solo in Grecia l'inflazione eccedeva la soglia di convergenza (2,7 per cento) per la partecipazione alla UEM.

In Germania l'inflazione al consumo, dopo aver toccato lo scorso agosto un valore massimo del 2,1 per cento, sui dodici mesi, è andata riducendosi. In gennaio si è collocata all'1,3 per cento; alla riduzione ha contribuito la flessione del prezzo del petrolio in atto dallo scorso ottobre. Anche in Francia i prezzi hanno registrato un rallentamento nella seconda metà del 1997; l'inflazione è scesa dall'1,5 per cento in agosto allo 0,5 in gennaio. Nel Regno Unito l'aumento dei prezzi al netto degli interessi sui mutui ipotecari si è mantenuto fino a dicembre attorno al 2,8 per cento, superiore all'obiettivo del 2,5 per cento fissato dal

governo, nonostante la restrizione monetaria attuata dal maggio dello scorso anno.

Le politiche economiche

Nel 1997 la politica fiscale giapponese si è rivelata eccessivamente restrittiva: nell'anno finanziario, che termina il prossimo marzo, il disavanzo delle Amministrazioni pubbliche, al netto della sicurezza sociale, si sarebbe, infatti, ridotto rispetto all'anno precedente, dal 6,6 al 5,9 per cento del PIL. I provvedimenti recentemente approvati dal Parlamento al fine di contrastare la congiuntura avversa sono di dimensione assai modesta: si tratta di riduzioni delle imposte sul reddito per circa 1.000 miliardi di yen (0,2 per cento del PIL) e di aumenti degli investimenti pubblici della stessa entità. La legge di bilancio per l'esercizio che inizia il prossimo aprile, in discussione al Parlamento, mantiene un orientamento restrittivo che, seppure in linea con gli obiettivi del piano di risanamento a medio termine, non appare coerente con le esigenze della congiuntura interna e internazionale. Anche gli ulteriori sgravi fiscali per circa 2.000 miliardi di yen (0,4 per cento del PIL), varati dal governo lo scorso dicembre, ma non ancora approvati dal Parlamento, non sembrano sufficienti a contrastare la debolezza dell'economia e la crisi di fiducia dei consumatori.

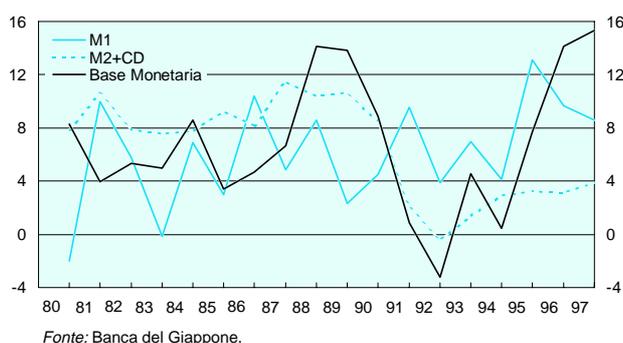
I tassi *overnight* sono su livelli assai bassi dalla seconda metà del 1995; dal luglio dello scorso anno sono scesi al di sotto del tasso di sconto, pari allo 0,5 per cento. La base monetaria nel triennio 1995-97 è cresciuta in media di oltre il 12 per cento l'anno; tuttavia, l'aumento annuo dell'aggregato M2+CD, utilizzato come riferimento dalle autorità, è stato di poco superiore al 3 per cento (fig. 6). La modesta espansione delle passività delle banche è da ricondurre soprattutto al ristagno dell'offerta di credito; nel corso del 1997, quello accordato al settore privato è rimasto pressoché invariato.

La stasi del credito bancario ha riflesso anche l'urgenza di procedere alla cancellazione delle partite in sofferenza accumulate nel corso degli anni novanta, al fine di ristabilire buone condizioni di redditività e di efficienza. I risultati di bilancio delle prime 19

banche giapponesi indicavano che le sofferenze, valutate secondo i criteri nazionali, alla fine di settembre dello scorso anno erano diminuite in misura significativa, al 4,5 per cento del totale degli impieghi. Utilizzando una definizione più ampia, che include anche le partite incagliate, il Ministero delle Finanze ha stimato che la percentuale salirebbe al 12 per cento circa, valore non eccezionalmente elevato nel confronto internazionale. Tali valutazioni, tuttavia, sono soggette a margini di incertezza e riflettono ancora solo in misura limitata gli effetti della crisi asiatica sulla qualità degli attivi bancari.

Fig. 6

Base monetaria e aggregati monetari in Giappone
(variazioni percentuali annue)



Dall'inizio di dicembre, dopo i fallimenti di alcune istituzioni finanziarie, il tasso di interesse a breve termine è salito fino all'1,7 per cento (fig. 7); l'ampliarsi del differenziale nei confronti del corrispondente tasso in yen sull'euromercato (tasso dello 0,5 per cento circa) indica la presenza di un cospicuo premio per il rischio di insolvenza per le banche giapponesi. L'ultima indagine condotta dalla Banca del Giappone presso le imprese segnala un mutamento, in senso restrittivo, della disponibilità delle banche a concedere credito, specie alle piccole imprese.

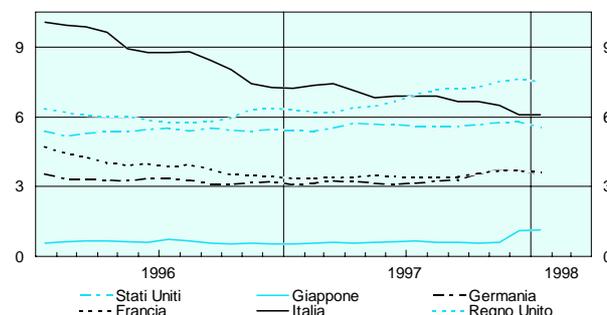
Al fine di ripristinare la fiducia è stato varato un piano per sostenere il sistema finanziario di ampie dimensioni. Esso ha due obiettivi: garantire per il totale dell'ammontare versato i depositanti delle istituzioni finanziarie insolventi fino al marzo del 2001, mediante un aumento dei mezzi finanziari a disposizione della Deposit Insurance Corporation (DIC), pari a 17.000 miliardi di yen (3,4 per cento del PIL); ricapitalizzare le banche, attraverso l'apertura presso la

DIC di un nuovo conto, i cui fondi (13.000 miliardi di yen) verrebbero impiegati per l'acquisto di azioni privilegiate o prestiti subordinati emessi dalle stesse banche. Non sono stati, peraltro, ancora definiti né i tempi né i criteri con cui verranno destinati e ripartiti i fondi pubblici.

Negli Stati Uniti, nell'esercizio finanziario che si è chiuso nel settembre scorso il disavanzo federale si è pressoché annullato (22 miliardi di dollari, 0,3 per cento del PIL). Il raggiungimento dell'obiettivo del pareggio del bilancio, previsto dal piano a medio termine approvato definitivamente lo scorso agosto, potrebbe essere anticipato di tre anni, al 1999. L'Amministrazione ha annunciato che gli effetti sul bilancio derivanti dal favorevole andamento dell'economia serviranno a finanziare il sistema di sicurezza sociale fino a quando non verrà attuata una riforma strutturale del sistema pensionistico.

Fig. 7

Tassi di interesse a breve termine (1)
(valori percentuali)

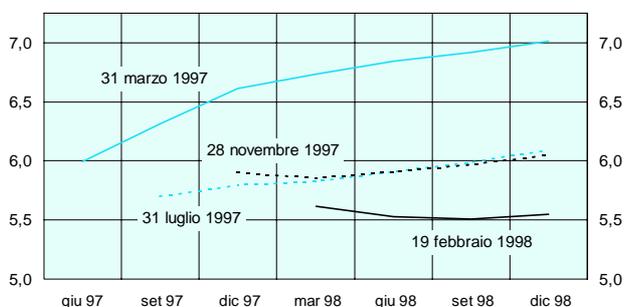


(1) Dati medi mensili. Per fonti e definizioni cfr. nell'Appendice la tav. a5.

La Riserva federale ha mantenuto invariate le condizioni monetarie. Sebbene l'andamento dell'attività sia rimasto sostenuto anche negli ultimi mesi del 1997, sono prevalsi le preoccupazioni per i possibili effetti deflazionistici della crisi asiatica e i timori di un repentino e notevole ridimensionamento dei corsi azionari. In gennaio i tassi di interesse a breve termine sono scesi dal 5,8 al 5,5 per cento; alla metà di febbraio i contratti future sull'euromercato segnalavano attese di condizioni monetarie invariate sino alla fine del 1998 (fig. 8).

Fig. 8

**Tassi dei future
sugli eurodepositi in dollari a 3 mesi (1)**
(valori percentuali)



Fonte: Datastream.

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

In Germania, nel 1997 il disavanzo delle Amministrazioni pubbliche sarebbe sceso dal 3,4 al 2,7 per cento del PIL. Dopo la restrizione attuata lo scorso anno, la politica di bilancio mira a mantenere i risultati conseguiti. La legge finanziaria per il 1998, approvata dal Parlamento in dicembre, prevede un incremento dell'IVA di un punto percentuale a partire dal prossimo mese di aprile, in sostituzione dell'aumento dei

contributi sociali, precedentemente proposto dal governo, per contrastare il peggioramento del sistema di sicurezza sociale. Dall'inizio dell'anno, inoltre, è stato ridotto il contributo di solidarietà, istituito nel 1994 per finanziare i costi della riunificazione: la maggiorazione delle aliquote sui redditi da tutte le fonti è scesa dal 7,5 al 5,5 per cento. Gli effetti sul gettito sarebbero compensati da quelli derivanti dalla riduzione dei trasferimenti alle imprese. Secondo stime preliminari, nel 1998 il disavanzo dovrebbe collocarsi al 2,8 per cento del PIL.

Anche in Germania, dopo il lieve aumento del tasso *repo* in ottobre, le condizioni monetarie sono rimaste invariate. In gennaio i tassi di mercato monetario sono lievemente scesi, dal 3,7 al 3,5 per cento. Nell'ultimo trimestre del 1997, l'aggregato di riferimento M3 è aumentato del 4,8 per cento rispetto al valore medio del periodo corrispondente, mantenendosi all'interno della fascia-obiettivo (3,5-6,5 per cento). Per l'anno in corso la Bundesbank ha annunciato una fascia del 3-6 per cento, anche per evitare la formazione di un potenziale inflazionistico alla vigilia dell'avvio della terza fase della UEM.

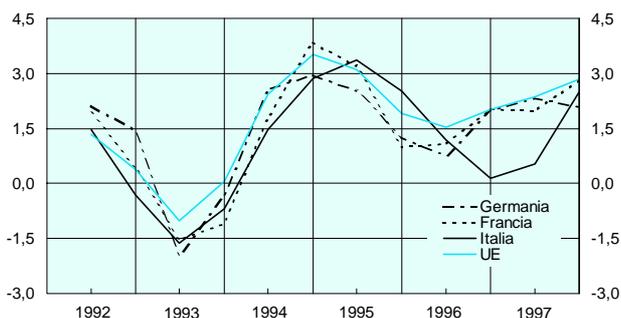
La congiuntura e la bilancia dei pagamenti in Italia

Nel 1997 il PIL a prezzi costanti è aumentato dell'1,5 per cento sul periodo corrispondente del 1996. La ripresa avviatasi agli inizi della scorsa primavera si è gradualmente rafforzata durante l'anno, nonostante la politica di bilancio restrittiva; vi hanno contribuito il consolidamento della disinflazione e la diminuzione dei tassi d'interesse. Dopo il ristagno del primo trimestre, nei sei mesi successivi il prodotto cresceva a un ritmo sostenuto (1,7 per cento rispetto al semestre precedente). La crescita, tuttavia, è rimasta inferiore a quella dei principali paesi europei (fig. 9); soprattutto, non è stata sufficiente a creare occupazione: nella media dell'anno questa è rimasta sostanzialmente stazionaria, anche se a partire dall'estate è tornata a crescere al Centro-Nord. L'aumento dei disoccupati nel Mezzogiorno ha ulteriormente aggravato il divario tra le due aree del Paese.

Fig. 9

Prodotto interno lordo in Italia e in alcuni paesi europei (1)

(dati semestrali, destagionalizzati, a prezzi costanti; variazioni percentuali sul semestre corrispondente)



Fonte: elaborazioni su dati Istat, statistiche nazionali e FMI.

(1) Secondo semestre 1997: per Francia e Germania, statistiche nazionali; per la UE, previsioni FMI; per l'Italia, stima preliminare del PIL resa nota dall'Istat con il comunicato stampa del 27.2.1998.

La crescita della produzione durante l'anno è stata sostenuta dagli acquisti di mezzi di trasporto e dall'accumulo di scorte. Le esportazioni, frenate dalla perdita di competitività di prezzo nel 1996, hanno potuto solo in parte beneficiare del notevole sviluppo

del commercio internazionale. Il contributo netto dell'estero alla crescita del PIL è risultato sensibilmente negativo a causa del marcato incremento delle importazioni.

L'espansione dei consumi privati si è concentrata nei beni durevoli. L'aumento della capacità di spesa in termini reali (favorita anche dalla discesa dell'inflazione) ha indotto le famiglie alla sostituzione, a lungo rimandata, di beni obsoleti. Per le autovetture la dinamica è stata notevolmente amplificata dagli incentivi fiscali predisposti dal Governo. Nel complesso, la domanda interna di autoveicoli, inclusi gli acquisti delle imprese individuali, ha concorso alla crescita del PIL per circa 0,4 punti percentuali. Assai più moderato è risultato, invece, lo sviluppo dei restanti consumi privati, in particolare di quelli di beni non durevoli. Gli investimenti in macchine, attrezzature e mezzi di trasporto, stazionari agli inizi dell'anno, si sono successivamente ripresi, in linea con l'andamento dell'attività economica e con il miglioramento del clima di fiducia. Resta negativa, invece, la tendenza che da circa due anni caratterizza gli investimenti in costruzioni.

Nella bilancia dei pagamenti, la contrazione dell'avanzo commerciale è stata in parte compensata dal miglioramento delle partite invisibili; ne è derivata una lieve riduzione del saldo corrente, rimasto superiore al 3 per cento del PIL. È stato raggiunto l'equilibrio della situazione patrimoniale del Paese nei confronti dell'estero.

Consumi e reddito disponibile

Nei primi nove mesi del 1997 la forte espansione degli acquisti di beni durevoli si è riflessa in un incremento dei consumi delle famiglie a prezzi costanti di circa il 2 per cento rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente (tav. 4). Il reddito disponibile delle famiglie dovrebbe essere aumentato in termini reali di

circa un punto percentuale. A questo risultato ha contribuito la crescita del complesso delle retribuzioni dei lavoratori dipendenti (5 per cento a prezzi correnti, al lordo delle imposte): a fronte di un'occupazione stazionaria, l'incremento delle retribuzioni unitarie è risultato di entità analoga. Più contenuta sarebbe stata la crescita dei redditi da lavoro autonomo e da capitale. Un sostegno al reddito delle famiglie è venuto dalla rapida discesa del tasso d'inflazione nel corso dell'anno, che ha limitato la perdita del potere di acquisto delle attività finanziarie nette. Hanno operato in senso contrario la diminuzione del flusso netto de-

gli interessi affluiti alle famiglie e la maggiore pressione fiscale.

Oltre agli autoveicoli, i cui acquisti sono stati sostenuti dagli incentivi fiscali, l'espansione dei consumi di beni durevoli, iniziata nella seconda metà del 1996, ha interessato anche gli altri beni, per i quali la spesa è cresciuta, nei primi nove mesi del 1997, di circa il 5 per cento a prezzi costanti rispetto allo stesso periodo del 1996. In presenza di un più basso costo del denaro, in termini nominali e reali, e di un maggiore ottimismo (l'indice del clima di fiducia elaborato

Tav. 4

Conto economico delle risorse e degli impieghi (1)

(dati destagionalizzati a prezzi costanti; variazioni percentuali sul periodo precedente, salvo diversa indicazione)

VOCI	1996				1996	1997				
	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Anno	I trim.	II trim.	III trim.	9 mesi (2)	Anno
Risorse										
Stima preliminare del PIL (3)	0,7	-0,9	0,4	-0,4	0,7	..	1,9	0,6	1,1	1,5
PIL	0,6	-0,9	0,5	..	0,7	-0,2	1,9	0,4	1,2	-
Importazioni	-2,0	-4,6	2,2	3,9	-2,6	-3,0	12,8	5,9	11,5	-
Beni	-1,4	-5,4	2,1	3,2	-3,6	-2,2	11,8	5,1	10,2	-
Servizi	-6,6	2,2	2,5	9,3	5,8	-8,8	21,7	11,9	21,8	-
Totale risorse	0,2	-1,5	0,8	0,6	0,1	-0,7	3,7	1,5	2,9	-
Impieghi										
Investimenti fissi lordi	-0,6	-0,3	-0,5	-0,5	1,2	-0,3	1,2	0,7	-0,2	-
Costruzioni	-0,2	-0,6	..	-0,4	1,1	-1,7	1,5	-0,1	-1,4	-
Macchine, attrezzature e prodotti vari	-0,1	0,6	-1,8	-1,4	1,3	0,7	0,1	0,4	-1,5	-
Mezzi di trasporto	-4,5	-1,9	2,2	2,3	1,4	2,1	4,4	5,4	10,4	-
Consumi delle famiglie	0,2	..	0,1	0,7	0,7	0,7	0,4	0,4	1,9	-
Non durevoli	0,1	0,2	..	0,1	0,5	..	-0,6	-0,4	-0,4	-
Semidurevoli	-0,6	0,1	-1,9	1,6	-1,6	..	-0,1	0,1	0,3	-
Durevoli	-0,9	-0,4	1,4	1,7	-0,4	4,8	5,1	4,8	12,9	-
Servizi	1,1	-0,1	0,8	0,4	2,6	0,5	0,2	-0,1	1,6	-
Altri impieghi interni	-0,1	-10,8	3,0	2,8	-2,7	-1,5	10,9	-2,3	5,6	-
Totale domanda interna .....	..	-2,1	0,5	0,8	0,2	0,1	2,4	..	2,2	-
Esportazioni	0,8	0,7	1,9	..	-0,3	-4,0	9,0	7,1	5,8	-
Beni	0,4	1,7	1,8	0,1	-0,3	-5,0	9,4	5,6	4,8	-
Servizi	3,5	-6,2	3,3	-1,0	0,1	3,4	6,8	17,4	13,4	-
.....										
<i>Per memoria:</i>										
Domanda globale (4)	0,1	-2,6	1,2	1,0	-0,4	-1,5	6,3	1,7	4,1	-

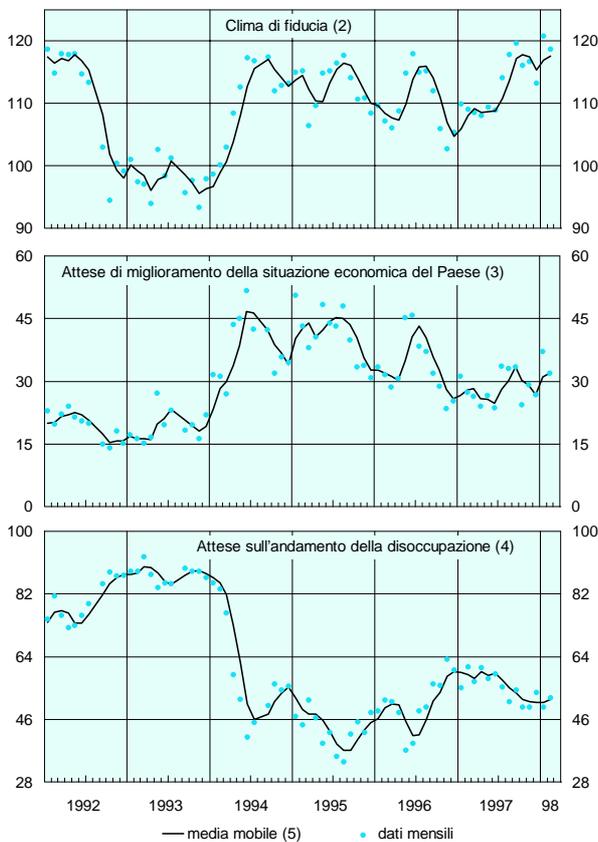
Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Dati provvisori di contabilità nazionale fino al III trimestre del 1997 diffusi il 31.12.1997. - (2) Variazione percentuale sul periodo corrispondente del 1996. - (3) Cfr. il comunicato stampa dell'Istat del 27.2.1998. - (4) Esportazioni di beni e servizi e componenti della domanda interna ponderate per il contenuto di importazioni calcolato sulla base della matrice inter-settoriale del 1988.

dall'Isco aveva raggiunto il valore ciclico massimo nello scorso settembre; fig. 10), è plausibile che le famiglie siano state spinte dalla più elevata capacità di spesa ad attuare i piani di rinnovamento dei beni durevoli, anche diversi dagli autoveicoli, rinviati negli anni precedenti. Il consumo di beni non durevoli e semi-durevoli è rimasto stazionario (-0,1 per cento nei primi nove mesi), mentre è aumentato quello di servizi (1,6 per cento).

Fig. 10

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



Fonte: elaborazioni su dati Isco.

(1) Fino al 1994 nel mese di agosto non si effettuavano rilevazioni; i dati di agosto 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 contribuisca alla formazione del reddito familiare. - (2) Indice: 1980=100. - (3) Quota percentuale di intervistati che prevedono un miglioramento della situazione economica del Paese nei successivi 12 mesi. - (4) Quota percentuale di intervistati che prevedono un incremento della disoccupazione nei successivi 12 mesi. - (5) Media mobile dei 3 mesi terminanti nel mese di riferimento.

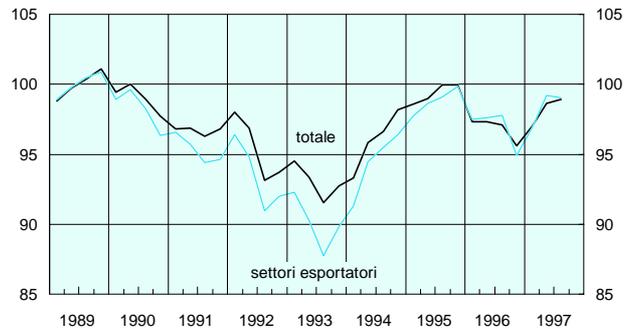
Investimenti e scorte

Gli investimenti fissi lordi sono lievemente diminuiti nei primi nove mesi dell'anno rispetto all'analogo periodo del 1996 (-0,2 per cento a prezzi costanti,

tav. 4): gli acquisti di macchinari, attrezzature e mezzi di trasporto sono aumentati (0,9 per cento), mentre gli investimenti in costruzioni sono diminuiti (-1,4 per cento). La spesa in mezzi di trasporto delle imprese ha anche essa, parzialmente, beneficiato degli incentivi del Governo; essa è aumentata del 10,4 per cento a prezzi costanti, con una progressiva accelerazione durante l'anno. Nel caso dei macchinari e delle attrezzature, la debole crescita registrata nel corso del 1997 è risultata insufficiente a recuperare la caduta verificatasi nella seconda parte dell'anno precedente. Nel primo semestre, la ripresa dell'attività economica spingeva le imprese a sfruttare i margini disponibili di capacità produttiva, che si riducevano fino ai valori minimi del ciclo (fig. 11). Nei mesi successivi, il consolidamento della crescita, l'attenuarsi delle incertezze sull'evoluzione della domanda, la prospettiva di buoni risultati reddituali e il calo del costo del denaro hanno creato le condizioni per una ripresa del processo di accumulazione, come emerge dall'incremento nella seconda metà dell'anno dell'indice degli ordini di macchine utensili elaborato dall'Ucimu.

Fig. 11

Indicatore sintetico del grado di utilizzazione della capacità produttiva nell'industria (1) (indici: 1989 = 100)



Fonte: elaborazioni su dati Istat e Isco.

(1) Media aritmetica semplice dei due indicatori Banca d'Italia (Wharton) e Isco.

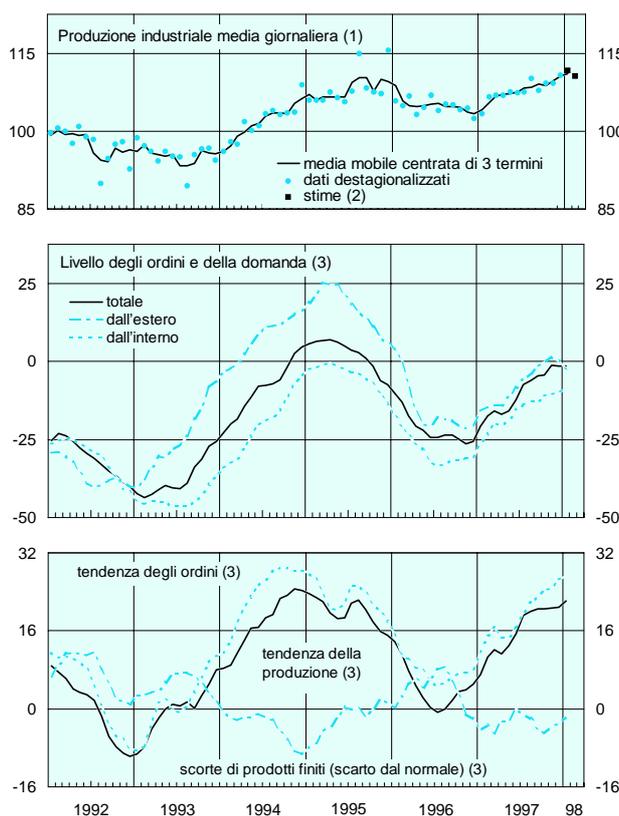
Gli investimenti in costruzioni hanno continuato a calare, proseguendo una tendenza in atto dall'inizio del 1996 e solo temporaneamente interrotta nel secondo trimestre del 1997. In base alle stime del Centro ricerche economiche e sociologiche sul mercato dell'edilizia (Cresme), la flessione è dovuta alla caduta dell'attività di costruzione di nuovi fabbricati, mentre quelle di rinnovo e di ristrutturazione residenziale hanno registrato un incremento. In quest'ultimo

settore l'attività d'investimento potrebbe ricevere un impulso dagli incentivi previsti nella legge finanziaria per il 1998.

Agli inizi del 1997 la ripresa dell'attività economica e le attese di un suo consolidamento hanno spinto le imprese ad avviare il processo di ricostituzione delle scorte, sostenuto anche dal favorevole cambio della lira nei confronti del dollaro. Secondo i dati dell'Istat, l'espansione della domanda al netto di quella di scorte è risultata più debole di quella dell'offerta; nei primi nove mesi del 1997 il contributo della variazione delle scorte alla crescita del PIL ha raggiunto 0,9 punti percentuali, in linea con gli indicatori dell'Isco, sia per i prodotti finiti (fig. 12), sia per le materie prime.

Fig. 12

Produzione, domanda e scorte nell'industria



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 sugli indicatori Isco-ME. - (3) Medie mobili di 3 mesi dei saldi percentuali 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

Dal secondo trimestre del 1997 le esportazioni e, soprattutto, le importazioni a prezzi costanti hanno registrato una netta accelerazione. Vi ha contribuito, per le prime, l'espansione dei principali mercati di sbocco; per le seconde, il rafforzamento dell'attività interna. In entrambi i casi, il comparto dei servizi (nell'accezione della contabilità nazionale) ha mostrato una dinamica assai sostenuta: 13,4 per cento per le esportazioni e 21,8 per le importazioni (tav. 4).

Nei primi nove mesi le esportazioni di beni e servizi sono aumentate del 5,8 per cento. Alla caduta registrata nel primo trimestre è seguito un forte sviluppo nei sei mesi terminanti a settembre (10,6 per cento sul semestre precedente). Il risultato discende dalla eccezionale crescita della domanda mondiale, in parte controbilanciata dagli effetti della perdita di competitività di prezzo del 1996.

La ripresa dell'attività interna, estesa a un ampio numero di settori, la spinta all'acquisto di autoveicoli esteri, la ricostituzione delle scorte di magazzino sono all'origine del cospicuo incremento delle importazioni di beni e servizi, di entità doppia rispetto a quello delle esportazioni (11,5 per cento). Nel 1997 il loro andamento è apparso simile a quello delle esportazioni: al calo del primo trimestre sarebbe seguita una eccezionale ripresa nei mesi successivi.

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

L'accelerazione del PIL nel corso dell'anno è in larga parte dovuta all'andamento della trasformazione industriale, il cui livello di attività è repentinamente cresciuto dalla scorsa primavera. Nell'industria in senso stretto il valore aggiunto è cresciuto dell'1,3 per cento nei primi nove mesi del 1997. È invece lievemente diminuito nel settore delle costruzioni (-0,4 per cento).

Nella media del 1997 la produzione industriale è aumentata del 2,2 per cento rispetto al 1996 (2,8 a parità di giornate lavorative), confermando le indicazioni ricavate dall'evoluzione mensile degli ordini, in-

terni ed esteri, delle imprese (fig. 12). Scontando la stagionalità e il diverso numero di giorni lavorativi, l'attività manifatturiera ha invertito in febbraio l'andamento negativo che era in corso da circa un anno; è seguita una crescita lenta ma costante. L'effetto degli incentivi del Governo sulla produzione di autoveicoli, carrozzerie, parti e pneumatici ha influito sul ritmo della crescita: il contributo complessivo, incluso l'indotto, è valutabile in circa un terzo dell'incremento totale (cfr. il riquadro: *Il mercato degli autoveicoli e gli incentivi pubblici*). Secondo stime basate sugli indicatori congiunturali e sui consumi di elettricità di gennaio e della prima metà di febbraio 1998, la produzione avrebbe continuato a espandersi, in linea con le previsioni formulate dagli imprenditori alla fine del 1997.

Nel complesso dei servizi destinabili alla vendita il valore aggiunto è aumentato nei primi nove mesi dell'anno dell'1,6 per cento in termini reali. Per quanto riguarda il commercio, le vendite al dettaglio a prezzi correnti sono cresciute del 2,4 per cento nei primi undici mesi. L'andamento è stato abbastanza uniforme per tipologia di prodotto; l'incremento delle vendite nella grande distribuzione è risultato doppio di quello degli esercizi con superficie inferiore ai 400 metri quadrati (4,4 contro 2,1 per cento).

Nei trasporti, il traffico di merci si è sviluppato in linea con la ripresa dell'attività manifatturiera. Nel corso dell'anno è proseguita la crescita del settore del trasporto aereo di passeggeri, sostenuta dall'aumento dell'offerta conseguente alla maggiore apertura alla concorrenza tra vettori, mentre è lievemente diminuito quello ferroviario.

L'occupazione

Nella media del 1997 l'occupazione complessiva, rilevata nell'indagine sulle forze di lavoro, è rimasta sostanzialmente stazionaria rispetto al 1996 (fig. 13), come già ricordato. Nell'industria e nelle regioni del Centro-Nord, dopo la flessione registrata dalla metà del 1996 all'inizio dell'anno scorso, il numero di occupati ha ripreso a crescere, grazie al consolidamento della ripresa dell'attività economica (tav. 5). La composizione ha continuato a modificarsi, anche se con un ritmo più lento, in favore delle donne, delle classi di età inferiori ai 55 anni e nell'area del Centro-Nord. Nella media dell'anno, il tasso di disoccupazione è ulteriormente cresciuto (dal 12,1 del 1996 al 12,3 per cento) per l'aumento registrato nel Mezzogiorno (dal 21,7 al 22,2 per cento); è rimasto stazionario al Centro-Nord (7,6 per cento).

Tav. 5

Occupazione per settore economico e area geografica nel 1997 (1)
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

SETTORI	Nord-Est		Nord-Ovest		Totale Nord		Centro		Sud e Isole		Totale Italia			
	Media annua	Ottobre	Media annua	Ottobre	Media annua	Ottobre	Media annua	Ottobre	Media annua	Ottobre	Media annua	Aprile	Luglio	Ottobre
Agricoltura	-1,4	-3,2	-2,8	2,2	-2,0	-0,9	-0,1	4,6	-3,0	-3,1	-2,3	-1,7	-2,8	-1,2
Industria in senso stretto ..	2,0	4,0	-1,9	1,5	-0,4	2,5	-1,4	-0,6	0,5	-1,4	-0,4	-2,5	0,8	1,4
Costruzioni	-0,8	-2,4	-0,8	1,0	-0,8	-0,5	1,3	6,9	-0,6	0,9	-0,4	0,9	0,7	1,2
Totale attività terziarie	0,4	-0,9	1,1	-0,2	0,8	-0,5	-0,1	-0,8	0,4	-0,7	0,5	1,1	-0,1	-0,6
di cui: <i>commercio</i>	-0,9	-1,3	-1,4	-1,5	-1,2	-1,5	-4,4	-3,0	-1,2	1,4	-1,9	-3,3	-2,4	-1,0
Totale economia	0,6	0,3	-0,2	0,6	0,2	0,4	-0,3	..	-0,1	-0,9	..	..	..	..
Tasso di disoccupazione (2)	5,6	5,7	7,3	7,3	6,6	6,6	10,2	10,2	22,2	22,6	12,3	12,5	11,7	12,4

Fonte: Istat, indagine sulle forze di lavoro.

(1) Dati non depurati dalla CIG. La media annua si riferisce alle rilevazioni di gennaio, aprile, luglio e ottobre. - (2) Valori percentuali.

Il mercato degli autoveicoli e gli incentivi pubblici

La domanda di autoveicoli, sospinta dagli incentivi pubblici alla rottamazione, ha contribuito in modo significativo all'espansione dell'attività economica nel corso del 1997. Nei primi nove mesi dell'anno gli acquisti da parte delle famiglie di mezzi di trasporto, in massima parte autovetture, sono cresciuti, rispetto allo stesso periodo del 1996, del 31 per cento in termini reali, e hanno rappresentato circa la metà dell'incremento dei consumi privati. Nell'intero anno, se si considerano anche gli investimenti in autoveicoli da parte delle imprese e la domanda estera, da un lato, e l'incremento delle importazioni, dall'altro, il contributo all'aumento del PIL può essere stimato intorno a 0,4 punti percentuali.

Il numero di autovetture immatricolate in Italia nel 1997 è stato pari a 2.411.900, il valore massimo storico, con un incremento rispetto all'anno precedente del 39 per cento (cfr. figura). Le immatricolazioni di auto importate sono aumentate del 41 per cento, con un contributo di circa 1,7 punti percentuali alla crescita totale delle importazioni. L'effetto sull'espansione della produzione interna è stato assai significativo: se si considera anche l'indotto indiretto (la cui quantificazione è tuttavia problematica per la mancanza di dati aggiornati sulle transazioni intersettoriali), il contributo è stimabile in circa un terzo della crescita complessiva dell'indice della produzione industriale. Anche al netto degli autoveicoli, la produzione mostra, comunque, un profilo in accelerazione nel corso dell'anno.

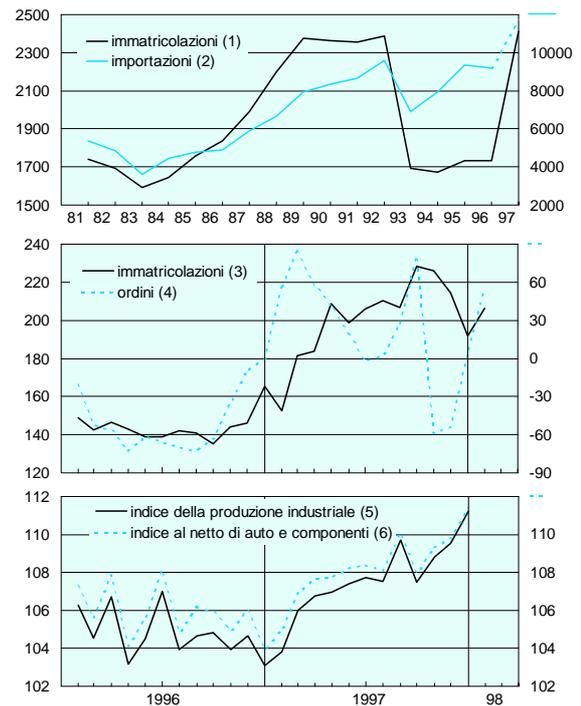
Gli incentivi pubblici, che riguardano l'acquisto di autoveicoli nuovi (autovetture e autoveicoli destinati al trasporto di persone e cose con peso inferiore a 3,5 tonnellate) e sono condizionati alla rottamazione di analoghi veicoli immatricolati da almeno dieci anni, hanno cominciato a operare all'inizio del 1997. La scadenza delle agevolazioni, originariamente prevista per il 30 settembre, è stata prorogata, con successive modifiche riguardanti le modalità degli incentivi stessi, al 31 luglio 1998; dopo tale data, i contributi rimarranno in vigore soltanto per l'acquisto di autovetture che usano energia elettrica, gas metano o GPL. L'applicazione degli incentivi avrebbe riguardato nel 1997 poco meno della metà delle immatricolazioni. Questa percentuale rappresenta però un estremo nella stima del contributo degli incentivi, dal momento che a essi hanno presumibilmente fatto ricorso anche famiglie e imprese individuali che avrebbero comunque effettuato l'acquisto.

Il profilo mensile degli ordini ricevuti dai concessionari e delle immatricolazioni mostra che entrambi erano già in forte aumento negli ultimi mesi del 1996, prima che il provvedimento entrasse in vigore. L'accelerazione degli ordini registrata da gennaio si è interrotta nei mesi primaverili dopo l'esaurimento del primo impatto dei contributi; è ripresa in agosto e settembre, all'avvicinarsi della scadenza del provvedimento originariamente prevista. Nei due mesi seguenti gli ordini sono caduti, per mostrare segni di ripresa in dicembre e gennaio. Le immatricolazioni hanno avuto una crescita più regolare, flettendo solo nei mesi finali del 1997.

Ulteriori indicazioni per valutare il peso degli incentivi sono fornite dall'analisi del precedente ciclo degli acquisti di automobili. Questi appaiono in crescita costante dal 1984 fino a un picco nel 1992. Considerando che un'automobile nuova viene rimpiazzata in media ogni sette anni, nel periodo 1993-96, di forte compressione dei redditi, doveva essersi accumulata una domanda inespressa di nuove autovetture. Con il miglioramento del clima di fiducia s'erano dunque poste le premesse perché gli acquisti di auto tornassero a crescere. È quanto è avvenuto dall'ultimo trimestre del 1996 per larga parte degli altri beni durevoli, che hanno mostrato nel passato un ciclo degli acquisti non dissimile.

Queste considerazioni, oltre all'azione degli incentivi per una parte dell'anno, fanno ritenere che nel 1998 sia da attendersi una caduta della domanda di autoveicoli inferiore all'aumento registrato nello scorso anno.

Immatricolazioni, importazioni e ordini di autovetture; produzione industriale al lordo e al netto di auto e componenti

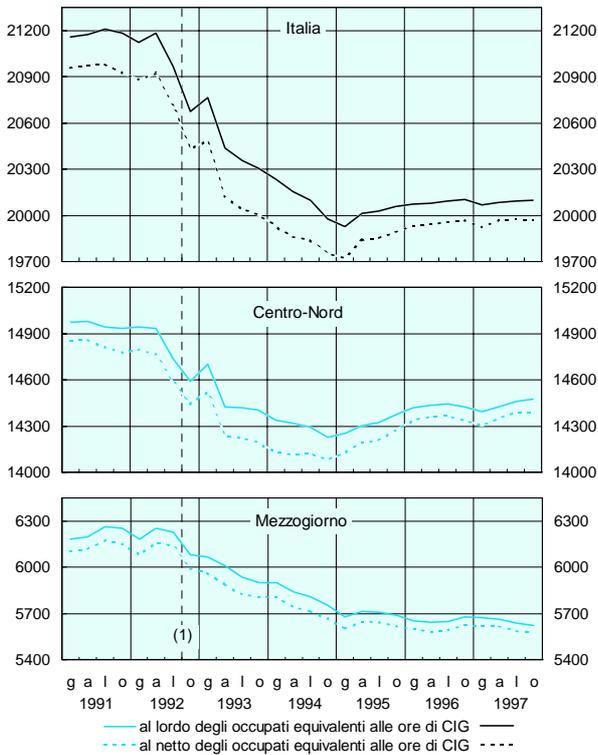


Fonte: elaborazioni su dati Ministero dei Trasporti, Istat e Centro Studi Promotor per gli ordini di autovetture.

(1) Migliaia di unità. - (2) Miliardi di lire a prezzi 1980; per il 1997, stima ottenuta ipotizzando che la variazione delle importazioni nel IV trimestre, rispetto al periodo corrispondente del 1996, sia uguale a quella osservata nei primi 3 trimestri. Scala di destra. - (3) Dati corretti per l'effetto dei giorni lavorativi e della stagionalità. - (4) Saldo percentuale tra le risposte positive (livello degli ordini "alto") e negative (livello degli ordini "basso"). Scala di destra. - (5) Indice generale della produzione industriale (1990=100), corretto per il numero di giornate lavorative e la stagionalità. - (6) Indice della produzione industriale al netto di autoveicoli, carrozzerie, parti e pneumatici (1990=100), corretto per il numero di giornate lavorative e la stagionalità.

Fig. 13

Occupazione
(dati destagionalizzati; migliaia di persone)



Fonte: elaborazioni e stime su dati Istat (indagine sulle forze di lavoro).

(1) La rilevazione è effettuata in gennaio, aprile, luglio e ottobre. Dall'ottobre 1992 l'indagine viene condotta con un nuovo questionario. I dati fino al luglio 1992 sono stati raccordati a quelli successivi per tenere conto dei cambiamenti metodologici.

Nel settore industriale il migliorato andamento dell'attività nel primo semestre ha determinato un incremento delle ore lavorate; non ha avuto riflessi sull'occupazione, che è rimasta sostanzialmente stazionaria attorno ai bassi livelli dell'ottobre 1996. Dall'inizio della scorsa estate, anche il numero di occupati ha ripreso a crescere (tav. 5), facendo registrare un aumento, al netto della stagionalità, di circa 100.000 persone tra aprile e ottobre. Il ricorso agli interventi ordinari della Cassa integrazione guadagni (CIG), più sensibile al ciclo economico, è ulteriormente calato: il numero di occupati equivalente alle ore concesse si è ridotto nell'ultimo trimestre dell'anno a circa 30.000 unità (meno dell'1 per cento dell'occupazione del settore, valore prossimo ai minimi sto-

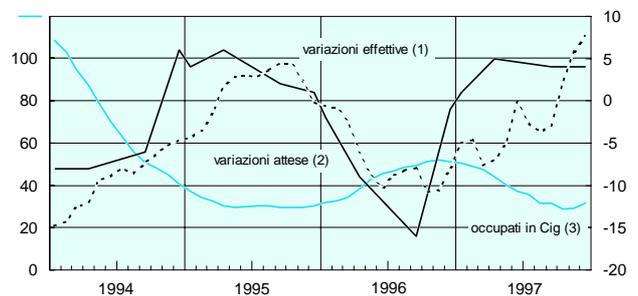
rici; fig. 14). L'indagine condotta dall'Istat sulle imprese industriali con più di 500 addetti, i cui dati sono disponibili fino a novembre, ha continuato a segnalare un numero elevato di ore effettivamente lavorate per dipendente.

La crescita dell'occupazione nel settore terziario, che aveva sostenuto quella complessiva nel biennio 1995-96, si è interrotta dalla metà del 1997; da aprile a ottobre la riduzione è stata di circa 100.000 persone, con un andamento differenziato nei diversi comparti del settore.

Nel commercio è proseguita fino a luglio la contrazione del numero degli addetti, manifestatasi dalla seconda metà del 1996. Al netto dei fattori stagionali, tra l'aprile del 1996 e il luglio del 1997 la flessione nel numero degli occupati ha superato le 130.000 unità (-3,9 per cento); essa è stata solo in minima parte compensata dalla lieve ripresa registrata nella rilevazione dello scorso ottobre (13.000 occupati in più rispetto a luglio). La riduzione è imputabile per intero ai lavoratori autonomi, che ancora costituiscono il 59 per cento dell'occupazione del comparto. Tra la media del 1996 e quella del 1997 l'occupazione dipendente è cresciuta dell'1,1 per cento grazie all'apporto delle grandi imprese (i cui dipendenti sono aumentati dell'1,9 per cento nel corso dei primi undici mesi dell'anno, secondo l'indagine dell'Istat sulle imprese con più di 500 addetti).

Fig. 14

Occupazione nelle imprese della trasformazione industriale
(dati destagionalizzati)



Fonte: elaborazioni su dati Isco e Inps.

(1) Saldo percentuale tra risposte positive ("aumento") e negative ("diminuzione") sull'andamento effettivo dell'occupazione nel mese di riferimento. Media mobile dei 3 mesi terminanti nel mese di riferimento. Scala di destra. - (2) Saldo percentuale tra le risposte positive ("aumento") e negative ("diminuzione") sull'andamento dell'occupazione nel trimestre successivo a quello di riferimento. Media mobile dei 3 trimestri terminanti nel trimestre di riferimento. Scala di destra. - (3) Migliaia di occupati equivalenti alle ore di intervento ordinario della Cig, calcolati sulla base degli orari di lavoro contrattuali. Scala di sinistra.

Tav. 6

Bilancia dei pagamenti
(saldi in miliardi di lire)

VOCI	1996			1997 (1)		
	Anno	I sem.	II sem.	I sem.	II sem. (1)	Anno
Totale partite correnti	63.355	27.587	35.768	26.453	35.468	61.921
Merci	93.753	43.444	50.309	36.745	43.381	80.126
Partite invisibili	-30.398	-15.857	-14.541	-10.292	-7.913	-18.205
Servizi	3.061	1.556	1.505	1.412	2.185	3.597
Viaggi all'estero	22.352	11.382	10.970	11.094	11.653	22.747
Trasporti	-13.159	-6.259	-6.900	-7.242	-8.012	-15.254
Altri servizi	-6.132	-3.567	-2.565	-2.440	-1.456	-3.896
Redditi	-23.123	-13.275	-9.848	-11.997	-8.102	-20.099
Da lavoro	802	305	497	302	113	415
Da capitale	-23.925	-13.580	-10.345	-12.299	-8.215	-20.514
Trasferimenti	-10.336	-4.138	-6.198	293	-1.996	-1.703
di cui: UE	-7.198	-3.012	-4.186	1.966	-729	1.237
Movimenti di capitale	-9.837	9.446	-19.283	-10.469	-1.001	-11.470
Capitali bancari	-47.394	4.545	-51.939	-18.225	29.809	11.584
Capitali non bancari	37.557	4.901	32.656	7.756	-30.810	-23.054
Errori e omissioni	-32.921	-12.537	-20.384	-18.195	-9.428	-27.623
Variazione riserve ufficiali (2)	-20.597	-24.496	3.899	2.211	-25.039	-22.828

(1) Dati provvisori. - (2) A cambi e a quotazioni costanti. Il segno (-) indica aumento di riserve.

Nel comparto dell'intermediazione finanziaria e delle assicurazioni il calo è stato dell'1,8 per cento nella media dell'anno; nelle grandi imprese di questo comparto, secondo i dati dell'indagine dell'Istat, si è registrata una contrazione del 2,4 per cento nei primi undici mesi dell'anno rispetto all'analogo periodo del 1996. La riduzione dell'occupazione nelle grandi imprese del settore del trasporto (-3,5 per cento nei primi undici mesi) appare destinata a durare per le previste ristrutturazioni degli organici delle Ferrovie dello Stato.

Il tasso di attività è rimasto stabile nella media dell'anno al 47,6 per cento, con una crescita di quello femminile (dal 34,6 per cento del 1996 al 34,8 per cento) e una diminuzione di quello maschile (dal 61,5 al 61,3 per cento): l'aumento dell'offerta di lavoro femminile ha compensato il calo di quella maschile, dovuto all'uscita dal mercato di lavoratori di età superiore ai 55 anni, presumibilmente per pensionamento.

L'incremento della disoccupazione nel corso del 1997 si è concentrato nel Mezzogiorno, dove tra gennaio e ottobre il numero delle persone in cerca di lavoro è cresciuto di circa 80.000 unità, al netto della stagionalità. La disoccupazione dell'area si è aggravata in tutte le sue componenti, inclusa quella giovanile: in ottobre il tasso di disoccupazione per gli individui con meno di 24 anni ha raggiunto il 57,4 per cento, due punti percentuali in più rispetto a dodici mesi prima. Al Centro-Nord, invece, lo stesso tasso si è ridotto di oltre due punti (dal 24,5 al 22,0 per cento), grazie all'accelerazione nel ricambio generazionale degli occupati.

La bilancia dei pagamenti di parte corrente

Secondo dati di consuntivo ancora provvisori, nel 1997 le partite correnti della bilancia dei pagamenti hanno registrato un surplus di 61.900 miliardi, 1.400 in meno rispetto all'anno precedente (tav. 6). La ridu-

zione di 13.600 miliardi dell'attivo commerciale (nella valutazione *fob-fob*) è stata sostanzialmente compensata da una contrazione del disavanzo delle partite invisibili di 12.200 miliardi. L'avanzo di parte corrente con i paesi e le istituzioni della UE è risultato pari a 16.000 miliardi, 300 in meno che nel 1996; quello nei confronti degli altri paesi si è ridotto da 47.100 a 45.900 miliardi.

Il peggioramento dell'avanzo commerciale a prezzi correnti, pari, nella valutazione *cif-fob*, a 16.100 miliardi rispetto al 1996, è riconducibile a un aumento, in valore, delle esportazioni (4,4 per cento) di molto inferiore a quello delle importazioni (10,3 per cento). A prezzi costanti, le esportazioni di manufatti sono cresciute del 4,4 per cento nei primi undici mesi del 1997, essenzialmente per l'aumento dei beni intermedi e di consumo. Si sono contratte le vendite all'estero di macchine per ufficio e di mezzi di trasporto; le importazioni di questi ultimi hanno al tempo registrato eccezionali incrementi (tav. 7).

La riduzione dell'avanzo commerciale nei primi undici mesi dell'anno ha riguardato soprattutto l'interscambio con le nazioni appartenenti alla UE (12.100 miliardi; tav. 8). A questo risultato ha contribuito la diminuzione del surplus con la Francia (2.400 miliardi) e, soprattutto, quello con la Germania (5.300 miliardi), paese verso il quale le nostre vendite si sono ridotte del 2,9 per cento in valore, riflettendo in parte la debolezza della domanda interna.

Sfavorevole è risultata anche l'evoluzione dell'interscambio commerciale con il Giappone, la Cina e i nuovi paesi industrializzati dell'Asia: il saldo complessivo nei confronti di questi paesi si è ridotto di 4.000 miliardi, a causa del forte aumento delle importazioni (17,6 per cento) e della contestuale riduzione delle esportazioni (-4,5 per cento; cfr. il riquadro: *Le esportazioni italiane verso i paesi asiatici colpiti dalla crisi*), più marcata nei confronti del Giappone (-6,4 per cento). Maggiori avanzi si sono invece registrati nei confronti degli Stati Uniti (1.600

Tav. 7

Esportazioni e importazioni di manufatti dell'Italia nel 1997 per settore
(a prezzi costanti)

SETTORI	Esportazioni					Importazioni				
	Peso sul totale nel 1996 (1)	Variazioni percentuali				Peso sul totale nel 1996 (4)	Variazioni percentuali			
		I trim. (2)	II trim. (2)	III trim. (2)	Gen.-nov. (3)		I trim. (2)	II trim. (2)	III trim. (2)	Gen.-nov. (3)
Minerali ferrosi e non ferrosi . . .	3,8	-0,7	6,2	4,0	8,8	8,8	0,7	14,0	4,5	5,3
Minerali non metalliferi	3,9	-8,7	18,2	2,4	4,6	1,8	-5,8	15,4	7,2	9,3
Prodotti chimici	8,2	-6,6	14,1	1,5	6,3	14,2	-4,6	16,3	8,6	12,1
Prodotti in metallo	6,2	-5,2	6,1	10,2	3,2	2,2	-3,7	15,6	11,4	11,4
Macchine agricole e industriali	18,2	-8,7	16,8	0,9	3,7	7,5	-3,5	15,9	6,0	4,8
Macchine per ufficio	3,3	-12,8	4,7	12,3	-7,2	5,2	-6,1	13,3	-5,4	9,4
Materiale elettrico	9,2	-0,7	6,2	13,4	9,4	9,7	-0,3	10,5	7,3	12,0
Autoveicoli	7,3	-3,6	7,4	11,1	-0,6	9,7	4,1	22,6	8,4	26,5
Altri mezzi di trasporto	2,7	5,0	7,4	-19,8	-5,8	1,5	12,0	13,5	-2,3	12,1
Alimentari, bevande, tabacchi	4,2	-2,3	9,4	7,4	6,6	7,6	-5,7	10,3	-0,1	-0,7
Tessile e abbigliamento	11,3	-3,1	7,2	2,4	4,7	5,1	3,1	13,4	5,0	14,6
Cuoio e calzature	5,6	-5,9	9,4	5,5	-0,4	2,1	-4,9	8,9	9,1	8,2
Legno e mobili	3,3	-1,3	6,0	8,2	6,6	1,6	-0,6	9,9	1,1	10,3
Carta e stampa	2,2	-0,5	5,9	-0,7	7,3	2,7	-5,9	15,3	-2,0	15,5
Gomma e plastica	3,6	-2,9	12,3	10,6	8,6	2,3	-3,3	13,1	3,3	8,4
Totale . . .	96,0	-4,6	10,0	5,8	4,4	83,6	-1,9	14,5	4,8	11,9

Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Quote percentuali sul totale delle esportazioni *fob* di merci. - (2) Variazioni percentuali sul periodo precedente; dati destagionalizzati. - (3) Variazioni percentuali sul periodo corrispondente. - (4) Quote percentuali sul totale delle importazioni *cif* di merci.

miliardi) - grazie alla prosecuzione dell'espansione dell'attività economica e all'apprezzamento del dollaro - e dei paesi dell'America Latina (600 miliardi).

Il miglioramento del saldo delle partite invisibili è riconducibile ai trasferimenti da e verso la UE, passati da un disavanzo di 7.200 miliardi a un avanzo di 1.200 miliardi. All'inversione di segno ha contribuito il cospicuo incremento delle somme erogate a nostro favore dal Fondo di sviluppo regionale (da

1.000 a 5.200 miliardi), che ha interrotto la tendenza negativa degli ultimi tre anni. Anche il disavanzo nei redditi da capitale è diminuito di 3.400 miliardi, riflettendo l'ulteriore contrazione del debito estero e i più contenuti differenziali di interesse tra gli strumenti denominati in lire e quelli denominati nelle principali valute. Minore è risultato l'apporto al miglioramento del saldo fornito dalle voci "altri servizi" e "viaggi" (in attivo per 2.200 e 400 miliardi, rispettivamente).

Tav. 8

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

PAESI E GRUPPI DI PAESI	Esportazioni		Importazioni		Saldo	
	Variazioni percentuali	Quote sul totale	Variazioni percentuali	Quote sul totale	Miliardi di lire	
					1996	1997
Paesi UE (1)	2,0	54,6	9,1	60,4	20.797	8.746
Austria	-0,1	2,3	9,3	2,3	1.841	1.215
Belgio-Lussemburgo	1,0	2,7	6,7	4,7	-4.146	-4.985
Danimarca	2,4	0,8	0,3	0,8	360	424
Finlandia	7,4	0,5	21,8	0,6	177	-34
Francia	0,7	12,2	6,9	13,1	5.389	2.978
Germania	-2,9	16,4	6,4	18,0	8.529	3.249
Grecia	5,6	1,9	-4,9	0,6	4.547	5.029
Irlanda	-4,6	0,4	9,9	1,0	-1.493	-1.846
Paesi Bassi	-0,2	2,9	12,8	6,1	-6.740	-8.981
Portogallo	4,8	1,3	3,8	0,5	3.280	3.450
Regno Unito	13,7	7,1	11,6	6,6	4.125	5.105
Spagna	8,5	5,1	24,9	4,7	5.354	3.835
Svezia	3,3	1,0	9,6	1,4	-426	-693
Paesi extra UE	5,8	45,4	10,8	39,6	43.649	40.479
USA	12,3	8,0	11,1	5,0	11.737	13.350
Giappone	-6,4	2,0	15,6	2,1	2.366	956
EFTA (2)	-1,8	4,0	0,5	4,3	1.205	863
Europa dell'Est (3)	12,6	6,3	11,8	5,9	3.626	4.220
Cina	-3,0	1,1	20,4	2,2	-1.776	-3.080
Nuovi paesi industrializzati dell'Asia (4)	-4,0	4,0	16,4	1,5	11.083	9.773
OPEC (5)	7,4	3,5	16,7	6,5	-5.719	-7.804
America Latina	9,0	4,4	9,9	2,4	7.819	8.455
Altri paesi	6,0	12,1	7,7	9,7	13.308	13.746
Totale ...	3,7	100,0	9,7	100,0	64.446	49.225

(1) I dati sugli scambi con i paesi della UE si riferiscono alle sole imprese che, nei due periodi considerati, avevano effettuato acquisti o vendite intra-UE 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, Repubbliche Ceca e Slovacca, Polonia, Romania, Ungheria, Repubbliche della ex URSS e della ex Jugoslavia. - (4) Corea del Sud, Hong Kong, Singapore, Taiwan. - (5) Algeria, Arabia Saudita, Emirati Arabi, Ecuador, Gabon, Indonesia, Iran, Iraq, Kuwait, Libia, Nigeria, Qatar, Venezuela.

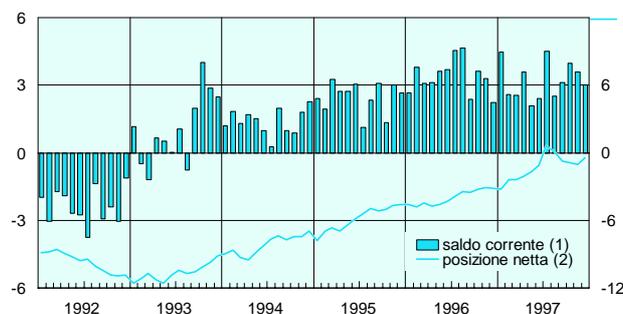
I movimenti di capitale e la posizione netta sull'estero

Fig. 15

Nel 1997 i movimenti di capitale complessivi hanno generato deflussi netti per 11.500 miliardi (9.800 nel 1996; tav. 9). Le riserve ufficiali si sono accresciute, ai cambi e ai prezzi medi, di 26.900 miliardi.

Il determinarsi, per il quinto anno consecutivo, di un ampio avanzo corrente ha portato la posizione netta sull'estero del Paese verso l'equilibrio (fig. 15). Secondo prime stime, alla fine del 1997 il debito netto sull'estero si sarebbe contratto di circa 50.000 miliardi rispetto a un anno prima, scendendo a 9.300 miliardi (0,5 per cento del PIL; tav. 10). Dall'estate la posizione netta ha subito marcate oscillazioni, soprattutto a causa dell'andamento del tasso di cambio della lira nei confronti del dollaro.

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 1997 sono stimati.

(1) Dati destagionalizzati. Scala di sinistra. - (2) Scala di destra.

Il miglioramento nella posizione netta sull'estero degli operatori non bancari (47.200 miliardi) e della Banca centrale (26.900 miliardi) ha più che compen-

Tav. 9

Movimenti dei capitali
(saldi in miliardi di lire)

VOCI	1996					1997 (1)				
	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Anno	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim. (2)	Anno (2)
Capitali non bancari	-15.636	20.537	434	32.222	37.557	-13.057	20.813	-5.492	-25.318	-23.054
Esteri	8.212	37.519	18.541	52.761	117.033	29.920	54.603	41.962	5.859	132.344
Investimenti	6.619	41.186	28.781	54.217	130.803	24.895	50.722	44.657	4.476	124.750
di cui: <i>di portafoglio</i>	6.317	39.144	26.766	53.122	125.349	23.790	49.225	42.901	2.003	117.919
Prestiti	1.160	-2.004	-6.147	-2.121	-9.112	-602	2.677	1.425	1.547	5.047
Crediti commerciali . .	433	-1.663	-4.093	665	-4.658	5.627	1.204	-4.120	-164	2.547
Italiani	-23.848	-16.982	-18.107	-20.539	-79.476	-42.977	-33.790	-47.454	-31.177	-155.398
Investimenti	-19.029	-13.157	-15.760	-14.172	-62.118	-34.437	-22.193	-41.988	-29.554	-128.172
di cui: <i>di portafoglio</i>	-16.894	-11.680	-11.607	-11.962	-52.143	-31.541	-17.467	-34.883	-24.116	-108.007
Prestiti	-3.356	-2.340	-5.904	-4.290	-15.890	-6.274	-9.170	-9.224	-1.397	-26.065
Crediti commerciali . .	-1.463	-1.485	3.557	-2.077	-1.468	-2.266	-2.427	3.758	-226	-1.161
Capitali bancari	19.010	-14.465	-11.401	-40.538	-47.394	24.493	-42.718	14.782	15.027	11.584
In lire	7.577	-5.447	-4.929	-27.453	-30.252	9.273	-24.979	14.414	21.030	19.738
In valuta	11.433	-9.018	-6.472	-13.085	-17.142	15.220	-17.739	368	-6.003	-8.154
Totale	3.374	6.072	-10.967	-8.316	-9.837	11.436	-21.905	9.290	-10.291	-11.470

(1) Dati provvisori. - (2) I dati relativi ai crediti commerciali si riferiscono al solo mese di ottobre.

Tav. 10

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

VOCI	Consistenze a dicembre 1996 (1) (a)	Gennaio-dicembre 1997			Consistenze a dicembre 1997 (1) (e)=(a)+(d)
		Flussi (2) (b)	Aggiustamenti (3) (c)	Variazione delle consistenze (d)=(b)+(c)	
Operatori diversi dalle banche residenti					
Attività	670.278	155.398	84.229	239.627	909.905
Investimenti diretti	179.598	20.165	39.681	59.846	239.444
Investimenti di portafoglio	337.815	108.007	42.452	150.459	488.274
Prestiti e crediti commerciali (4)	152.865	27.226	2.096	29.322	182.187
Passività	786.079	132.344	60.128	192.472	978.551
Investimenti diretti	114.242	6.831	24.851	31.682	145.924
Investimenti di portafoglio	510.327	117.919	32.406	150.325	660.652
di cui: <i>Titoli di Stato</i>	<i>397.936</i>	<i>102.173</i>	<i>14.927</i>	<i>117.100</i>	<i>515.036</i>
<i>BOT</i>	<i>24.169</i>	<i>10.680</i>	<i>142</i>	<i>10.822</i>	<i>34.991</i>
<i>BTP</i>	<i>189.851</i>	<i>73.496</i>	<i>9.206</i>	<i>82.702</i>	<i>272.553</i>
<i>CTE</i>	<i>30.981</i>	<i>-1.847</i>	<i>481</i>	<i>-1.366</i>	<i>29.615</i>
<i>Altri titoli di Stato</i>	<i>70.800</i>	<i>15.874</i>	<i>-570</i>	<i>15.304</i>	<i>86.104</i>
<i>Republic of Italy</i>	<i>82.135</i>	<i>3.970</i>	<i>5.668</i>	<i>9.638</i>	<i>91.773</i>
Prestiti e crediti commerciali (4)	161.510	7.594	2.871	10.465	171.975
Posizione netta non bancaria	-115.801	23.054	24.101	47.155	-68.646
Banche residenti					
Attività	328.344	4.825	13.951	18.776	347.120
Passività	379.171	16.409	25.790	42.199	421.370
Posizione netta bancaria	-50.827	-11.584	-11.839	-23.423	-74.250
Banca d'Italia - UIC					
Posizione netta (incluso l'oro)	106.741	22.828	4.065	26.893	133.634
Totale Paese					
POSIZIONE NETTA TOTALE	-59.887	34.298	16.327	50.625	-9.262

(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) Per il 1997, i dati dei crediti commerciali si riferiscono al periodo gennaio-ottobre.

Tav. 11

**Consistenze ai cambi correnti e variazioni ai cambi costanti della posizione sull'estero,
sull'interno in valuta e complessiva in valuta delle banche italiane (1)**

(miliardi di lire)

VOCI	1996	1997	1997			
			I trim.	II trim.	III trim.	IV trim. (2)
Consistenze (3)						
Posizione sull'estero	-50.827	-74.250	-81.599	-39.708	-54.832	-74.250
In lire	52.230	32.492	42.957	67.936	53.522	32.492
In valuta	-103.057	-106.742	-124.556	-107.644	-108.354	-106.742
Posizione sull'interno in valuta	47.783	48.503	54.236	47.566	45.891	48.503
Posizione complessiva in valuta (4)	113	-535	-1.240	-854	985	-535
Variazioni (5)						
Posizione sull'estero	47.394	-11.584	-24.493	42.718	-14.782	-15.027
In lire	30.252	-19.738	-9.273	24.979	-14.414	-21.030
In valuta	17.142	8.154	-15.220	17.739	-368	6.003
Posizione sull'interno in valuta	-450	-5.065	3.940	-6.573	-2.205	-227
Posizione complessiva in valuta (6)	11.077	5.718	929	2.142	2.819	-172

(1) Include le filiali italiane di banche estere. - (2) Dati provvisori. - (3) Ai cambi correnti. Dati di fine periodo. - (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) Ai cambi medi del mese. Il segno (-) indica un afflusso di capitali bancari. - (6) A pronti e a termine, inclusi i *domestic currency swaps*, e gli impegni a 2 giorni.

sato l'aumento delle passività nette del sistema bancario (23.400 miliardi, di cui 3.700 relativi a poste in valuta; tav. 11). Considerando anche la posizione a pronti e a termine sull'interno, i *domestic currency swaps* e i finanziamenti in lire indicizzati ai corsi di valute estere, la posizione complessiva in valuta delle banche è rimasta in pareggio (cfr. il capitolo: *La politica monetaria, gli intermediari e i mercati finanziari*). Alla fine di dicembre le riserve ufficiali ammontavano a 133.600 miliardi, di cui 37.600 in oro. La variazione rispetto alla fine del 1996 è quasi tutta ascrivibile all'aumento delle valute convertibili (24.900 miliardi). Quest'ultimo è stato contenuto nel corso dell'anno dalla profittevole chiusura anticipata di posizioni debitorie in valuta a lungo termine. Riclassificando i dati secondo l'origine della domanda dei fondi esteri, il sistema bancario risultava, in proprio, creditore netto verso l'estero per 3.000 miliardi a ottobre 1997, a fronte di 135.100 miliardi di passività nette del settore non bancario.

Nel 1997 si è intensificato il processo di diversificazione in favore dell'estero del portafoglio degli investitori italiani, anche a causa della diminuzione dei rendimenti offerti dagli strumenti finanziari nazionali: i deflussi di portafoglio sono risultati pari a 108.000 miliardi, il doppio di quelli dell'anno precedente. Nei primi dieci mesi dell'anno le imprese finanziarie, le famiglie e i fondi comuni hanno acquistato azioni, obbligazioni e titoli di Stato esteri per complessivi 68.200 miliardi; nel 1996 avevano dato luogo a deflussi netti per 28.600 miliardi. Gli investimenti in attività estere a più breve termine, come i depositi bancari, si sono ridotti a poco più di un terzo rispetto al 1996 (da 18.500 a 7.000 miliardi).

Incentivati dalla maggiore stabilità del cambio della lira e dalle aspettative di riduzione dei tassi d'interesse in Italia, nel 1997 gli operatori esteri hanno continuato a far affluire, per investimenti di portafoglio, fondi netti per importi considerevoli (117.900 miliardi; 125.400 nel 1996).

Le esportazioni italiane verso i paesi asiatici colpiti dalla crisi

Negli ultimi anni le imprese italiane hanno guadagnato quote di mercato in gran parte dei paesi dell'Asia sud-orientale. Tra il 1993 e il 1996 le esportazioni dell'Italia verso i cinque paesi maggiormente colpiti dalla recente crisi (Corea del Sud, Filippine, Indonesia, Malesia e Thailandia) sono raddoppiate, raggiungendo 10.000 miliardi di lire, pari al 2,6 per cento delle esportazioni totali italiane (tav. 1). Complessivamente, l'area comprendente, oltre ai cinque paesi citati, Cina, Hong Kong, Taiwan e Singapore ha assorbito nel 1996 il 6,5 per cento delle esportazioni italiane. La quota dell'Italia sul totale delle importazioni dei cinque paesi asiatici colpiti dalla crisi oscilla tra l'1,0 per cento per le Filippine e il 2,9 per cento per l'Indonesia. In particolare, nella Corea del Sud, il paese più industrializzato dell'area, le importazioni dall'Italia sono salite nel 1996 al 2,2 per cento del totale degli acquisti all'estero (1,7 per cento nel 1993), un valore superiore a quello relativo alla Francia (1,5) e al Regno Unito (1,9), ma assai inferiore a quello della Germania (5,0).

Nel 1996 si è diretto verso i cinque paesi asiatici il 5,4 per cento delle esportazioni italiane di beni strumentali (circa 4.700 miliardi di lire). La crescita della domanda di questi beni è stata sospinta dal rapido e intenso processo di espansione della capacità produttiva in corso in quelle economie. L'importanza dei cinque paesi per le imprese esportatrici italiane di beni strumentali si concentra in alcuni comparti specifici. Nel biennio 1994-95 le macchine esportate dall'Italia nei cinque paesi rappresentavano, rispetto alle esportazioni complessive del corrispondente comparto, l'8,1 per cento per quelle utilizzate nelle miniere, il 6,6 per cento per quelle tessili, il 5,6 per cento per quelle utilizzate nella lavorazione del legno, della carta e del cuoio (tav. 2). Nello stesso biennio la quota delle esportazioni ita-

liane di beni di consumo tradizionali (tessili, pelli, cuoio, calzature) verso quei mercati era pari al solo 2 per cento delle esportazioni complessive del settore.

Le quote di mercato dell'Italia e di gran parte dei paesi della UE hanno registrato nell'area in questione un calo già nei primi sei mesi del 1997. Le ripercussioni della crisi in corso sull'industria italiana proverranno dalla contrazione della domanda interna - e quindi degli acquisti dall'estero - e dal guadagno di competitività di quei paesi. Secondo l'FMI, nel complesso delle cinque economie la crescita del PIL passerebbe quest'anno a meno dello 0,5 per cento dal 4,5 nel 1997.

Sino a oggi, le valute dei cinque paesi si sono deprezzate, rispetto alla media dei primi sei mesi del

Tav. 1

Esportazioni dell'Italia verso i cinque paesi asiatici colpiti dalla crisi e peso di questi sul commercio mondiale nel 1996 (quote percentuali)

PAESI	Esportazioni italiane nel paese sul totale delle esportazioni italiane		Importazioni del paese dall'Italia sul totale delle importazioni del paese		Esportazioni del paese sul totale delle esportazioni mondiali	
	1993	1996	1993	1996	1993	1996
Corea del Sud .	0,76	1,13	1,73	2,20	2,20	2,46
Filippine	0,12	0,16	0,77	1,00	0,30	0,39
Indonesia	0,28	0,44	1,85	2,90	0,99	0,94
Malesia	0,30	0,40	1,28	1,40	1,27	1,48
Thailandia	0,43	0,51	1,97	1,90	0,03	1,05
Totale	1,89	2,64	1,62	1,88	4,79	6,32

Fonte: FMI.

continua ►

1997, di circa il 50 per cento nei confronti del dollaro. Senza tenere conto della concorrenza sui mercati terzi, ciò determinerebbe un deterioramento della nostra complessiva competitività all'esportazione di circa l'1,5 per cento. Il peggioramento potrebbe dimezzarsi per l'impatto del crollo del cambio sull'inflazione interna di quei paesi. Considerando anche gli effetti sui mercati terzi, il peggioramento della competitività delle esportazioni dell'Italia derivante dalle svalutazioni delle sole monete coreana e di Singapore (le uniche comprese nel nuovo indicatore aggregato di competitività, che tiene conto di tali effetti; cfr. la nota: Nuovi indicatori di tasso di cambio effettivo nominale e reale), parzialmente compensato da un impulso inflattivo della misura menzionata, è stimabile in circa un punto percentuale. Sarebbe di entità superiore, se si includessero nella stima le altre quattro economie asiatiche colpite dalla crisi. L'effetto differenziale sulle nostre esportazioni del deterioramento della competitività italiana e del rallentamento del commercio mondiale conseguenti alla crisi asiatica dovrebbe essere nel 1998 pari a circa un punto percentuale.

Nell'ambito dei cinque paesi, la Corea del Sud detiene una quota non trascurabile del commercio mondiale, pari a oltre la metà di quella italiana. Data, in particolare, la composizione settoriale e geografica delle esportazioni coreane e italiane, è plausibile che la perdita di competitività minacci sui mercati americani e su quelli europei non tanto i segmenti tradizionalmente forti dell'industria italiana, quali la meccanica e l'abbigliamento, ma quelli relativamente più deboli, come l'elettronica e le fibre artificiali, insidiati, già prima della recente crisi, dalla capacità di penetrazione dell'industria coreana.

Tav. 2

**Principali comparti italiani esportatori
nei cinque paesi asiatici (1)**
(quote percentuali sul totale delle esportazioni
del comparto a prezzi correnti)

COMPARTI	1985	1990	1995	1994-95	
				Sul totale delle esportazioni italiane di manufatti nel mondo	
Macchine per miniere . . .	1,9	5,6	8,9	8,1	0,11
Articoli di pellicceria	0,2	1,8	7,7	7,5	-
Macchine tessili e da cucito	2,1	6,8	6,3	6,6	0,04
Intonaci, pitture e vernici .	3,4	8,3	5,8	5,8	0,01
Macchine per legno, carta e cuoio	2,1	4,5	5,3	5,6	0,05
Strumenti musicali	1,8	2,5	6,4	5,4	-
Macchine utensili	1,2	1,6	5,7	5,2	0,04
Materiale per telecomunicazioni	3,9	2,3	4,9	4,8	0,03
Altre macchine	1,5	2,8	4,9	4,8	0,20
Macchine per l'industria alimentare	2,0	3,1	5,2	4,2	0,07
Mole e prodotti abrasivi . .	1,2	2,7	3,5	3,7	-
Tubi in acciaio	0,1	2,1	3,9	3,7	0,02
Altri prodotti chimici	1,4	2,5	3,9	3,6	0,02
Prodotti per costruzioni metalliche	1,4	0,8	3,6	3,5	0,01
Tessuti, veli	0,9	1,8	3,5	3,2	0,06
Ingranaggi e cuscinetti a sfera	0,3	0,6	3,3	3,2	0,01
Apparecchi elettronici . . .	0,4	0,7	3,4	3,1	0,03
Apparecchi elettrici	1,5	1,7	3,2	3,1	0,03
Totale comparti elencati	1,5	2,9	5,0	4,7	0,78
.....					
Totale manufatti (2) . .	0,7	1,4	2,4	2,2	2,2

Fonte: elaborazioni su dati OCSE.

(1) Corea del Sud, Filippine, Indonesia, Malesia, Thailandia. Sono riportate le quote superiori al 3 per cento nella media del periodo 1994-95, ordinate in senso decrescente. - (2) Totale esportazioni italiane di manufatti verso i cinque paesi sul totale delle esportazioni italiane di manufatti nel mondo.

Nei primi dieci mesi dello scorso anno essi hanno acquistato titoli di Stato e azioni per 104.400 e 15.800 miliardi, rispettivamente (69.600 e 10.400 nel medesimo periodo del 1996). I soli titoli di Stato a reddito fisso hanno dato luogo ad afflussi netti per 74.400 miliardi, contro i 43.300 registrati negli stessi mesi del 1996. Gli investimenti in azioni sono stati favoriti anche dalla riduzione dei rendimenti obbligazionari a lungo termine. Grazie alla maggiore fiducia nelle prospettive dell'economia italiana, gli investitori non residenti si sono coperti dal rischio di cambio in misura più contenuta che in passato: secondo prime informazioni, i pronti contro termine attivi su titoli italiani negoziati da intermediari residenti (bancari e non bancari) sono risultati pari al 22,9 per cento degli investimenti di portafoglio esteri (33,4 per cento nello stesso periodo del 1996). Nel 1997 il comparto dei prestiti ha registrato un deflusso netto pari a quasi 21.000 miliardi, essenzialmente imputabile alle erogazioni di residenti privati a controparti estere (28.800 miliardi nei primi dieci mesi dell'anno, gran parte dei quali connessi con finanziamenti pronti con-

tro termine). Sono proseguiti i rimborsi netti di prestiti pubblici (2.600 miliardi nei primi nove mesi).

Gli investimenti diretti all'estero sono raddoppiati rispetto al 1996 (da 10.000 a 20.200 miliardi; in rapporto agli investimenti fissi lordi nazionali sono cresciuti dal 3,2 al 6,1 per cento). Essi sono stati effettuati in prevalenza da imprese finanziarie e da altre imprese private italiane, continuando a indirizzarsi in larga parte verso paesi industriali; il resto dei nostri investimenti diretti ha teso a rafforzare le partecipazioni al capitale di imprese dell'America Latina. Gli investimenti diretti esteri in Italia hanno dato luogo ad afflussi netti per 6.800 miliardi (il 33 per cento in più rispetto al 1996), due terzi dei quali rivolti all'acquisizione di imprese italiane non finanziarie.

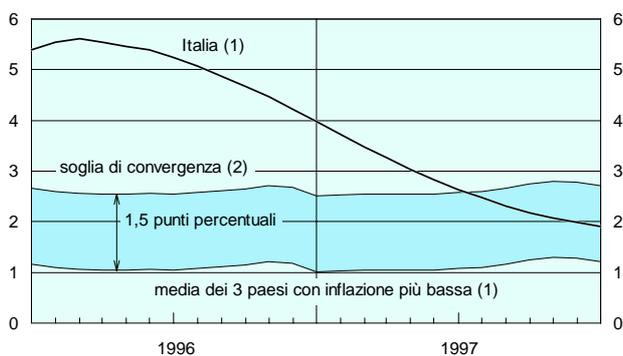
La crescita delle importazioni ha determinato nei primi dieci mesi dell'anno una ripresa dei crediti commerciali concessi dai fornitori esteri, che hanno dato luogo ad afflussi netti per 2.500 miliardi; i crediti netti concessi dai residenti hanno generato deflussi per quasi 1.200 miliardi.

I prezzi

Nel 1997 il tasso medio d'inflazione in Italia si è pressoché allineato ai valori medi dei paesi della UE. Il divario nei confronti di Francia e Germania si è fortemente ridotto. Dal luglio scorso la variazione media dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo si è collocata al di sotto della soglia di convergenza stabilita dal Trattato di Maastricht (fig. 16). Le aspettative d'inflazione al consumo hanno mostrato un continuo miglioramento; quelle per il 1998 si sono recentemente portate al 2 per cento.

Fig. 16

Indice armonizzato dei prezzi al consumo: criterio di convergenza (variazioni percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

(1) Variazioni della media negli ultimi 12 mesi rispetto alla media dei precedenti 12 mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo adottato in sede UE. - (2) Media delle variazioni relative ai 3 paesi della UE con inflazione più bassa - calcolate come indicato nella nota (1) - aumentata di 1,5 punti percentuali.

Nel corso dell'anno le spinte impresse ai costi dal rialzo del dollaro e la ripresa dell'attività economica hanno determinato, nei principali paesi dell'Europa continentale, una moderata accelerazione nella dinamica dei prezzi - alla produzione, prima, al consumo, poi - rispetto ai livelli particolarmente contenuti del 1996.

In Italia, il ritardo con cui si è avviata la ripresa ciclica, le incertezze a essa connesse e il protrarsi degli effetti della rivalutazione del cambio dell'anno precedente hanno fatto sì che l'impulso sui prezzi si mani-

festasse soltanto dalla primavera per quelli all'origine e dall'estate per quelli al dettaglio. Ai fattori di tensione comuni anche alle altre economie europee, si sono aggiunti i cospicui aumenti retributivi derivanti dal rinnovo di importanti contratti di lavoro e gli effetti, finora limitati, della manovra dell'IVA.

Le variazioni percentuali sui tre mesi dei prezzi alla produzione dei manufatti non energetici, al netto della componente stagionale e in ragione d'anno, sono progressivamente aumentate, sino a toccare un massimo del 2,7 per cento nel bimestre ottobre-novembre; quelle dell'indice dei prezzi al consumo per le famiglie di operai e impiegati (il cosiddetto costo della vita) sono gradualmente risalite dai valori leggermente inferiori all'1,5 per cento della prima metà del 1997, raggiungendo il 2,8 per cento lo scorso febbraio, sulla base delle anticipazioni provenienti dalle città-campione.

Le informazioni disponibili sembrano avvalorare il giudizio espresso nel *Bollettino Economico* dello scorso ottobre circa il carattere temporaneo delle moderate tensioni inflazionistiche. In un contesto europeo in cui il rallentamento della dinamica dei prezzi è già in atto, il rientro di queste tensioni nel corso del 1998 dovrebbe trovare sostegno, oltre che nel permanere di un indirizzo rigoroso della politica monetaria, nella sensibile riduzione del ritmo di crescita delle retribuzioni nel settore privato, nei forti guadagni di produttività e nella caduta dei corsi delle materie prime, connessa in parte con la crisi asiatica. Per i prezzi alla produzione, i sondaggi condotti dall'Isco presso le imprese lasciano intravedere, dal novembre del 1997, l'avvio di una inversione di tendenza; essa trova una prima conferma nel rallentamento dell'indice dello scorso dicembre. Per i prezzi al consumo - che tendono ad adeguarsi con ritardo agli impulsi provenienti da quelli all'origine - le tensioni potrebbero prolungarsi, anche per eventuali effetti residui di traslazione dell'IVA. Il realizzarsi dell'evoluzione posi-

tiva del quadro inflazionistico richiede comunque che l'eventuale attuazione di provvedimenti in materia di orario di lavoro non eserciti effetti negativi sui costi unitari delle imprese.

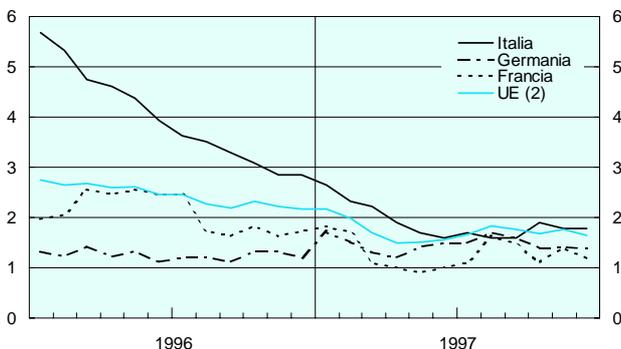
I prezzi al consumo

Nella media del 1997 la crescita dell'indice dei prezzi al consumo per le famiglie di operai e impiegati al netto dei tabacchi si è ridotta all'1,7 per cento (dal 3,9 del 1996; tav. a16), il valore più basso dal 1968; l'incremento dell'indice per l'intera collettività nazionale - più rappresentativo in quanto inclusivo dei tabacchi e riferito ai consumi dell'intera popolazione - è risultato lievemente superiore (2,0 per cento, dal 4,0 del 1996). L'inflazione misurata dall'indice armonizzato dei prezzi al consumo, utilizzato nei confronti europei, è stata pari all'1,9 per cento (4,0 nell'anno precedente).

Assai più modesta è stata la diminuzione dell'inflazione media annua del complesso della UE - calcolata sulla base della media ponderata degli indici armonizzati dei prezzi al consumo dei paesi membri - scesa dal 2,4 all'1,7 per cento. Si è pertanto ridotto a 0,2 punti percentuali il divario fra l'Italia e la media UE, pari a 1,6 punti nel 1996; resta superiore quello nei confronti della Francia (0,6 punti) e della Germania (0,4 punti).

Fig. 17

Indice armonizzato dei prezzi al consumo in Italia, Francia, Germania e nella media dei paesi della UE (1)
(variazioni percentuali sui 12 mesi)



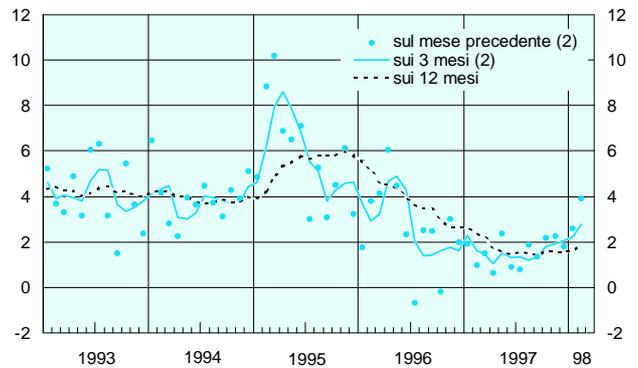
Fonte: elaborazioni su dati Eurostat e OCSE.

(1) Per questi indicatori non è possibile ottenere una stima al netto della componente stagionale, in quanto i dati grezzi sono disponibili soltanto dal gennaio 1995. - (2) Calcolate sulla base della media geometrica ponderata degli indici armonizzati dei paesi della UE, utilizzando come pesi le medie dei consumi finali valutati in una stessa moneta nel periodo 1993-95.

Durante il 1997 l'inflazione media della UE e quella degli altri principali paesi dell'Europa continentale - misurata sulla base delle variazioni sui dodici mesi degli indici armonizzati - dopo aver toccato un minimo nella primavera, ha registrato una moderata accelerazione, risentendo delle tensioni sui prezzi alla produzione. Nell'ultimo trimestre dell'anno e all'inizio del 1998 queste lievi pressioni sono rientrate (fig. 17).

Fig. 18

Indice dei prezzi al consumo per le famiglie di operai e impiegati (1)
(variazioni percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Cosiddetto "indice del costo della vita": non inclusivo dei tabacchi e al lordo della variazione delle imposte indirette. L'indice è arrotondato al secondo decimale ed è calcolato partendo dai dati approssimati al primo decimale relativi alle voci elementari. - (2) Al netto della componente stagionale (cfr. la nota: La stagionalità dei prezzi al consumo e alla produzione) e in ragione d'anno.

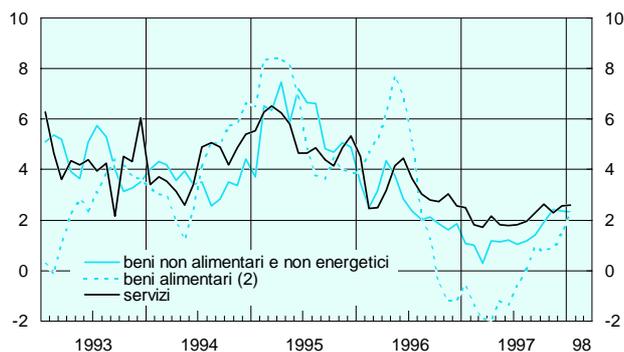
In Italia, come ricordato, le tensioni inflazionistiche si sono manifestate con un ritardo di alcuni mesi. Le variazioni sui tre mesi dell'indice per le famiglie di operai e impiegati, al netto della componente stagionale (cfr. la nota: La stagionalità dei prezzi al consumo e alla produzione) e in ragione d'anno, sono salite progressivamente, fino a portarsi al 2,8 per cento nel febbraio dell'anno in corso, sulla base delle anticipazioni provenienti dalle grandi città (fig. 18). L'accelerazione ha risentito anche degli effetti della manovra sulle imposte indirette varata alla fine del settembre 1997. Questi ultimi sono stati sinora limitati (si può stimarli in poco più di 0,2 punti percentuali d'incremento dell'indice) ed è possibile che ulteriori traslazioni dell'imposta si registrino nei prossimi mesi, soprattutto in occasione delle revisioni stagionali dei listini dei prodotti dell'abbigliamento - su cui si concentra circa metà della manovra - e con la ripresa dei consumi.

Le variazioni sui dodici mesi dell'indice, che riflettono solo con ritardo i mutamenti di tendenza, hanno toccato un valore minimo pari all'1,4 per cento nel settembre dello scorso anno; sono quindi lentamente risalite, raggiungendo l'1,8 per cento in febbraio.

L'accelerazione dei prezzi al consumo riflette quella di tutte le componenti non soggette a controllo pubblico. Le variazioni sui tre mesi dei prezzi dei beni non alimentari e non energetici si sono riportate dalla fine del 1997 al di sopra del 2 per cento, al netto della componente stagionale e in ragione d'anno, da valori prossimi all'1 (fig. 19). Il loro profilo ha riflesso, con l'usuale ritardo, quello del corrispondente aggregato alla produzione (fig. 20) e gli effetti delle variazioni delle aliquote dell'IVA. Anche i prezzi dei servizi liberi appaiono in accelerazione a partire dall'autunno scorso. Sono tornate positive, infine, le variazioni dei prezzi dei beni alimentari, sotto l'impulso dapprima dei rincari all'origine di quelli trasformati, successivamente dei forti rialzi dei prezzi dei prodotti freschi.

Fig. 19

Indice dei prezzi al consumo per le famiglie di operai e impiegati: componenti non soggette al controllo pubblico (1)
(dati destagionalizzati; variazioni percentuali sui 3 mesi, annualizzate)



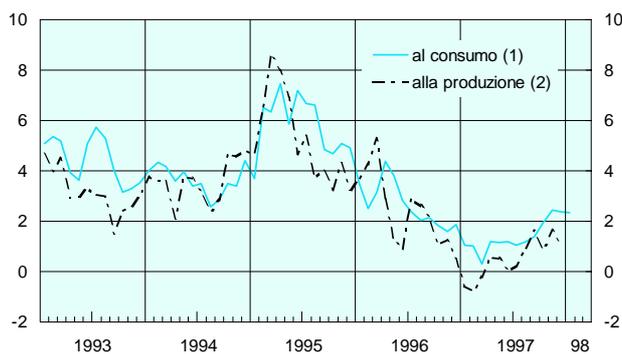
Fonte: elaborazioni su dati Istat.
(1) Al lordo delle variazioni delle imposte indirette. - (2) Tabacchi esclusi.

In prospettiva, il consolidamento della disinflazione realizzata sarà favorito dalla prosecuzione della deregolamentazione di alcuni servizi pubblici, dal recente provvedimento di ristrutturazione della rete distributiva dei carburanti e da quelli di liberalizzazione

delle licenze commerciali e di riforma di alcuni ordini professionali, recentemente annunciati.

Fig. 20

Prezzi dei beni di consumo non alimentari e non energetici non soggetti al controllo pubblico, al consumo e alla produzione
(dati destagionalizzati; variazioni percentuali sui 3 mesi, annualizzate)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.
(1) Indice dei prezzi al consumo per le famiglie di operai e impiegati. - (2) Indice dei prezzi alla produzione dei manufatti venduti sul mercato interno.

I prezzi dei manufatti alla produzione, all'exportazione, all'importazione

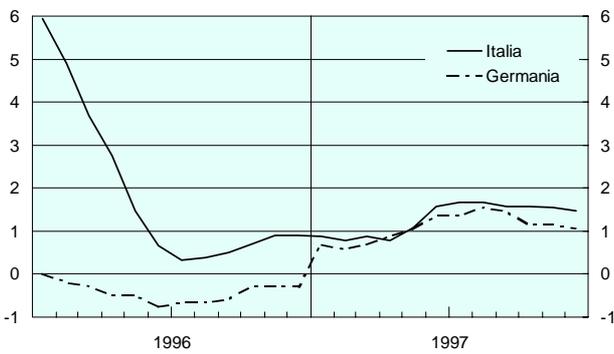
Nella media del 1997 l'indice dei prezzi alla produzione dei manufatti industriali venduti sul mercato interno è cresciuto dell'1,3 per cento (dall'1,9 del 1996; tav. a17) - il valore più contenuto dal 1986 - per effetto di incrementi dello 0,8 per cento dei prezzi dei prodotti non energetici (1,7 l'anno prima) e del 4,3 di quelli energetici (3,4 nel 1996).

Il risultato medio dell'anno riflette soprattutto la forte decelerazione del 1996 e dei primi mesi del 1997, legata al sensibile apprezzamento del cambio e al ristagno della domanda interna. Dalla primavera, il venire meno di questi fattori di contenimento e le spinte sui costi determinate dal rialzo del dollaro e dagli effetti *una tantum* dei rinnovi salariali hanno impresso una moderata accelerazione ai prezzi alla produzione; indicazioni di una possibile inversione di questa tendenza sembrano emergere dal dato di dicembre. Questi andamenti hanno seguito, con un ritardo di alcuni mesi, quelli analoghi registrati negli altri principali paesi dell'Europa continentale: accelerazione dall'inizio del 1997 fino all'estate, rallenta-

mento successivamente. Il divario d'inflazione alla produzione nei confronti della Germania, pari a circa un punto percentuale nella seconda metà del 1996, si è annullato nei mesi centrali del 1997; è tornato a riaprirsi sul finire dell'anno, su valori (circa 0,5 punti percentuali) leggermente superiori rispetto a quelli al consumo (fig. 21).

Fig. 21

Indice dei prezzi alla produzione dei manufatti venduti sul mercato interno in Italia e in Germania
(variazioni percentuali sui 12 mesi)

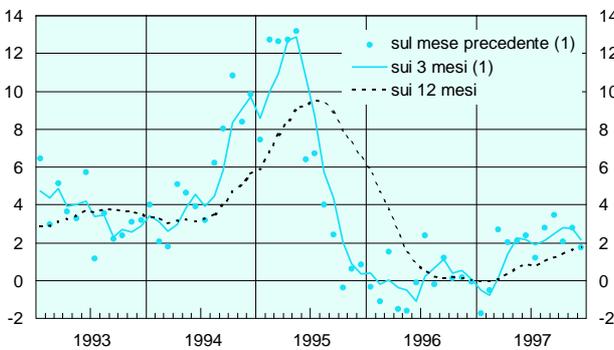


Fonte: Istat e statistiche nazionali.

Le variazioni sui tre mesi dell'indice al netto dei prodotti energetici sono salite progressivamente dai livelli leggermente negativi dell'inizio del 1997 fino a un massimo del 2,7 per cento nel bimestre ottobre-novembre, al netto della componente stagionale e in ragione d'anno; si sono ridotte in misura significativa in dicembre, al 2,2 per cento (fig. 22).

Fig. 22

Indice dei prezzi alla produzione dei manufatti venduti sul mercato interno, al netto dei prodotti energetici
(variazioni percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

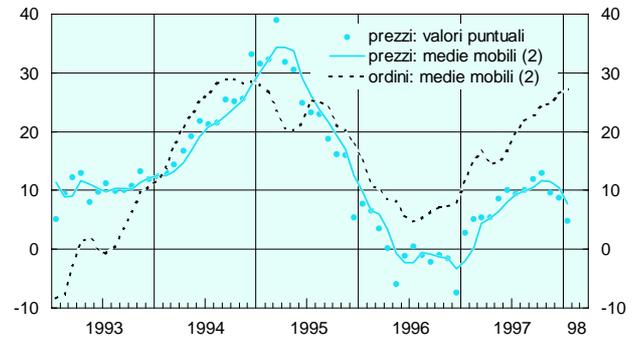
(1) Al netto della componente stagionale (cfr. la nota: *La stagionalità dei prezzi al consumo e alla produzione*) e in ragione d'anno.

Il graduale allentamento delle tensioni sui costi delle imprese industriali nel corso dei mesi più recenti dovrebbe contribuire ad attenuare le spinte sui prezzi derivanti dal rafforzamento del ciclo. Indicazioni in tal senso provengono dal sondaggio dell'Isco presso le imprese industriali, che all'inizio del 1997 aveva correttamente anticipato l'accelerazione dei prezzi all'origine (fig. 23). La stessa indagine mostra che dal novembre 1997, nonostante la forte crescita delle attese sugli ordini, il saldo fra le imprese che intendono aumentare i propri prezzi a breve termine e quelle che intendono ridurli ha cominciato a diminuire - al netto degli effetti stagionali - dopo dieci mesi di crescita pressoché ininterrotta. Inoltre, la dinamica attuale dei prezzi alla produzione risulta inferiore rispetto a precedenti, analoghe fasi del ciclo dell'attività industriale; il grado di utilizzo della capacità produttiva è sui valori più alti dal 1990 (fig. 24) e i margini di profitto si collocano attorno a livelli storicamente elevati (cfr. il paragrafo: *I costi e i margini delle imprese manifatturiere*). Ne risultano confermati i caratteri strutturali del processo di disinflazione.

Fig. 23

Intenzioni di aumento dei prezzi alla produzione e attese sugli ordini nei successivi tre o quattro mesi delle imprese industriali

(dati destagionalizzati; valori percentuali) (1)



Fonte: elaborazioni su dati Isco.

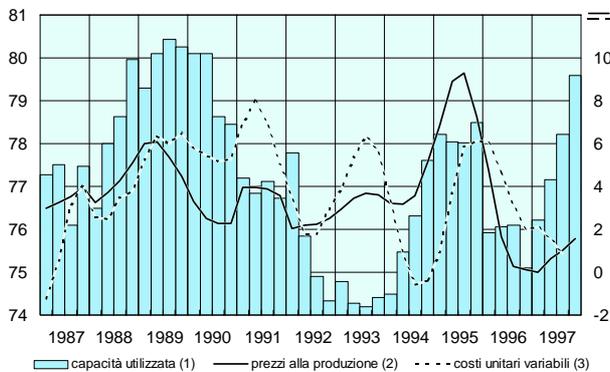
(1) Saldo fra la quota percentuale delle risposte positive ("aumento") e quella delle risposte negative ("diminuzione"). - (2) Medie mobili di 3 mesi terminanti nel mese indicato.

A livello settoriale, appare essersi arrestata la crescita dei prezzi dei prodotti intermedi, che per primi avevano mostrato una tendenza all'accelerazione; indicazioni in tal senso provengono anche dal già menzionato sondaggio dell'Isco. Fra i beni di consumo, le variazioni a tre mesi dei prezzi dei beni non alimentari e non energetici - meno influenzati dalle oscillazioni di breve periodo delle materie di base e più legati alle

tendenze di fondo dell'inflazione - sono gradualmente risalite nel corso del 1997 da valori quasi nulli fino a oltre l'1,5 per cento, al netto della componente stagionale e in ragione d'anno, per poi tornare in dicembre su livelli di poco superiori all'1 per cento. La dinamica dei prezzi degli alimentari ha seguito quella dei corsi delle relative materie prime sui mercati internazionali: accelerazione fino all'estate, rallentamento nei mesi successivi.

Fig. 24

Capacità utilizzata, prezzi alla produzione e costi nel settore manifatturiero
(quote percentuali e variazioni percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Istat, ENI e Isco.

(1) Dati destagionalizzati. Scala di sinistra. - (2) Indice dei prezzi alla produzione venduti sul mercato interno, al netto dei prodotti energetici. Variazioni sul trimestre corrispondente. Scala di destra. - (3) Al netto delle transazioni intrasettoriali; dall'aggregato della trasformazione industriale sono esclusi i prodotti energetici e i mezzi di trasporto diversi dagli autoveicoli. Variazioni sul trimestre corrispondente; medie mobili del trimestre di riferimento e del precedente. Scala di destra.

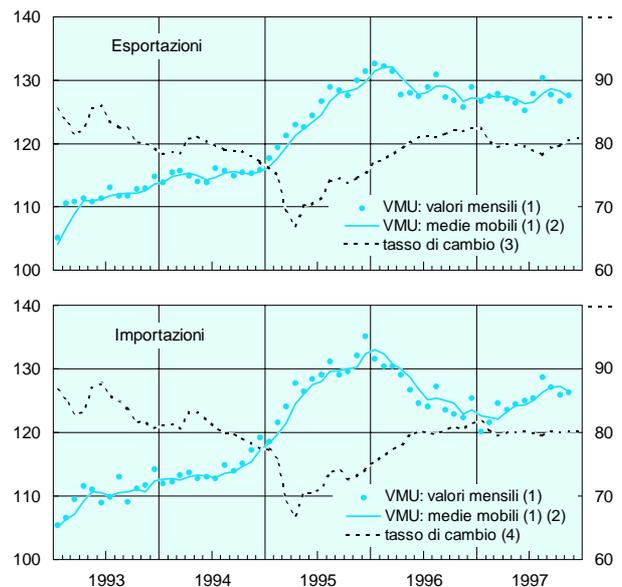
Nella media dei primi undici mesi del 1997, i valori medi unitari in lire dei manufatti esportati, al netto dei prodotti energetici, sono diminuiti dell'1,3 per cento rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente (tav. a18). In presenza di un cambio effettivo della lira all'esportazione pressoché invariato nel periodo, questo andamento riflette l'intento dei produttori nazionali di recuperare la perdita di competitività dell'anno precedente, accettando una compressione dei margini di profitto sui mercati esteri. L'analisi della dinamica nel corso dell'anno indica che la tendenza alla riduzione si è arrestata nell'estate (fig. 25); in novembre, il tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato si è portato all'1,4 per cento.

Nei primi undici mesi del 1997 i valori medi unitari in lire dei manufatti importati, al netto dei prodotti energetici, sono risultati in media inferiori dell'1,5 per cento rispetto al periodo corrispondente del 1996 (tav.

a19). Questo andamento riflette esclusivamente la forte flessione registrata nel corso del 1996, in concomitanza con il significativo apprezzamento della nostra valuta. I valori medi unitari all'importazione hanno mostrato, nei primi tre trimestri del 1997, una netta tendenza al rialzo; questa si è successivamente arrestata, in linea con gli andamenti registrati dai prezzi alla produzione dei manufatti dei nostri principali partner commerciali. Il tasso di crescita sui dodici mesi è progressivamente aumentato, sino a portarsi, in novembre, al 3,2 per cento, 1,6 punti percentuali in più dell'incremento del corrispondente aggregato alla produzione.

Fig. 25

Valori medi unitari in lire dei manufatti esportati e importati, al netto dei prodotti energetici, e tasso di cambio della lira
(indici: 1992=100)



(1) Scala di sinistra. - (2) Medie mobili dei 3 mesi terminanti nel mese indicato. - (3) Tasso di cambio effettivo nominale della lira all'esportazione; un aumento indica apprezzamento. Scala di destra. - (4) Tasso di cambio effettivo nominale della lira all'importazione; un aumento indica apprezzamento. Scala di destra.

I costi e i margini delle imprese manifatturiere

Sulla base di valutazioni provvisorie, il ritmo di crescita dei costi unitari variabili nel settore della trasformazione industriale è sceso, nella media del 1997, al 2,1 per cento, dal 3,3 dell'anno precedente (tav. 12). Contrariamente al 1996, la decelerazione è ascrivibile alla dinamica delle componenti interne. La dinamica dei costi nel corso dell'anno presenta andamenti dif-

ferenziati fra primo e secondo semestre: accelerazione nel primo, decelerazione nel secondo, grazie, soprattutto, al forte rallentamento del costo del lavoro per unità di prodotto.

Tav. 12

Costi unitari variabili e prezzi finali nel settore manifatturiero (1)
(variazioni percentuali sul periodo precedente)

COMPONENTI	Pesi perc. (2)	1996		1997		
		II sem. (3)	Anno	I sem. (3)	II sem. (3) (4)	Anno (4)
Costi unitari variabili	100,0	1,0	3,3	2,1	1,7	2,1
Costi degli inputs	50,1	-0,8	1,9	1,5	2,8	1,2
Interni	28,8	2,9	4,9	2,6	1,9	2,5
Esteri	21,3	-7,3	-3,4	-0,6	4,5	-1,1
Costo del lavoro per unità di prodotto	49,9	3,1	4,9	2,8	0,5	2,3
di cui:						
costo del lavoro	-	3,7	4,8	5,3	4,1	4,6
produttività	-	0,6	-0,1	2,6	3,5	2,3
Prezzo dell'output	100,0	-0,6	2,0	0,0	2,4	0,5
Interno	72,0	0,4	1,9	0,4	2,0	0,8
Estero	28,0	-3,0	2,3	-0,9	3,4	-0,4

Fonte: elaborazioni su dati Istat ed ENI.

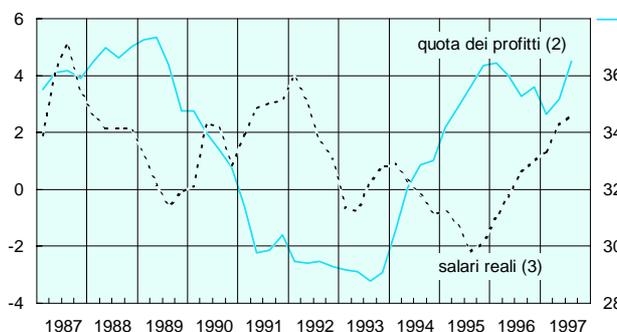
(1) Al netto delle transazioni intrasettoriali; dall'aggregato della trasformazione industriale sono esclusi i prodotti energetici e i mezzi di trasporto diversi dagli autoveicoli. - (2) Calcolati sulla base della tavola intersettoriale per il 1988, espressa ai prezzi del 1980. - (3) Al netto della componente stagionale e in ragione annua. - (4) Dati parzialmente stimati.

Negativamente correlato con quello dei costi si presenta durante l'anno l'andamento della quota dei profitti sul valore aggiunto del settore manifatturiero (fig. 26). Nel corso del primo semestre, date le incertezze sulla ripresa produttiva, gli imprenditori hanno preferito assorbire nei profitti i rincari dei costi, lasciando in media invariati i prezzi dell'output; hanno successivamente elevato i margini unitari - in misura contenuta, dato anche l'alto livello di partenza - con il consolidarsi della fase ciclica. Nella media del 1997 la quota dei profitti sul valore aggiunto del settore si è lievemente ridotta; essa, peraltro, si mantiene su livelli storicamente elevati.

Nella media dell'anno i costi degli inputs importati hanno segnato una diminuzione dell'1,1 per cento, determinata dalla progressiva caduta registrata durante il 1996; nel corso del 1997 a una riduzione assai

Fig. 26

Quota dei profitti sul valore aggiunto e salari reali nel settore manifatturiero
(punti percentuali e variazioni percentuali) (1)



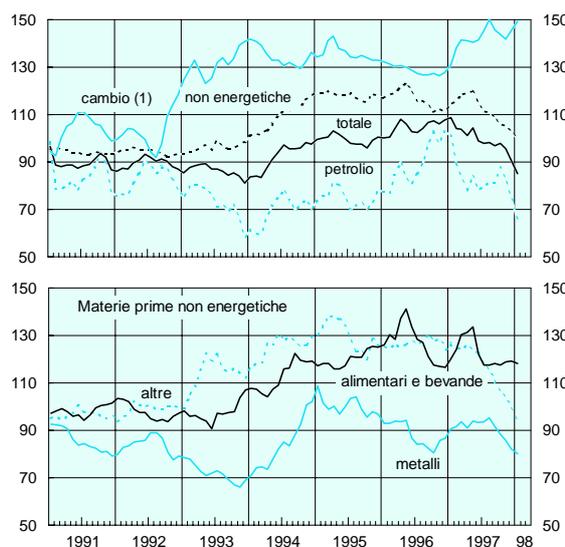
Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Medie mobili del trimestre di riferimento e del precedente. - (2) Quota del risultato lordo di gestione sul valore aggiunto della trasformazione industriale, calcolata attribuendo agli occupati autonomi gli stessi redditi unitari da lavoro dei dipendenti. Scala di destra. - (3) Retribuzioni lordhe per dipendente deflazionate con l'indice dei prezzi al consumo per le famiglie di operai e impiegati. Variazioni percentuali sul trimestre corrispondente. Scala di sinistra.

modesta nel primo semestre, ha fatto seguito un forte aumento in quello successivo. Questo andamento ha riflesso, con ritardo, l'apprezzamento del dollaro, che fino al terzo trimestre ha più che compensato il calo dei corsi internazionali delle materie prime, quotate nella valuta americana (fig. 27); solo negli ultimi mesi dell'anno tali corsi si sono ridotti anche nel controtavolo in lire.

Fig. 27

Prezzi in dollari delle materie prime e cambio lira/dollaro
(indici: 1990=100)



Fonte: elaborazioni su dati FMI.

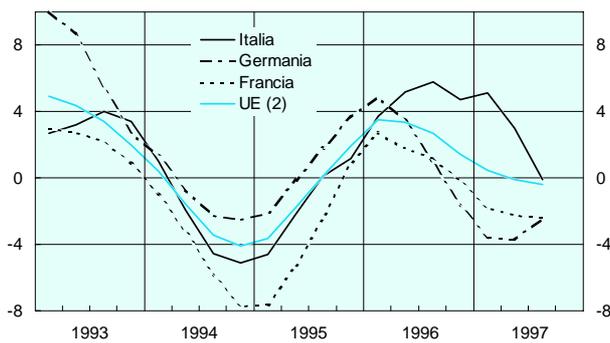
(1) Un aumento indica deprezzamento della lira nei confronti del dollaro.

Il prezzo del petrolio si è fortemente ridotto dai livelli della fine del 1996, sia in dollari sia nella nostra valuta. L'eccesso di offerta all'origine dei ribassi si è ampliato negli ultimi mesi dell'anno e sembra destinato a perdurare nella prima parte del 1998. Da un lato, infatti, con gli accordi di Giakarta del dicembre scorso è stato innalzato il limite produttivo massimo dell'OPEC; dall'altro, i paesi del Sud-Est asiatico hanno ridotto la loro domanda. I corsi in dollari delle materie prime non energetiche, in rialzo nella prima metà del 1997 (soprattutto quelli di alimentari, bevande e metalli), si sono successivamente ridotti, in connessione anche con l'aggravarsi della crisi asiatica.

Fig. 28

Costo del lavoro per unità di prodotto nel settore manifatturiero in Italia, Francia, Germania e nella media di alcuni paesi della UE

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente) (1)



Fonte: elaborazioni su dati Istat e OCSE.

(1) Medie mobili del trimestre di riferimento e del precedente. - (2) Calcolate sulla base della media geometrica ponderata dei costi del lavoro per unità di prodotto dei seguenti paesi: Belgio, Danimarca, Francia, Germania, Italia, Paesi Bassi, Regno Unito e Spagna; i pesi sono ottenuti come media del PIL valutato in una stessa moneta nel periodo 1993-95.

L'incremento dei costi degli *inputs* interni è stato, nella media del 1997, pari al 2,5 per cento, contro il 4,9 del 1996. Il costo del lavoro per unità di prodotto è aumentato del 2,3 per cento, rispetto al 4,9 dell'anno precedente; nella seconda metà dell'anno, il rallentamento delle retribuzioni - il cui tasso di crescita è sceso dal 5,2 per cento del primo semestre al 3,1 del secondo, al netto della stagionalità e in ragione d'anno - e il consolidamento della ripresa della produttività ne hanno favorito la convergenza verso i valori degli altri principali paesi europei, da cui si era discostato dagli inizi del 1996 (fig. 28). Nel corso degli ultimi mesi la crescita di questa componente di costo ha teso ad annullarsi.

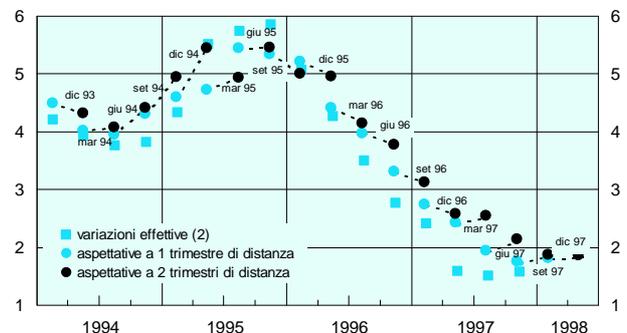
Nel 1997 è stato rinnovato quasi l'80 per cento dei contratti collettivi nazionali di lavoro nel settore della trasformazione industriale e il 50 per cento in quello dei servizi destinabili alla vendita. Nell'industria manifatturiera, dopo la chiusura della vertenza dei metalmeccanici nel febbraio del 1997, i rinnovi contrattuali (settori edile, alimentare, tessile e calzature, pelli e cuoio) hanno pienamente incorporato la riduzione delle aspettative d'inflazione, registrando un sensibile ridimensionamento degli incrementi retributivi. Inoltre, il contenzioso sullo scarto tra inflazione effettiva e programmata nel biennio 1995-96 è stato chiuso senza introdurre automatismi per il recupero del potere d'acquisto perduto. I salari reali nel settore manifatturiero sono tornati a crescere dalla seconda metà del 1996 (2,4 per cento nella media dei primi tre trimestri del 1997 rispetto al periodo corrispondente dell'anno precedente); al lordo dell'imposizione fiscale è stata così compensata l'erosione degli anni precedenti. Assai diverso è stato l'esito della contrattazione nei principali servizi di pubblica utilità, dove gli incrementi retributivi appaiono elevati, specie in considerazione delle attuali necessità di ristrutturazione e di compressione dei costi unitari.

Le aspettative d'inflazione

Le aspettative d'inflazione hanno segnato un continuo miglioramento nel corso del 1997 e nei primi mesi del 1998 su tutti gli orizzonti temporali, convergendo verso i livelli degli altri principali paesi europei.

Fig. 29

Aspettative Forum-ME sull'andamento dei prezzi al consumo nei successivi due trimestri (1)
(variazioni percentuali sul trimestre corrispondente)

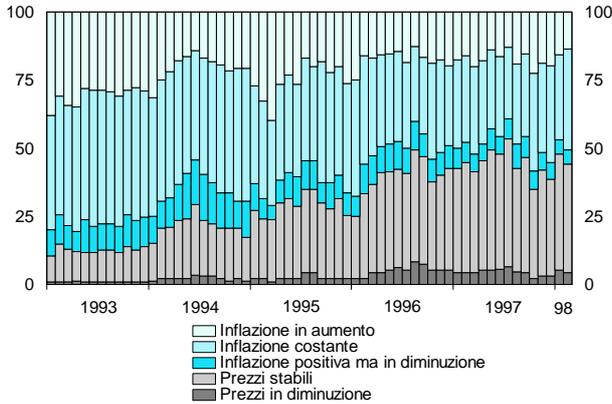


Fonte: elaborazioni su dati Istat e Forum-ME.

(1) Le date all'interno del grafico indicano il periodo di rilevazione. Dal marzo 1995 sono cambiate alcune modalità dell'indagine. Le aspettative sono rilevate presso un panel di operatori economici e di esperti. - (2) Indice dei prezzi al consumo per le famiglie di operai e impiegati, al netto dei tabacchi.

Fig. 30

Aspettative delle famiglie sull'andamento dei prezzi al consumo nei successivi 12 mesi
(quote percentuali sul totale delle risposte) (1)



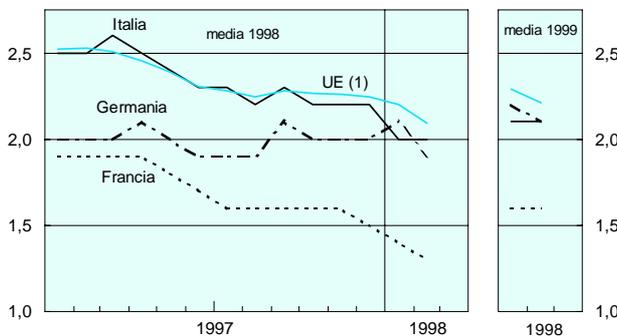
Fonte: elaborazioni su dati Isco.

(1) È esclusa la risposta "non so". Dal gennaio 1995 sono cambiate alcune modalità dell'indagine.

Il complesso degli indicatori disponibili ha continuato a segnalare attese di un lieve incremento della dinamica dell'inflazione al consumo per la prima parte del 1998. Le indagini di dicembre di *Consensus Forecasts* e di *Forum-Mondo Economico* indicavano aspettative di variazioni sui dodici mesi dei prezzi al consumo nei primi due trimestri del 1998 leggermente superiori a quelle dell'ultimo trimestre del

Fig. 31

Aspettative di previsori professionali sull'andamento dei prezzi al consumo nella media del 1998 e del 1999 in Italia, Francia, Germania e nella media dei paesi della UE
(variazioni percentuali)



Fonte: *Consensus Forecasts* e OCSE.

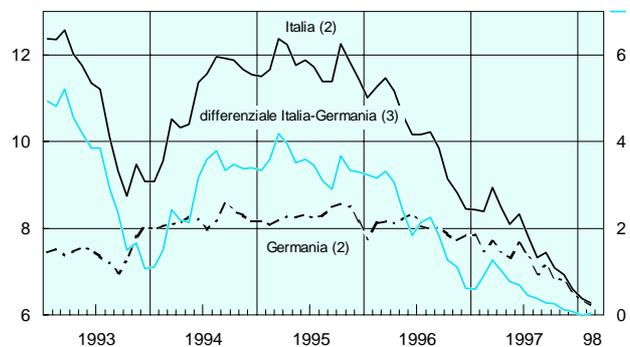
(1) Media delle previsioni relative agli indici nazionali dei prezzi al consumo (per l'Italia l'indice dei prezzi al consumo per le famiglie di operai e impiegati) per i paesi della UE, con esclusione del Lussemburgo; media ponderata utilizzando come pesi le medie dei consumi finali valutati in una stessa moneta nel periodo 1993-95.

1997 (fig. 29). Dal sondaggio condotto dall'Isco presso le famiglie emerge che la quota di quante si attendono un'inflazione in aumento nei successivi dodici mesi è lievemente salita nella seconda metà del 1997 (fig. 30), soprattutto dopo l'attuazione della manovra sull'IVA agli inizi dello scorso ottobre; nelle indagini dell'inizio del 1998 le attese sono tornate a migliorare.

I sondaggi effettuati da *Consensus Forecasts* presso gli operatori professionali mostrano la progressiva riduzione dell'inflazione al consumo attesa per il 1998 in Italia. In base all'indagine condotta nella prima metà dello scorso febbraio, tali aspettative si collocano su un livello, 2 per cento, inferiore a quello previsto per la media dei paesi della UE, leggermente superiore alle attese per la Germania e per la Francia (fig. 31). Le prime indicazioni sul 1999, contenute nell'indagine condotta in gennaio, segnalano per il nostro paese aspettative d'inflazione pressoché stabili sui livelli attesi per l'anno in corso.

Fig. 32

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



(1) Tassi a termine con scadenza a 1 anno relativi all'orizzonte fra 9 e 10 anni, calcolati sulla base dei tassi sugli swap d'interesse in lire e in marchi sull'euromercato. Medie mensili di dati giornalieri; il dato di febbraio 1988 si riferisce alla media delle prime due decadi del mese. - (2) Scala di sinistra. - (3) Punti percentuali. Scala di destra.

Indicazioni circa il carattere duraturo attribuito dagli operatori al processo di disinflazione in corso si colgono nell'andamento del tasso d'interesse a termine sull'orizzonte compreso fra nove e dieci anni. Esso è sceso in febbraio su livelli minimi sia in assoluto (6,3 per cento), sia nei confronti del corrispondente rendimento in marchi, rispetto al quale il differenziale è ormai nullo (fig. 32).

La finanza pubblica

I risultati nel 1997

I conti pubblici dell'Italia hanno registrato nel 1997 un netto progresso nonostante la crescita moderata dell'economia: in base ai dati diffusi dall'Istat, l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche è risultato pari a 52.200 miliardi, il 2,7 per cento del PIL, valore inferiore al limite del 3 per cento previsto nel Trattato di Maastricht. Rispetto al 1996, il rapporto tra il disavanzo e il prodotto si è ridotto di quattro punti percentuali. È divenuto più rapido il processo di riduzione del rapporto tra il debito pubblico e il PIL; tale rapporto è passato dal 124,0 per cento del 1996 al 121,6 per cento (tav. 13).

Tav. 13

Indebitamento netto e debito delle Amministrazioni pubbliche (miliardi di lire)

VOCI	1995	1996	1997
Indebitamento netto	136.377	125.148	52.220
in % del PIL	7,7	6,7	2,7
Avanzo primario	64.755	77.214	132.943
in % del PIL	3,7	4,1	6,8
Spesa per interessi	201.132	202.362	185.163
in % del PIL	11,3	10,8	9,5
Debito in % del PIL	124,2	124,0	121,6

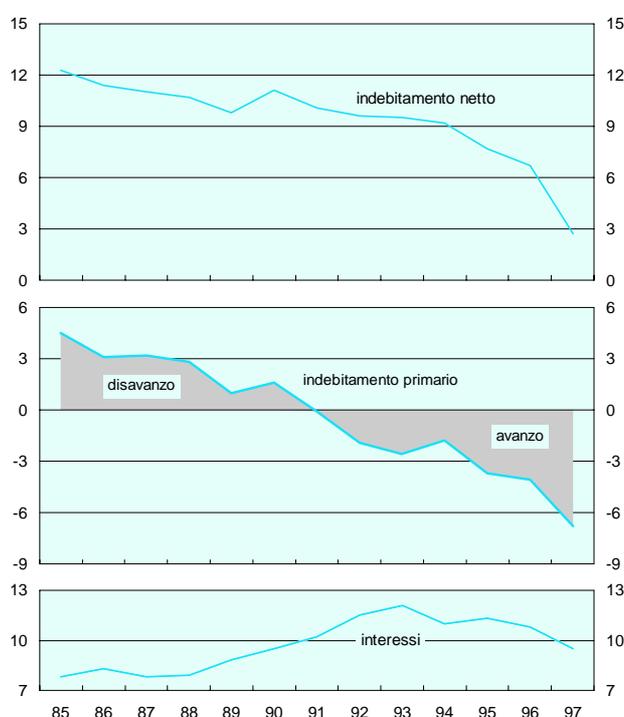
Fonte: per l'indebitamento netto e per le sue componenti, elaborazioni su dati Istat.

Il risultato indicato per l'indebitamento netto, che esclude le entrate fiscali connesse con la vendita di oro da parte dell'UIC alla Banca d'Italia, è stato conseguito per effetto sia dell'innalzamento dell'avanzo primario, sia della riduzione della spesa per interessi. Grazie alla considerevole azione correttiva, l'avanzo primario è salito dal 4,1 per cento del PIL nel 1996 (77.200 miliardi) al 6,8 nel 1997 (132.900 miliardi).

Il calo dei rendimenti in lire ha reso possibile una riduzione della spesa per interessi (dal 10,8 al 9,5 per cento del PIL; fig. 33).

Fig. 33

Indebitamento netto, indebitamento primario e spesa per interessi delle Amministrazioni pubbliche (in percentuale del PIL)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

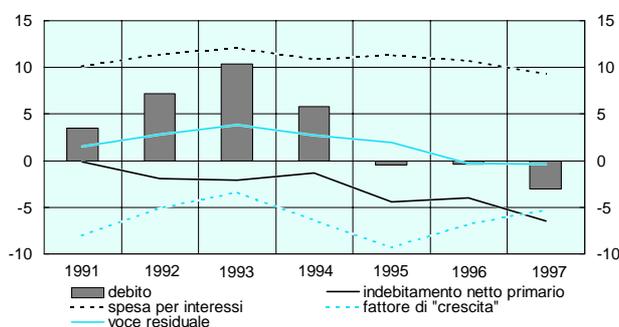
Gli effetti della manovra correttiva possono essere stimati in circa tre punti percentuali del prodotto, valore solo leggermente inferiore ai programmi. Gli interventi hanno interessato principalmente le entrate, la cui incidenza sul PIL si è innalzata dal 46,5 per cento del 1996 al 48,8, valore analogo al punto di massimo toccato nel 1993 e superiore di circa due punti percentuali alla media della UE. Il contributo fornito dalla riduzione delle spese all'ampliamento dell'avanzo primario è stato limitato: il rapporto tra uscite al netto degli interessi e PIL è diminuito di 0,3

punti percentuali, al 42,0 per cento. Le spese in conto capitale sono diminuite dal 4,0 al 3,5 per cento del prodotto; quelle correnti al netto degli interessi sono invece cresciute dal 38,3 al 38,5 per cento del PIL.

La riduzione dell'indebitamento netto dovuta a misure di natura temporanea è stimabile in circa un punto percentuale del PIL.

Fig. 34

Variazione del rapporto tra il debito delle Amministrazioni pubbliche e il PIL e sue determinanti (1)
(punti percentuali)



(1) La variazione del rapporto debito/PIL può essere scomposta in: indebitamento primario in rapporto al PIL, ove un valore negativo indica un avanzo primario; spesa per interessi in rapporto al PIL; fattore di "crescita", ottenuto moltiplicando il rapporto debito/PIL dell'anno precedente per il tasso di crescita del prodotto in termini nominali; voce residuale, anch'essa in rapporto al PIL, composta principalmente dagli scarti all'emissione dei titoli pubblici, dagli effetti della variazione del cambio sul debito in valuta, dalle dismissioni, dalle regolazioni di debiti pregressi e dalle partite finanziarie.

La flessione di 2,4 punti percentuali dell'incidenza del debito pubblico sul PIL fa seguito a quella di quasi un punto registrata nel complesso dei due anni precedenti (fig. 34). A questo risultato hanno contribuito gli introiti derivanti dalla privatizzazione di imprese pubbliche. In senso opposto hanno agito la più contenuta crescita del PIL nominale e l'aumento del controvalore in lire del debito denominato in valuta estera, derivante in particolare dall'apprezzamento del dollaro.

Le imposte dirette - che non includono l'imposta straordinaria a carico delle persone fisiche e il prelievo sui trattamenti di fine rapporto, previsti nella manovra per il 1997 ed entrambi classificati tra le entrate in conto capitale - hanno segnato un incremento del 9,0 per cento, più che doppio rispetto a quello del PIL nominale (4,2 per cento). Esso è scaturito dalla sostenuta dinamica delle retribuzioni, determinata dall'entrata in vigore di importanti rinnovi contrattuali, oltre

che dagli effetti della manovra di bilancio per il 1997 (cfr.: *Bollettino Economico*, n. 28, 1997). Le imposte indirette sono cresciute del 7,7 per cento e i contributi sociali del 6,8 per cento; hanno influito le misure di bilancio, la ripresa dell'attività produttiva e l'inasprimento delle aliquote dell'IVA attuato all'inizio di ottobre.

Complessivamente, la pressione fiscale, calcolata includendo i tributi diretti e indiretti, i contributi sociali e le imposte in conto capitale, è risultata nel 1997 pari al 44,3 per cento, contro il 42,4 del 1996.

L'azione correttiva sulla spesa si è principalmente basata sulla riduzione dei trasferimenti agli enti decentrati e alle imprese di pubblica utilità e sul contenimento delle erogazioni nei settori della sanità e del pubblico impiego. Secondo le informazioni disponibili, l'andamento della spesa primaria appare sostanzialmente coerente con i programmi, così come desumibili dalla *Relazione trimestrale di cassa* dell'aprile 1997, il primo documento ufficiale che incorporava le revisioni contabili apportate in conformità delle decisioni dell'Eurostat (cfr.: *Bollettino Economico*, n. 28, 1997) e la stima degli effetti della manovra per tale anno.

Un contributo al contenimento della spesa è derivato dalle restrizioni agli impegni e alle autorizzazioni di cassa del bilancio dello Stato, dai limiti ad alcuni tipi di spesa degli enti locali e dai vincoli ai prelievi degli enti decentrati dai propri conti presso la tesoreria statale. Si è stabilito, al contempo, che il bilancio dello Stato non trasferisse fondi a tali conti qualora le disponibilità eccedessero determinate soglie; ne è derivata una forte flessione dei mezzi prontamente spendibili (cfr. *Bollettino Economico*, n. 29, 1997). L' incisiva azione sulle uscite di cassa ha determinato, pur in presenza dei ricordati limiti agli impegni, un'espansione dei residui passivi, sia nel bilancio dello Stato sia, presumibilmente, in quello degli enti decentrati. Il Governo ha recentemente preso provvedimenti volti a ridurre la consistenza di tali residui e a modificare i meccanismi che ne regolano sia la formazione sia la trasferibilità da un esercizio all'altro.

La spesa delle Amministrazioni pubbliche, al netto degli interessi, è aumentata del 3,4 per cento, valore inferiore a quello del 1996 (6,0 per cento) e all'espansione del prodotto nominale osservata nel 1997. Il ri-

sultato risente tuttavia della caduta, del 9 per cento circa, delle uscite in conto capitale, in conseguenza del calo dei contributi agli investimenti e dell'azzeramento dei rimborsi dei crediti d'imposta. Le spese correnti al netto degli interessi sono aumentate del 4,7 per cento.

A fronte di una dinamica moderata dei consumi intermedi delle Amministrazioni pubbliche e di una riduzione dei contributi alla produzione, le spese per prestazioni sociali hanno registrato una crescita superiore all'espansione del prodotto nominale. Nonostante il freno posto dalle riforme introdotte dal 1992, esse sono aumentate del 6,2 per cento (dal 19,2 al 19,6 per cento del PIL). I redditi da lavoro dipendente nel settore pubblico sono aumentati del 5,3 per cento; parte dell'incremento è attribuibile all'inasprimento delle aliquote degli oneri sociali dovuti dal datore di lavoro pubblico. Correggendo i dati per talune appostazioni contabili, l'incremento delle retribuzioni unitarie nelle Amministrazioni pubbliche può essere stimato nel 4,3 per cento (cfr. il riquadro: *L'andamento delle principali poste del conto delle Amministrazioni pubbliche*).

Tav. 14

Saldi finanziari del settore statale
(miliardi di lire)

VOCI	1995	1996	1997 (1)
<i>Saldi finanziari al netto di regolazioni e dismissioni:</i>			
Fabbisogno	126.867	128.934	52.693
in % del PIL	7,2	6,9	2,7
Avanzo primario	66.446	63.632	126.331
in % del PIL	3,7	3,4	6,5
<i>Per memoria:</i>			
Regolazioni di debiti pregressi	4.085	13.502	-409
Dismissioni	8.354	6.226	21.179

(1) Dati provvisori.

Il fabbisogno di finanziamento del settore statale, al netto delle regolazioni di debiti pregressi e dei proventi delle privatizzazioni, è stato di 52.700 miliardi, con una riduzione di circa 76.000 miliardi

rispetto all'anno precedente (tav. 14). Il Tesoro ha potuto limitare drasticamente il ricorso al finanziamento in titoli sul mercato interno. La politica di emissione ha mirato a un ulteriore allungamento della scadenza media del debito pubblico. È stato fortemente ridotto il ricorso ai BOT; nell'ambito dei collocamenti netti di titoli a medio e a lungo termine è diminuita la quota dei CCT (cfr. il capitolo: *La politica monetaria, gli intermediari e i mercati finanziari*). La modifica della composizione dello stock di titoli pubblici in favore dei BTP, realizzata negli anni più recenti, ha ridotto la sensibilità della spesa per interessi alle fluttuazioni dei rendimenti in lire: attualmente, la variazione di un punto percentuale dei tassi determina nell'arco di un anno una variazione della spesa per interessi dell'ordine di 0,3 punti percentuali del PIL.

La politica di bilancio nel 1997

L'obiettivo di contenere entro il 3 per cento il rapporto tra l'indebitamento netto e il PIL è stato perseguito impostando, nella legge finanziaria e nei relativi provvedimenti di accompagnamento, una manovra correttiva delle tendenze del bilancio di 46.500 miliardi, di cui 28.000 riguardanti misure di aumento delle entrate.

L'azione di bilancio è stata completata alla fine di marzo del 1997 con l'introduzione di misure integrative per circa 16.000 miliardi, in presenza di un'evoluzione della congiuntura più sfavorevole del previsto e di una valutazione più cauta degli effetti delle misure contenute nella legge finanziaria. La correzione complessiva programmata per il 1997 è risultata pertanto di 62.500 miliardi; di questi, 38.000 riguardavano provvedimenti di aumento delle entrate e 24.000 misure di riduzione delle spese. Le revisioni contabili hanno implicato una ulteriore riduzione dell'indebitamento netto dell'ordine di 16.000 miliardi.

Secondo le informazioni disponibili, il risultato complessivo dei provvedimenti correttivi sarebbe di poco inferiore ai programmi; la differenza riguarderebbe principalmente le entrate, in particolare quelle relative all'imposta straordinaria sulle persone fisiche e al prelievo sui trattamenti di fine rapporto.

L'andamento delle principali poste del conto delle Amministrazioni pubbliche
Le spese

Secondo i dati di preconsuntivo elaborati dall'Istat, nel 1997 le spese complessive delle Amministrazioni pubbliche sono risultate pari a quasi 1.005.000 miliardi, con un aumento dell'1,0 per cento rispetto all'anno precedente (l'incidenza sul PIL è scesa dal 53,1 al 51,5 per cento). A fronte di una riduzione dell'8,5 per cento degli oneri per interessi, le altre poste di spesa sono complessivamente aumentate del 3,4 per cento (6,0 per cento nel 1996), segnando una leggera flessione in rapporto al PIL (dal 42,3 al 42,0 per cento).

La notevole diminuzione dell'onere per interessi (-17.200 miliardi), che era rimasto sostanzialmente stabile tra il 1995 e il 1996, non riflette ancora appieno la riduzione dei tassi all'emissione registrata nel 1996 e risente solo marginalmente dell'ulteriore calo del 1997 (il tasso medio lordo sulle tre scadenze dei BOT è sceso dal 10,5 per cento del dicembre 1995 al 6,7 per cento del dicembre 1996 e al 4,9 per cento del dicembre del 1997). Un contributo al contenimento delle spese è derivato dai notevoli rimborsi netti di BOT (circa 83.000 miliardi), per i quali la contabilizzazione degli interessi avviene all'emissione.

Per quanto riguarda le uscite primarie, alla forte flessione dei contributi agli investimenti e alla produzione (-10,0 per cento) si sono contrapposti tassi di crescita relativamente elevati per le prestazioni sociali (6,2 per cento), i redditi da lavoro dipendente (5,3 per cento) e gli investimenti (7,4 per cento). Un calo significativo hanno registrato le altre uscite in conto capitale (da quasi 8.600 miliardi nel 1996 a circa 1.800 nel 1997), in conseguenza del sostanziale azzeramento dei rimborsi in titoli dei crediti d'imposta.

L'incidenza delle prestazioni sociali sul PIL è cresciuta dal 19,2 al 19,6 per cento. La dinamica delle erogazioni (6,2 per cento, dal 7,5 per cento del 1996) è stata sostenuta dall'espansione degli esborsi per pensioni, mentre le spese per il sostegno del reddito dei lavoratori disoccupati e per le indennità di fine rapporto dovrebbero essere rimaste sostanzialmente stabili. Sulla spesa per pensioni, oltre all'adeguamento annuale alla variazione dei prezzi, hanno inciso l'elevato flusso dei pensionamenti per anzianità e la dinamica degli esborsi delle gestioni per i dipendenti pubblici e i lavoratori autonomi.

Il tasso di crescita della spesa relativa ai redditi da lavoro dipendente si è ridotto, dall'8,4 per cento del 1996 al 5,3. Sull'incremento del 1997 ha influito il cospicuo aumento (12 per cento) degli oneri sociali versati dalle Amministrazioni pubbliche, derivante sia dall'armonizzazione delle aliquote contributive stabilita nel quadro della riforma del sistema pensionistico, sia dall'aumento dell'importo del versamento all'INPDAP, a pareggio della gestione di tale ente. Le retribuzioni unitarie lorde dei dipendenti delle Amministrazioni pubbliche hanno registrato un incremento dell'ordine del 2,8 per cento; sulla dinamica hanno influito i versamenti straordinari effettuati nel 1996 dalle Amministrazioni statali, relativi a contributi sociali a carico dei lavoratori di competenza di esercizi precedenti; al netto di tali versamenti, assenti nel

Entrate e uscite delle Amministrazioni pubbliche

(miliardi di lire; variazioni percentuali)

VOCI	1996	1997	1996	1997
			1995	1996
USCITE				
Redditi da lavoro dipendente	218.039	229.494	8,4	5,3
Consumi intermedi	87.148	88.537	5,2	1,6
Prestazioni sociali	360.039	382.524	7,5	6,2
Contributi alla produzione	29.214	27.244	4,9	-6,7
Interessi passivi	202.362	185.163	0,6	-8,5
Altre uscite	23.699	24.004	28,1	1,3
Uscite correnti	920.501	936.966	6,2	1,8
in % del PIL	49,2	48,0		
Uscite correnti al netto degli interessi	718.139	751.803	7,9	4,7
in % del PIL	38,3	38,5		
Investimenti	42.524	45.656	9,7	7,4
Contributi agli investimenti	23.600	20.314	0,2	-13,9
Altre spese in c/capitale ..	8.581	1.816	-57,6	-78,8
Uscite in c/capitale ...	74.705	67.786	-9,5	-9,3
TOTALE USCITE	995.206	1.004.752	4,9	1,0
in % del PIL	53,1	51,5		
Totale uscite al netto degli interessi	792.844	819.589	6,0	3,4
in % del PIL	42,3	42,0		
ENTRATE				
Imposte dirette	284.344	309.855	9,5	9,0
Imposte indirette	221.463	238.521	5,7	7,7
Contributi sociali	282.796	301.889	8,0	6,8
Altre entrate correnti	72.430	84.069	8,7	16,1
Entrate correnti	861.033	934.334	7,9	8,5
in % del PIL	46,0	47,9		
Entrate in c/capitale ..	9.025	18.198	-39,3	101,6
TOTALE ENTRATE	870.058	952.532	7,1	9,5
in % del PIL	46,5	48,8		
Indebitamento netto ..	125.148	52.220	-8,2	-58,3
in % del PIL	6,7	2,7		
Avanzo primario	77.214	132.943	19,2	72,2
in % del PIL	4,1	6,8		
Per memoria:				
PIL	1.872.635	1.950.680	5,7	4,2

Fonte: elaborazioni su dati Istat.

continua ►

1997, la crescita delle retribuzioni unitarie può essere stimata nel 4,3 per cento. Il numero dei dipendenti dovrebbe avere segnato un'ulteriore flessione (circa 1,0 per cento); rispetto al livello massimo registrato nel 1992, la riduzione è di circa 4,5 punti percentuali.

La diminuzione dei contributi alla produzione, di quelli agli investimenti e la sostanziale stazionarietà dei consumi intermedi riflettono le caratteristiche dell'azione correttiva intrapresa nel 1997. I controlli sui pagamenti di cassa del bilancio dovrebbero aver inciso in particolare sui consumi intermedi dello Stato. Sulle prime due voci, invece, ha inciso la riduzione dei trasferimenti di bilancio alle imprese pubbliche (in particolare, alle ex aziende autonome e all'AIMA) le quali, conseguentemente, hanno fatto ricorso alle disponibilità liquide detenute presso la tesoreria statale e presso il sistema bancario, riducendole sensibilmente. Per quanto riguarda i contributi alla produzione, la caduta è stata contenuta dal versamento alle Ferrovie di un contributo destinato al loro Fondo pensioni. L'erogazione non ha peraltro inciso sull'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche dato che le Ferrovie hanno poi riversato il trasferimento al Fondo pensioni destinatario.

L'incremento della spesa per investimenti (7,4 per cento, contro il 9,7 del 1996) riflette la crescita delle erogazioni delle Amministrazioni locali a fronte di una riduzione di quelle dello Stato. L'incidenza sul PIL è rimasta pressoché invariata rispetto all'anno precedente.

Le entrate

Le entrate delle Amministrazioni pubbliche sono cresciute nel 1997 del 9,5 per cento. Le poste di parte corrente sono aumentate di oltre 73.000 miliardi (l'8,5 per cento); quelle in conto capitale di circa 9.000, principalmente a causa delle elevate imposte straordinarie. L'incidenza delle entrate correnti sul PIL è aumentata di quasi due punti percentuali; a tale andamento hanno contribuito tutte le principali voci. A fronte di una crescita del PIL nominale del 4,2 per cento, le imposte dirette sono aumentate del 9 per cento, quelle indirette del 7,7 per cento, i contributi sociali del 6,8 per cento, le altre entrate correnti del 16,1 per cento. La dinamica di queste ultime è stata influenzata, per circa i due terzi, dal ricordato versamento al Fondo pensioni del personale delle Ferrovie.

L'incidenza delle imposte dirette sul PIL è salita dal 15,2 per cento del 1996 al 15,9 del 1997. L'Irpef, il cui gettito è aumentato di quasi il 9 per cento, ha risentito dell'espansione della base imponibile retributiva, della limitata restituzione del drenaggio fiscale e della riduzione della deducibilità delle spese mediche e degli interessi sui mutui. La dinamica del gettito dell'Irpeg e dell'Ilor riflette l'aumento della competenza del 1996 connesso con la revisione della deducibilità di alcune spese e con l'elevata consistenza degli utili su titoli realizzati nel settore creditizio per effetto della riduzione dei tassi di interesse. Nella stessa direzione ha influito l'aumento della misura dell'acconto attuato in occasione della revisione dell'imposi-

zione sui redditi obbligazionari detenuti dalle persone giuridiche. Il gettito dell'imposta sostitutiva si è ridotto di oltre l'11 per cento, risentendo sia dell'abolizione del prelievo sui redditi obbligazionari percepiti dalle persone giuridiche, sia della riduzione dei tassi di interesse.

Nell'ambito dell'imposizione indiretta, la cui incidenza sul PIL è passata dall'11,8 al 12,2 per cento, il gettito delle tasse e delle imposte sugli affari è aumentato del 7,3 per cento. Il gettito dell'IVA, cresciuto di oltre il 5 per cento, oltre a risentire della ripresa dell'attività economica, è stato influenzato dalla revisione delle aliquote operata dal 1° ottobre 1997. Il gettito delle altre imposte sugli affari si è accresciuto per effetto dell'introduzione, dal 1997, di un versamento a carico dei concessionari della riscossione. Le entrate relative alle imposte sulla produzione e sul consumo sono aumentate di poco più del 2 per cento, nonostante la diminuzione, nella prima metà dell'anno, del gettito dell'imposta sulla fabbricazione degli oli minerali dovuta alla flessione dei consumi. Gli introiti relativi al lotto e alle lotterie sono aumentati di quasi il 21 per cento, beneficiando dell'introduzione delle giocate infrasettimanali. Sostanzialmente invariati sono invece rimasti i proventi dei monopoli.

L'incidenza dei contributi sociali sul PIL è salita dal 15,1 per cento del 1996 al 15,5 per cento. A fronte di una dinamica degli imponibili in linea con quella del PIL, l'innalzamento della pressione contributiva è derivato dagli inasprimenti stabiliti per il lavoro dipendente, pubblico e privato, e per il lavoro autonomo. I proventi delle misure di condono contributivo si sono ridotti, da oltre 3.500 a poco più di 2.000 miliardi. All'incremento degli oneri sociali sul lavoro dipendente privato, stimabile in poco più del 5 per cento, ha contribuito la riduzione degli sgravi contributivi previdenziali per le imprese operanti nel Mezzogiorno (di 4,6 punti percentuali) e della quota fiscalizzata dei contributi sanitari (diversificata per settori produttivi e aree regionali). I fattori sottostanti l'elevata crescita del gettito contributivo riguardante il pubblico impiego (12 per cento) sono analizzati nel precedente commento sui redditi da lavoro dipendente. Le contribuzioni sul lavoro autonomo avrebbero registrato un incremento di poco inferiore all'8 per cento, per effetto dell'innalzamento dell'aliquota legale dovuta da artigiani e commercianti e dell'entrata a regime dell'aliquota di finanziamento della nuova gestione dell'INPS per i lavoratori "parasubordinati".

Le entrate in conto capitale sono pressoché raddoppiate (da 9.000 a 18.200 miliardi circa) per effetto del "contributo straordinario per l'Europa", il cui gettito, sebbene inferiore alle attese, è stato pari a 11.400 miliardi, di cui 6.600 derivanti dall'anticipo d'imposta sul TFR da parte delle imprese e 4.800 dall'imposta straordinaria a carico delle persone fisiche.

La pressione fiscale, definita come l'incidenza sul PIL della somma delle imposte dirette e indirette, dei contributi sociali e delle imposte in conto capitale, è aumentata di quasi due punti percentuali, passando dal 42,4 al 44,3 per cento.

Tav. 15

**Conto delle Amministrazioni pubbliche
nei principali paesi della UE (1)
(in percentuale del PIL)**

PAESI	1985	1989	1991	1993	1997
Italia					
Entrate	38,7	41,8	43,6	48,1	48,6
Uscite primarie	43,2	42,8	43,5	45,5	41,8
Indebitamento primario	4,5	1,0	-0,1	-2,6	-6,8
Spesa per interessi ..	7,8	8,8	10,2	12,1	9,5
Indebitamento netto .	12,3	9,8	10,1	9,5	2,7
Germania (2)					
Entrate	46,1	45,2	44,9 (44,4)	46,4	45,2
Uscite primarie	44,3	42,4	45,5 (45,0)	46,6	44,6
Indebitamento primario	-1,8	-2,8	0,6 (0,6)	-0,1	-0,7
Spesa per interessi ..	3,0	2,7	2,7 (2,8)	3,3	3,7
Indebitamento netto .	1,2	-0,1	3,3 (3,4)	3,2	2,7
Francia					
Entrate	50,2	49,1	49,5	50,1	51,4
Uscite primarie	50,1	47,6	48,6	52,5	50,8
Indebitamento primario	0,0	-1,5	-0,8	2,4	-0,7
Spesa per interessi ..	2,9	2,7	2,9	3,4	3,8
Indebitamento netto .	2,9	1,2	2,1	5,8	3,0
Regno Unito					
Entrate	41,5	39,5	38,4	36,0	38,2
Uscite primarie	39,3	34,8	38,0	41,0	36,9
Indebitamento primario	-2,2	-4,8	-0,5	5,0	-1,3
Spesa per interessi ..	5,0	3,8	2,8	2,9	3,3
Indebitamento netto .	2,8	-1,0	2,3	7,9	1,9
Media UE					
Entrate	44,7	44,6	45,0	46,1	46,2
Uscite primarie	44,5	42,3	44,4	46,9	44,0
Indebitamento primario	-0,2	-2,3	-0,6	0,7	-2,5
Spesa per interessi ..	4,9	4,6	4,8	5,6	5,2
Indebitamento netto .	4,7	2,4	4,2	6,3	2,4

Fonte: per l'Italia, elaborazioni su dati Istat. Per gli altri paesi, Commissione della UE (previsioni autunno 1997); per il solo indebitamento netto del 1997, comunicati del febbraio 1998 degli istituti statistici nazionali. Per tale anno il saldo non è pertanto coerente con le altre poste.

(1) Per favorire il confronto internazionale sono state apportate modifiche ai dati ufficiali: in particolare, le entrate non comprendono quelle in conto capitale diverse dalle imposte, che vengono sottratte alle uscite primarie. Per l'indebitamento il segno (-) indica un avanzo. - (2) I dati fino al 1989 incluso si riferiscono alle regioni occidentali; per queste ultime, i dati relativi al 1991 sono riportati in parentesi.

I risultati del bilancio pubblico nel 1997 beneficiano di introiti aggiuntivi, per circa 1.400 miliardi, determinati dall'aumento delle aliquote dell'IVA, in vigore dall'ultimo trimestre dell'anno. Pur trattandosi di un provvedimento programmato nell'ambito della manovra di bilancio per il 1998, la data di decorrenza veniva fissata al 1° ottobre 1997 per sostenere la dinamica delle entrate. Un ulteriore contributo è provenuto da una crescita dell'attività produttiva negli ultimi mesi del 1997 superiore a quella prevista.

I saldi di bilancio hanno riflesso anche misure di natura temporanea, i cui effetti complessivi di riduzione del disavanzo sono valutabili, come ricordato, in circa l'1 per cento del prodotto. I provvedimenti temporanei contenuti nella manovra correttiva hanno ridotto l'indebitamento netto di un importo dell'ordine di 1,1 punti percentuali del prodotto. Per circa due terzi si tratta di misure che non avranno riflessi nei prossimi anni (principalmente il ricordato prelievo sui redditi assoggettati all'Irpef); per la parte rimanente si tratta di provvedimenti con effetti negativi sui saldi negli anni successivi (il prelievo sui trattamenti di fine rapporto). Il disavanzo del 1997 è stato ampliato, per un importo pari a circa 0,1 punti percentuali del PIL, da riduzioni di entrate derivate da provvedimenti emanati negli anni precedenti che esauriscono i propri effetti nei prossimi anni (una parte della fiscalizzazione degli oneri sociali in favore delle imprese operanti nel Mezzogiorno e gli incentivi di natura fiscale agli investimenti).

I conti pubblici nei principali paesi della UE

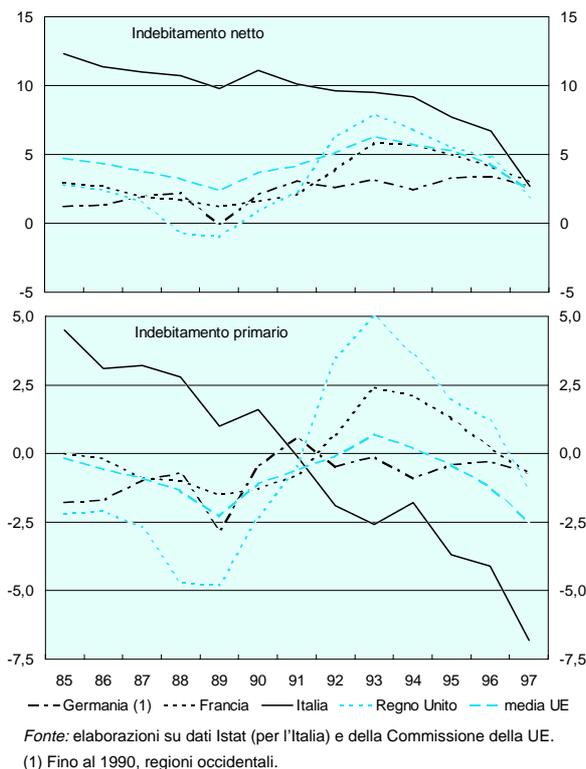
Nel 1991, anno in cui vennero fissati a Maastricht i valori dei parametri di convergenza, l'Italia aveva un indebitamento netto superiore al 10 per cento del PIL. In Francia e nel Regno Unito i disavanzi pubblici in rapporto al prodotto si collocavano al di sotto del 3 per cento; in Germania sul 3,3 (tav. 15). Le tendenze, all'interno delle quali si inserivano i risultati del 1991, erano tuttavia diverse.

In Italia, a fronte di una sostanziale stabilità dell'indebitamento netto in rapporto al PIL, si registrava, dalla metà degli anni ottanta, un progressivo miglioramento del saldo al netto degli interessi, con-

nesso con l'incremento della pressione fiscale; la spesa primaria risultava sostanzialmente costante come quota del PIL. Dalla fine degli anni ottanta, i saldi pubblici negli altri tre maggiori paesi, da una posizione di sostanziale equilibrio, registravano invece, con intensità diversa, un peggioramento (fig. 35). Su tale evoluzione influivano il rallentamento dell'attività economica - manifestatosi con anticipo nel Regno Unito - e, in Germania, anche il costo del processo di riunificazione del paese. In questa fase si registrava nei tre paesi una crescita della spesa primaria in rapporto al PIL (fig. 36), a cui si associava, nel Regno Unito, la prosecuzione della tendenza alla riduzione dell'incidenza delle entrate (fig. 37); aumentava la spesa per interessi.

Fig. 35

Indebitamento netto e indebitamento primario nei principali paesi della UE (in percentuale del PIL)

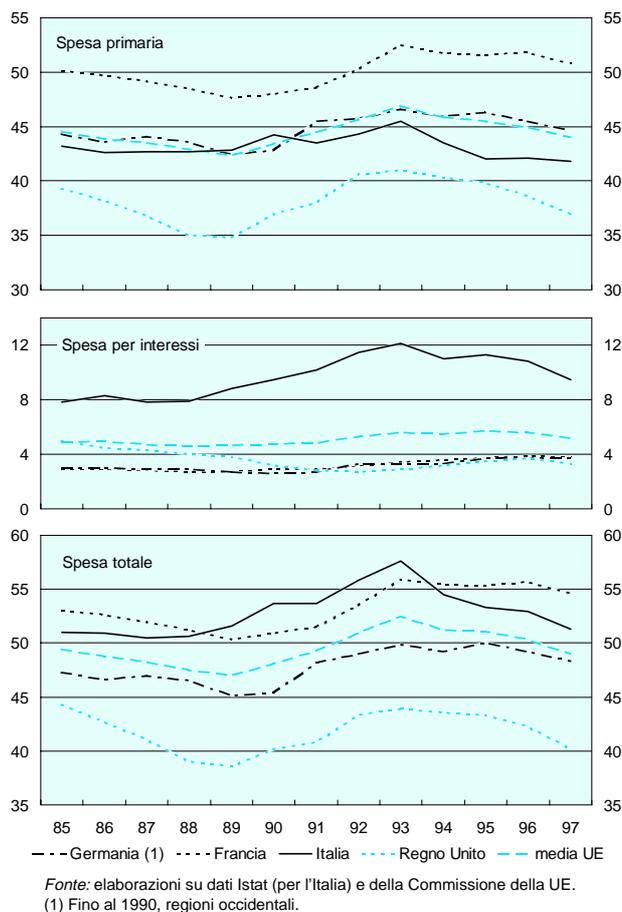


Nel 1993 in Italia l'azione di riequilibrio dei conti pubblici si intensificava. In presenza di fortissime tensioni sui mercati valutari e finanziari, venivano introdotte misure che miravano a riportare sotto con-

trollo il disavanzo pubblico e, sul piano strutturale, a porre un freno alla tendenza espansiva della spesa nei principali comparti. Negli altri maggiori paesi europei proseguiva il peggioramento dei saldi.

Fig. 36

Spesa primaria, spesa per interessi e totale della spesa nei principali paesi della UE (in percentuale del PIL)

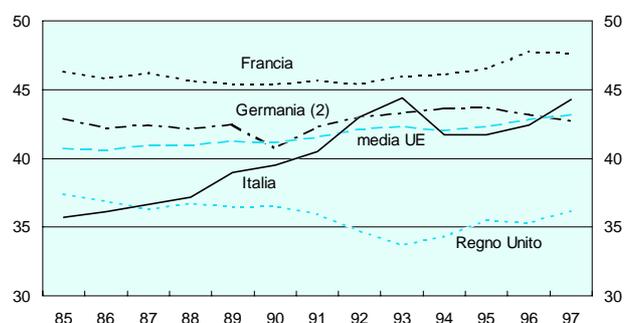


Negli anni successivi, grazie all'intensità delle azioni correttive e a condizioni economiche divenute più favorevoli, nel nostro paese l'incidenza dei disavanzi ha continuato a flettere, anche se i progressi non sono risultati uniformemente distribuiti nel tempo. Miglioramenti si sono registrati anche negli altri paesi europei.

Nel Regno Unito la fase di peggioramento dei conti pubblici si è interrotta dal 1994; i disavanzi del bilancio si sono riportati sui livelli osservati all'inizio degli anni novanta, intorno al 2 per cento del prodotto.

Fig. 37

**Pressione fiscale
nei principali paesi della UE (1)**
(in percentuale del PIL)



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

(1) La pressione fiscale è calcolata includendo le entrate tributarie, i contributi sociali e le imposte in conto capitale. - (2) Fino al 1990, regioni occidentali.

Vi hanno concorso l'aumento della quota delle entrate sul PIL e il rientro di quella della spesa dai picchi osservati nel 1993. Anche in Francia il disavanzo pubblico, dal 1994, si è ridotto, per effetto sia di un aumento delle entrate, sia di una riduzione delle spese primarie, entrambe rapportate al PIL; nel 1997 il disavanzo pubblico si è allineato al parametro di convergenza. In Germania, dove nel 1993 il rapporto tra indebitamento netto e PIL non era lontano dal 3 per cento, il conseguimento nel 1997 di un valore del 2,7 per cento ha riflesso, in presenza di un calo dell'incidenza delle entrate e di un aggravio dell'onere per interessi, una riduzione del peso delle spese primarie di due punti percentuali.

In Italia, l'azione volta al riequilibrio dei saldi di bilancio ha profondamente modificato le quote sul prodotto delle principali grandezze della finanza pubblica. Rispetto alla metà degli anni ottanta, l'incidenza delle entrate risulta nel 1997 accresciuta di circa dieci punti percentuali, collocandosi ora al di sopra della media della UE di circa due punti percentuali. Le uscite primarie in rapporto al PIL sono diminuite, nello stesso arco di tempo, di 1,4 punti; esse risultano inferiori al valore medio registrato nella UE. Nonostante il forte calo osservato dal 1993, la spesa per interessi in rapporto al PIL, per effetto dell'accumulo del debito, eccede di 1,7 punti quella osservata nel 1985 e di quattro punti circa la media della UE.

In Germania e Francia, invece, al di là delle fluttuazioni di più breve periodo, si osservano mutamenti nel complesso limitati dell'incidenza delle entrate e delle uscite primarie sul PIL; è tuttavia aumentata in entrambi i paesi quella della spesa per interessi.

Nel Regno Unito - a differenza degli altri tre principali paesi europei - si è ridotta la dimensione del bilancio pubblico. Il rapporto tra le entrate e il prodotto è sceso dal 1985 di oltre tre punti percentuali, al 38 per cento circa, valore di otto punti percentuali inferiore alla media della UE.

La politica monetaria, gli intermediari e i mercati finanziari

Nel corso del 1997 le condizioni monetarie sono divenute meno restrittive, a mano a mano che si consolidava, in un quadro di ripresa produttiva, il processo di disinflazione - confermato dal miglioramento delle aspettative - e che l'andamento dei conti pubblici si mostrava coerente con i programmi del Governo.

La cautela seguita nell'allentamento delle condizioni monetarie ha contribuito a contenere le tensioni inflazionistiche derivanti dall'apprezzamento del dollaro, dalla dinamica sostenuta del costo del lavoro e dall'aggravio dell'imposizione indiretta; ha frenato la crescita eccessiva degli aggregati monetari; ha favorito un'ulteriore riduzione del differenziale tra i tassi a lungo termine italiani e quelli dei principali paesi europei. I mercati finanziari e valutari del nostro paese hanno risentito solo marginalmente delle turbolenze determinate dalla crisi asiatica e da avvenimenti politici, interni e internazionali. La lira si è mantenuta lievemente apprezzata rispetto alla parità centrale con il marco.

La crescente fiducia nel miglioramento delle condizioni di fondo della nostra economia da parte dei mercati internazionali, favorita anche dal prudente indirizzo della politica monetaria, ha stimolato la domanda di titoli di Stato, particolarmente di BTP, degli operatori non residenti. Il rendimento dei titoli decennali, portatosi da febbraio del 1997 al di sotto della soglia di convergenza stabilita dal Trattato di Maastricht, era alla fine dell'anno inferiore di quasi un punto percentuale a quella soglia. Il differenziale con i corrispondenti tassi tedeschi è sceso durante il 1997 da 1,8 a 0,3 punti percentuali; alla fine di febbraio era pari a 0,4 punti. Sul finire dello scorso anno, il differenziale tra i tassi d'interesse a termine italiani e tedeschi si è quasi annullato per gli orizzonti temporali successivi al 1° gennaio 1999; il cambio a termine fra la lira e il marco relativo a tale data si è portato in prossimità della parità centrale dello SME. Il riemergere, in gennaio, di elementi di incertezza sulla UEM ha determinato un moderato rialzo dei differenziali a termine e un lieve deprezzamento della lira.

È proseguita lungo tutto il corso dell'anno la riduzione dei tassi di interesse bancari. Il tasso medio sui prestiti a breve termine in lire è sceso, rispetto alla fine del 1996, di quasi quattro punti percentuali in termini reali e di 1,8 punti in termini nominali; il tasso nominale sui depositi è diminuito in misura equivalente.

La moneta M2 è cresciuta nel 1997 del 9,8 per cento, valore in linea con il preconsuntivo predisposto alla fine dell'estate, ma ampiamente superiore alle previsioni formulate nel 1996 e all'aumento del reddito nominale. Negli ultimi quattro mesi dell'anno la crescita dell'aggregato si è arrestata, anche per l'attenuarsi dei fattori di incertezza che in precedenza ne avevano favorito l'accelerazione (cfr. *Bollettino Economico*, n. 29, 1997).

Il ricorso delle famiglie italiane a intermediari specializzati nella gestione del risparmio è ulteriormente cresciuto nel 1997; nel complesso, i fondi comuni e le gestioni patrimoniali hanno fatto registrare un flusso di raccolta netta pari a circa 230.000 miliardi, più del doppio di quello già cospicuo del 1996. È inoltre proseguito, intensificandosi, il processo di diversificazione internazionale dei portafogli italiani (cfr. il capitolo: *La congiuntura e la bilancia dei pagamenti in Italia*). Nei primi tre trimestri del 1997 le famiglie hanno direttamente investito all'estero 24.500 miliardi; i fondi comuni hanno acquistato attività sull'estero per 42.800 miliardi. Anche per effetto dell'apprezzamento del dollaro e del positivo andamento delle borse internazionali, l'incidenza delle attività finanziarie sull'estero sul portafoglio delle famiglie è salita in settembre al 5,6 per cento, dal 4,7 della fine del 1996; per i fondi comuni la corrispondente quota è aumentata dal 15,7 al 25,1 per cento.

I finanziamenti totali al settore non statale sono aumentati del 5,2 per cento, sostanzialmente in linea con le previsioni (tav. 16); il credito ha segnato un'accelerazione nella parte finale dell'anno, in connessione con la ripresa dell'attività produttiva e di investimento e con la riduzione in termini reali dei tassi bancari; vi ha contribuito una domanda di finanzia-

menti a breve termine finalizzata all'acquisizione di attività finanziarie.

Secondo informazioni preliminari, la redditività delle banche si sarebbe mantenuta anche nel 1997 su livelli molto contenuti. La contrazione del margine d'interesse sarebbe stata compensata dalla crescita dei ricavi da servizi; i costi operativi sarebbero lievemente aumentati. La sostanziale stazionarietà del risultato di gestione potrebbe non essere sufficiente a mantenere gli utili sui livelli del 1996, date le considerevoli rettifiche di valore su poste dell'attivo apportate da alcune grandi banche.

La politica monetaria e il cambio della lira

L'allentamento della politica monetaria si è accentuato nell'ultima parte dell'anno. La riduzione di 0,75 punti percentuali del tasso di sconto e di quello sulle anticipazioni a scadenza fissa, decisa il 23 dicembre scorso, ha portato a due punti la diminuzione complessiva dei tassi ufficiali nel 1997 (fig. 38). È proseguito il calo del tasso di interesse reale a tre mesi, sceso nell'ultimo trimestre dell'anno di 0,4 punti percentuali (fig. 39).

Tav. 16

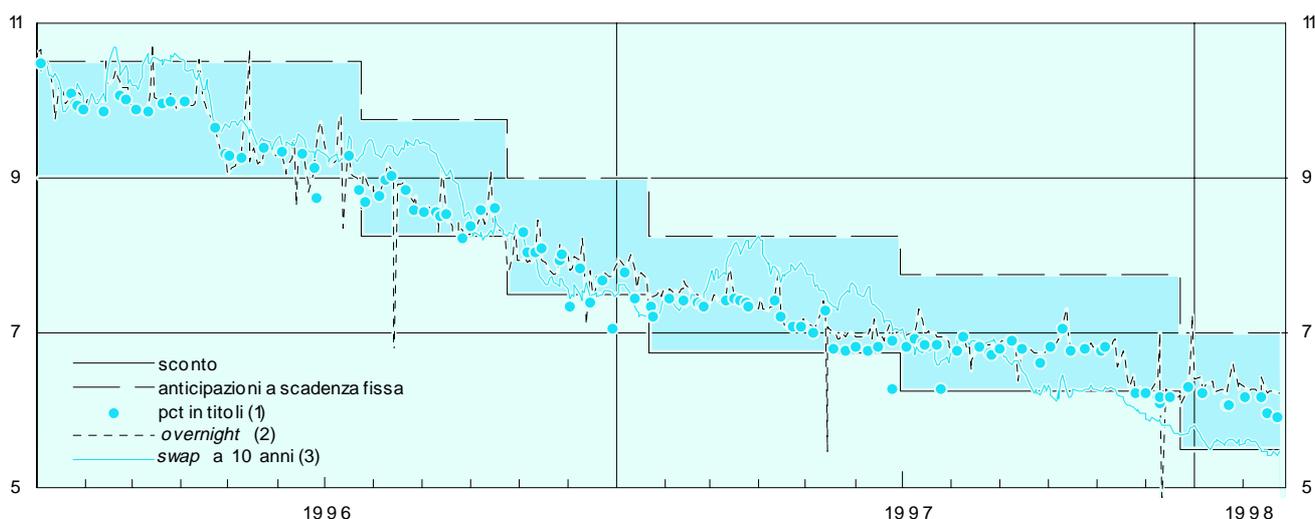
Credito e attività finanziarie (valori percentuali; dati di fine periodo)

VOCI	Variazioni sui 12 mesi		Quote percentuali sulle consistenze	
	Dic. 1996	Dic. 1997 (1)	Dic. 1996	Dic. 1997 (1)
Credito totale	5,2	3,5	100,0	100,0
di cui: <i>finanziamenti al settore non statale</i>	2,8	5,2	35,4	36,3
da banche	3,5	5,4	31,3	32,2
obbligazioni	-5,4	-29,3	0,5	0,3
dall'estero	-1,4	8,6	3,6	3,8
Attività finanziarie del settore non statale (2)	5,1	5,5	100,0	100,0
Sull'interno	3,5	3,0	92,1	89,8
Attività liquide	-2,3	-7,4	54,0	46,7
di cui: <i>M2 (3)</i>	3,8	9,1	28,4	28,7
Titoli a medio e a lungo termine	8,4	6,3	31,4	31,5
Fondi comuni e altre (4)	46,4	71,4	6,7	11,6
Sull'estero	27,1	33,8	7,9	10,2

(1) Dati provvisori. - (2) Al netto delle azioni. - (3) Le variazioni sono 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.

Fig. 38

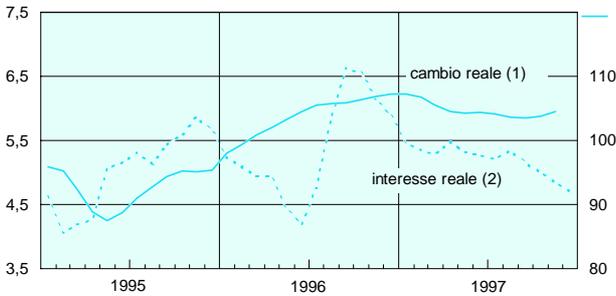
Tassi d'interesse ufficiali e rendimenti nel mercato monetario e finanziario (valori percentuali)



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

Fig. 39

Tasso d'interesse reale a 3 mesi e tasso di cambio effettivo reale della lira
(valori percentuali e numeri indice)

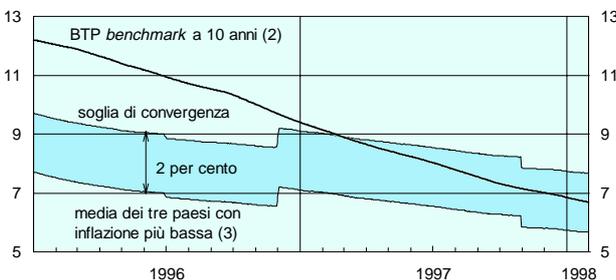


(1) Indice: 1993=100. Un aumento dell'indice indica un apprezzamento. Per la metodologia di calcolo cfr. la nota: *Nuovi indicatori di tasso di cambio effettivo nominale e reale*. Medie mobili dei 3 mesi terminanti in quello indicato. Scala di destra. - (2) Tasso d'interesse sull'euro lira a 3 mesi, deflazionato con la variazione negli ultimi 3 mesi, rapportata ad anno, dell'indice destagionalizzato del costo della vita al netto delle imposte indirette. Medie mobili dei 3 mesi terminanti in quello indicato. Scala di sinistra.

Il differenziale tra i tassi interbancari a tre mesi in lire e in marchi si è ridotto nell'anno di 1,8 punti percentuali, portandosi a 2,3 punti, per effetto di un moderato aumento dei tassi in marchi e di una considerevole flessione di quelli in lire (1,2 punti). In ottobre la Bundesbank ha aumentato di 0,3 punti il tasso sulle operazioni temporanee, mentre i rendimenti in lire sono rimasti sostanzialmente inalterati. Alla fine di novembre i tassi sulle operazioni di finanziamento pronti contro termine in lire sono diminuiti di circa mezzo punto percentuale, al 6,2 per cento; attualmente si collocano attorno al 6,0.

Fig. 40

Tassi d'interesse a lungo termine: criterio di convergenza della UE (1)
(dati giornalieri, valori percentuali)



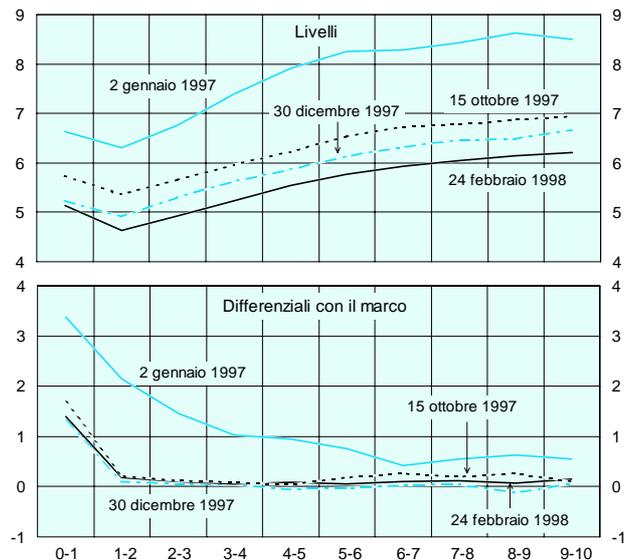
(1) I dati degli ultimi 2 mesi sono provvisori. - (2) Media dei 12 mesi terminanti nel giorno indicato. - (3) Media semplice dei rendimenti decennali dei 3 paesi della UE con più bassa inflazione nel periodo indicato (misurata dalla variazione della media dell'indice dei prezzi negli ultimi 12 mesi rispetto alla media dei precedenti 12 mesi).

I tassi sulle scadenze più lontane si sono ulteriormente ridotti. Dalla fine di settembre a quella di feb-

braio il rendimento dei BTP *benchmark* a 10 anni è diminuito di 0,9 punti percentuali, al 5,3 per cento; vi ha contribuito la tendenza al ribasso dei tassi internazionali, influenzati, da ottobre, dall'acuirsi della crisi finanziaria nel Sud-Est asiatico. Il rendimento dei BTP *benchmark* a 10 anni, espresso come media mobile a dodici mesi, è sceso dal febbraio del 1997 sotto il valore-soglia stabilito dal trattato di Maastricht (fig. 40). Nell'ultimo trimestre dell'anno, col consolidarsi delle aspettative di ingresso dell'Italia nella UEM fin dal gennaio 1999, i differenziali di interesse a termine con il marco si sono pressoché azzerati sugli orizzonti temporali successivi al 1998 (fig. 41).

Fig. 41

Struttura dei tassi a termine a 1 anno impliciti nei tassi swap (1)
(valori e punti percentuali)



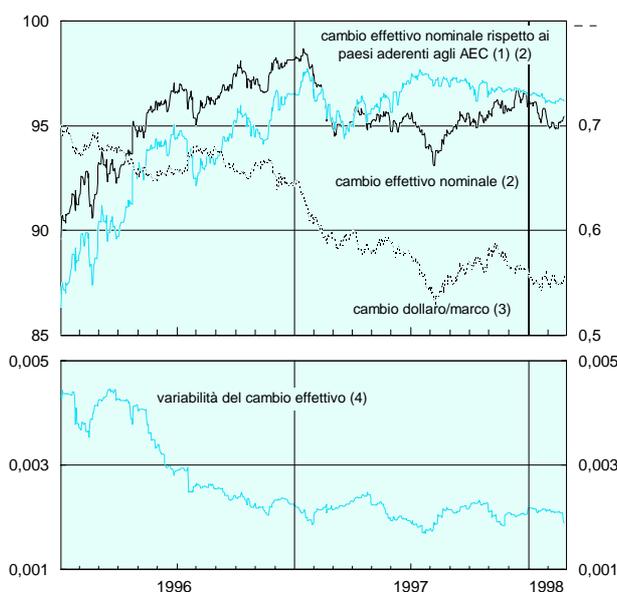
(1) In ascissa sono riportate le date di regolamento e di scadenza, in termini di anni di distanza dalle date di contrattazione a cui si riferiscono le curve. Il primo valore di ciascuna curva è il tasso a pronti alla data di contrattazione.

Il cambio effettivo della lira rispetto alle valute aderenti agli AEC è rimasto nel corso del 1997 sostanzialmente stabile; rispetto al complesso dei nostri *partner* commerciali si è deprezzato del 2,1 per cento, in conseguenza dell'apprezzamento del dollaro (fig. 42). In media d'anno, i due cambi hanno registrato una rivalutazione del 3,9 e dello 0,3 per cento, rispettivamente. Nella seconda metà del 1997 la nostra valuta ha perso lo 0,6 per cento nei confronti del marco e del complesso delle valute aderenti agli AEC, pur restando apprezzata rispetto alla parità centrale con la divisa tedesca; tale andamento si è accompagnato a

una riduzione del differenziale tra i tassi di interesse a breve termine in lire e in marchi (fig. 43).

Fig. 42

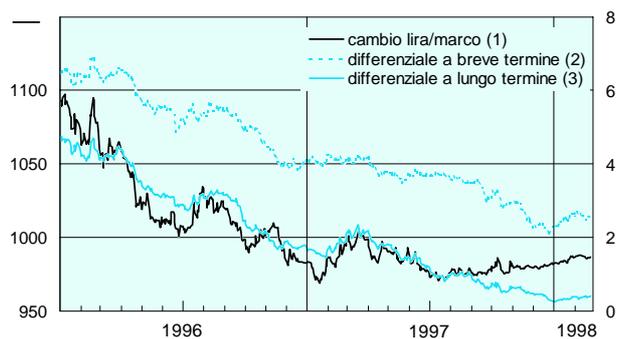
Tassi di cambio della lira
(indici: 1993=100)



(1) I paesi aderenti agli AEC sono Austria, Belgio, Danimarca, Finlandia, Francia, Germania, Irlanda, Italia, Paesi Bassi, Portogallo e Spagna. - (2) Scala di sinistra. L'aumento dell'indice indica un apprezzamento della lira. Per la metodologia di calcolo cfr. la nota: *Nuovi indicatori di tasso di cambio effettivo nominale e reale*. - (3) Dollari per marco. Scala di destra. - (4) Scarto quadratico medio del tasso di variazione del cambio effettivo nominale della lira nei precedenti 60 giorni lavorativi.

Fig. 43

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



(1) Scala di sinistra. - (2) Differenza fra i tassi LIBOR a 3 mesi in lire e in marchi. Scala di destra. - (3) Differenza fra il tasso BTP benchmark a 10 anni in lire e il corrispondente tasso in marchi. Scala di destra.

Il cambio a termine della lira con il marco con data di regolamento alla fine del 1998, implicito nel cambio a pronti e nel differenziale dei tassi d'interesse, si collocava nel marzo del 1997 ancora sopra le 1.050 lire per marco; nei mesi seguenti si è progressi-

vamente ridotto, portandosi a dicembre su valori prossimi alle 990 lire (fig. 44); successivamente, risentendo dei dubbi espressi in alcuni paesi sulla partecipazione dell'Italia alla UEM sin dall'inizio, si è lievemente deprezzato (1997 lire alla fine di febbraio).

Fig. 44

Tasso di cambio a termine implicito lira/marco al 1° gennaio 1999 (1)
(lire per marco)



(1) Ottenuto nell'ipotesi che la svalutazione del cambio nel periodo considerato sia pari al differenziale tra i rendimenti in lire e in marchi, calcolati dai tassi LIBOR, swap e future dell'euromercato.

Nel 1997 la base monetaria è aumentata con un ritmo sostenuto (8,9 per cento; tav. 17). L'espansione ha interessato sia il circolante (7,1 per cento, contro 3,4 nel 1996), in connessione con la flessione dei tassi sui depositi bancari e con una pur moderata ripresa dei consumi, sia le riserve bancarie. Dal lato della

Tav. 17

Base monetaria e moneta (1)
(variazioni percentuali)

VOCI	1996		1997 (2)	
	Ott.-Dic. (3)	Anno	Ott.-Dic. (3)	Anno
Base monetaria (4) ..	0,9	2,6	4,2	8,9
Circolante	8,5	3,4	6,7	7,1
Riserve bancarie (4)	-3,4	2,0	1,3	11,3
Raccolta bancaria a breve termine	12,1	5,0	2,4	9,9
Moneta (M2)				
media mensile	9,3	3,8	1,5	9,1
media trimestrale (5)	9,8	3,1	1,7	9,8

(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 nel mese di calendario. - (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. - (5) Media relativa al trimestre che finisce con l'ultimo mese del periodo di riferimento.

creazione, un contributo fortemente positivo è ancora venuto dal canale estero (22.800 miliardi, contro 20.400 nel 1996; tav. 18), che ha riflesso il buon andamento delle partite correnti della bilancia dei pagamenti. A ciò si è aggiunta la creazione determinata dalla Banca d'Italia attraverso le operazioni di mercato aperto (32.000 miliardi); è stata così compensata la forte distruzione da parte del Tesoro (49.500 miliardi), dovuta soprattutto al contenimento del fabbisogno e ai cospicui proventi delle privatizzazioni (cfr. il riquadro: *Gli interventi della Banca d'Italia sul mercato monetario*).

Tav. 18

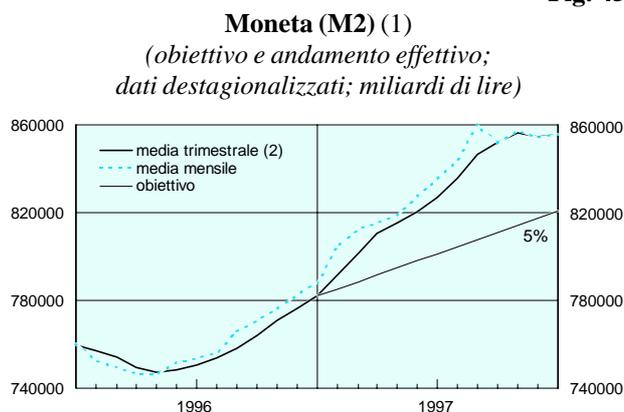
Base monetaria (1)
(variazioni in miliardi di lire)

	1996		1997 (2)	
	Ott.-Dic.	Anno	Ott.-Dic.	Anno
Creazione				
Estero	-1.502	20.449	3.566	22.841
di cui: pct in valuta .	-15.065	-24.227	..	-2.921
Tesoro	2.744	-6.464	-12.217	-49.522
Conto disponibilità del Tesoro	4.149	8.371	7.634	1.204
Fondo ammortamento titoli di Stato ..	14.095	8.999	-3.407	-4.224
Altre operazioni BI-UIC con il Tesoro (3)	-15.500	-23.834	-16.444	-46.502
Mercato aperto	19.502	6.291	13.444	32.024
Operazioni temporanee (4)	32.794	12.389	462	-19.270
Operazioni in BOT con asta definitiva	-2.250	9.140	9.750	42.630
Altre operazioni definitive	-11.042	-15.238	3.232	8.664
Rifinanziamento	-30	-5.647	1.233	862
Altri settori	-4.195	-10.477	3.220	7.220
Totale ...	16.518	4.152	9.245	13.425
Utilizzo				
Circolante	6.657	1.826	7.416	7.246
Riserve bancarie	9.861	2.326	1.829	6.179
di cui: riserva obbligatoria (5)	5.244	-1.779	2.898	10.669

(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento della cifra decimale. - (2) Dati provvisori. - (3) Rimborsi netti di titoli di Stato nel portafoglio BI-UIC e altre voci (cfr. la nota alla tav. a25 nella sezione *Note metodologiche*). - (4) Al valore di bilancio. - (5) Obbligo medio di riserva nel periodo di mantenimento (15 del mese - 14 del mese successivo).

La crescita della moneta M2 (9,8 per cento nel 1997) riflette soprattutto l'espansione dei conti correnti bancari. L'aggregato monetario è aumentato fortemente fino ad agosto (fig. 45), quando il tasso di crescita sui dodici mesi ha raggiunto il 12,4 per cento; nella parte finale dell'anno la crescita della moneta, al netto della stagionalità, si è arrestata, in concomitanza con un netto calo dell'incertezza sulle prospettive dei tassi d'interesse a lungo termine.

Fig. 45



(1) Non include i CD a 18 mesi e oltre. - (2) Media relativa al trimestre che finisce con il mese di riferimento.

Le attività finanziarie totali sono cresciute con un ritmo lievemente superiore a quello dell'anno precedente (5,5 per cento, contro 5,1 nel 1996), come risultato di una moderata decelerazione della componente interna e di una sostenuta espansione di quella estera (33,8 per cento). Le attività liquide hanno subito una netta contrazione (-7,4 per cento), principalmente per la riduzione dei CD bancari a medio e a lungo termine; vi ha corrisposto un cospicuo spostamento verso il risparmio gestito (le quote di fondi comuni sono aumentate di 143.300 miliardi) e verso le attività a medio e a lungo termine, in particolare obbligazioni emesse dalle banche.

La crescita dei finanziamenti al settore non statale è stata nell'anno del 5,2 per cento (2,8 nel 1996): vi hanno concorso un aumento dei finanziamenti dall'estero, sotto forma di prestiti bancari e di obbligazioni e, particolarmente nell'ultimo trimestre, una marcata accelerazione dei prestiti bancari dall'interno. L'espansione del credito totale ha invece subito una flessione, riconducibile alla considerevole riduzione del fabbisogno statale.

Gli interventi della Banca d'Italia sul mercato monetario

Nella parte finale del 1997 è proseguita la riduzione dei tassi sulle operazioni temporanee e del tasso overnight; entrambi sono diminuiti di circa 0,6 punti percentuali, portandosi attorno al 6,2 per cento alla fine di novembre. Sulla scadenza a tre mesi, il differenziale tra i tassi in lire e in marchi, attorno a tre punti percentuali alla fine di ottobre, è sceso alla fine di dicembre a 2,3 punti.

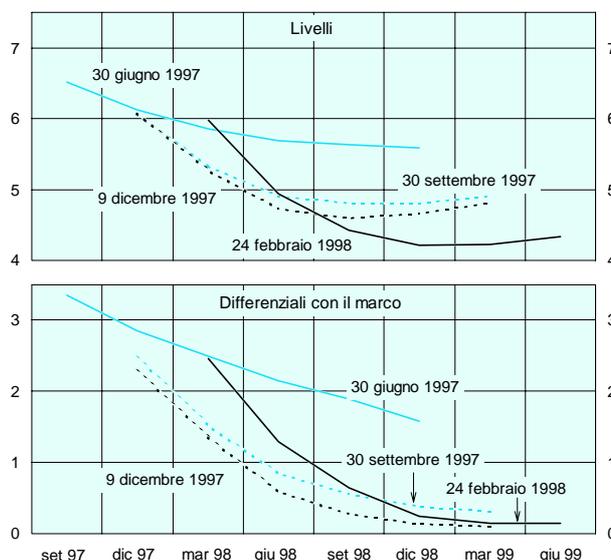
La curva dei tassi a tre mesi impliciti nei contratti future dell'euro lira ha registrato un significativo spostamento verso il basso dopo il consiglio Ecofin del 13-14 settembre, in cui si è deciso di anticipare al maggio 1998 la fissazione delle parità di cambio irrevocabili della UEM. In seguito ha continuato a scendere gradualmente, pur con oscillazioni, fino alla fine dell'anno; a dicembre il tasso implicito nel contratto con regolamento marzo 1998 si collocava attorno al 5,3 per cento; il differenziale con il corrispondente tasso in marchi a 1,5 punti percentuali. Dal gennaio la curva ha registrato un graduale movimento al rialzo per gli orizzonti fino al giugno del 1998 e uno spostamento più significativo, di segno inverso, per quelli successivi (fig. 1); il differenziale tra tassi in lire e in marchi misurato sui contratti in scadenza a marzo è così aumentato a 2,5 punti percentuali verso la fine di febbraio. Questi movimenti si sono riflessi in misura più ridotta sui differenziali relativi ai contratti con regolamento successivo al giugno: quello relativo al dicembre 1998 permane sui livelli raggiunti alla fine del 1997 (circa 0,2 punti percentuali). Il livello del rendimento a tre mesi in lire atteso per quella data è progressivamente diminuito, risentendo dell'andamento dei mercati monetari degli altri paesi europei; attualmente si colloca al 4,2 per cento.

La volatilità dei tassi d'interesse a tre mesi in lire, ricavata dai prezzi delle opzioni sui future a tre mesi,

permane complessivamente in linea con quella del marco (fig. 2).

Fig. 1

Tassi dei future sugli eurodepositi in lire a 3 mesi (1)
(punti percentuali)



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

La gestione della liquidità ha continuato a essere attuata prevalentemente attraverso operazioni temporanee in titoli (fig. 3) e, per importi più modesti, utilizzando operazioni di acquisto a titolo definitivo, effettuate per mezzo di aste competitive in BOT rivolte agli operatori principali del MTS. Fra novembre e gennaio sono state compiute undici operazioni temporanee di finanziamento, per un

continua ►

L'attività degli intermediari creditizi

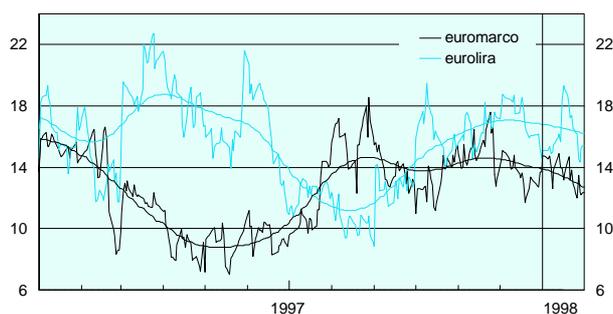
Nel 1997 gli impieghi delle banche sono aumentati del 5,4 per cento (2,4 nel 1996; tav. 19), tornando a crescere in termini reali per la prima volta dal 1992. Le banche hanno assecondato la ripresa della domanda di credito, che ha accompagnato l'accelerazione

dell'attività produttiva e di investimento (cfr. il capitolo: *La congiuntura e la bilancia dei pagamenti in Italia*), proseguendo la riduzione, in termini reali e nominali, dei tassi attivi e ampliando in misura cospicua i fidi accordati, cresciuti più degli effettivi utilizzati. Più elevata della media è stata l'espansione dei crediti concessi alle imprese industriali (tav. 20),

ammontare complessivo di circa 113.000 miliardi, e una d'impiego per 4.500 miliardi. La domanda di fondi a queste aste è stata sempre sostenuta; l'inclinazione negativa della struttura a termine dei rendimenti si è riflessa sui tassi di aggiudicazione, risultati inferiori sulle operazioni con scadenza più lunga. La gestione delle operazioni temporanee in valuta (effettuate esclusivamente in dollari dal luglio 1997) è stata diretta al rinnovo di quelle in scadenza.

Fig. 2

**Volatilità implicita
dell'euro lira e dell'euro marco a 3 mesi (1)**
(valori percentuali in ragione d'anno)



(1) Deviazione standard della distribuzione di probabilità delle variazioni del tasso sul future implicite nel prezzo delle opzioni *at the money* di più vicina scadenza. Le linee interpolanti sono generate mediante l'applicazione di un filtro di Hodrick-Prescott.

Nell'ultimo bimestre del 1997, i proventi della privatizzazione della Telecom hanno determinato un ingente assorbimento di base monetaria tramite il canale Tesoro (circa 19.000 miliardi); è stata fornita liquidità al sistema per quasi 13.000 miliardi, mediante operazioni sul mercato aperto. La posizione debitoria delle banche nei

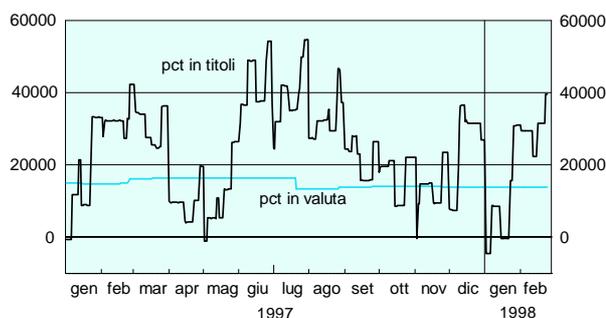
dei mutui alle famiglie consumatrici e dei finanziamenti in favore delle finanziarie di credito al consumo e delle società di leasing, trainati dallo sviluppo dei consumi di beni durevoli e degli investimenti.

I prestiti a medio e a lungo termine in lire sono aumentati del 7,2 per cento, con un ritmo regolare nel corso dell'anno. Quelli a breve termine in lire sono

confronti della Banca d'Italia, pari a circa 30.000 miliardi nella media di novembre, è aumentata di circa 10.000 miliardi in dicembre (fig. 3). Essa è divenuta temporaneamente creditoria nei primi giorni di gennaio, in seguito agli interventi di assorbimento compiuti dall'Istituto per compensare la creazione derivante dai pagamenti del Tesoro.

Fig. 3

**Finanziamenti della Banca d'Italia
al sistema bancario**
(consistenze in miliardi di lire)



In novembre sono affluiti al conto disponibilità i proventi derivanti dalle privatizzazioni della SEAT (1.600 miliardi) e quelli della menzionata operazione Telecom (19.900 miliardi); ulteriori proventi di quest'ultima operazione (2.500 miliardi) sono affluiti al conto in gennaio. Il Tesoro ha utilizzato il fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato per riacquistare sul mercato titoli (6.800 miliardi a novembre e 2.800 a dicembre), per rimborsare BTP in scadenza (15.000 miliardi a dicembre) e, tra dicembre e gennaio, per regolare l'acquisto di azioni della Stet (7.600 miliardi).

cresciuti del 5,7 per cento, con una significativa accelerazione nel quarto trimestre (13,7 per cento in ragione d'anno e al netto della componente stagionale). L'accelerazione ha riguardato, in particolare, gli affidamenti diversi dai conti correnti ed è in parte attribuibile, dal lato della domanda, all'acquisto di attività finanziarie.

Tav. 19

Principali voci di bilancio delle banche (1)
(variazioni percentuali sui 12 mesi e miliardi di lire)

VOCI	1995	1996	1997				Consistenze dicembre 1997
			Marzo	Giugno	Settembre	Dicembre	
Attività							
Titoli (2)	-8,7	8,9	6,0	0,1	-4,9	-10,2	344.300
di cui: <i>titoli di Stato</i> (2)	-7,8	10,8	8,2	0,9	-4,6	-11,2	296.772
Impieghi (3) (4) (5)	2,7	2,4	2,3	3,5	3,7	5,4	1.160.948
a breve (4)	3,2	0,9	2,0	2,4	2,7	5,5	590.665
a medio-lungo (5)	2,1	4,0	2,6	4,7	4,8	5,3	570.283
Sofferenze	21,0	11,7	4,9	1,5	-1,5	-2,9	119.504
Attività sull'estero in lire (6)	50,8	53,0	44,5	49,6	41,9	2,4	189.869
Attività sull'estero in valuta (3) (6) .	-4,5	11,5	5,6	7,1	2,9	0,3	157.251
Passività							
Raccolta sull'interno (dati medi) (7)	1,4	8,3	8,3	6,5	5,6	2,4	1.212.071
di cui: <i>depositi</i>	1,7	2,9	0,7	-3,5	-5,1	-7,6	834.171
di cui: <i>c/c</i>	0,6	6,0	10,9	10,8	11,4	9,4	495.961
<i>CD a breve</i>	-14,1	12,3	27,4	42,0	30,2	27,5	86.468
<i>CD oltre il breve</i> ..	16,2	-1,5	-18,9	-32,8	-40,2	-48,6	139.701
<i>obbligazioni</i>	-0,2	30,2	38,4	46,4	44,5	34,9	377.901
Passività sull'estero in lire (6)	27,6	34,2	23,9	17,3	26,3	18,1	157.377
Passività sull'estero in valuta (3) (6)	-15,1	-0,6	-2,3	-5,1	-4,5	-3,1	263.993
Pct passivi con clientela residente	44,5	-5,6	-2,9	7,9	7,3	11,1	132.906

(1) I dati di dicembre 1997 sono provvisori. Le correzioni descritte alle note 2, 3, 4 e 5 si riferiscono soltanto alle variazioni percentuali. - (2) Al netto dei titoli provenienti dalle operazioni di consolidamento degli impieghi bancari. - (3) La componente in valuta è al netto degli aggiustamenti di cambio. - (4) Valori comprensivi degli impieghi consolidati in titoli e delle operazioni di estinzione della "carta ammassi". - (5) Valori depurati degli effetti delle operazioni tra il Banco di Napoli e la società non bancaria SGA avvenute nel gennaio 1997. - (6) Fonte: UIC. - (7) Per i depositi, medie mensili di dati giornalieri; per le obbligazioni, dati di fine periodo; fino al 1994, i valori medi dei CD a 18 mesi e oltre sono ottenuti come semisomma dei dati di fine mese riferiti al mese stesso e a quello precedente.

Al netto degli effetti delle variazioni del cambio, i prestiti in valuta sono complessivamente diminuiti. La componente a breve termine è tuttavia cresciuta, in presenza di una sostanziale stabilità della nostra moneta e, soprattutto nella prima parte dell'anno, di un elevato differenziale tra i tassi a breve termine in lire e nelle principali divise estere.

I prestiti in sofferenza si sono ridotti del 2,9 per cento (contro una crescita dell'11,7 per cento nel 1996). Includendo i crediti in contenzioso ceduti dal Banco di Napoli alla società non bancaria SGA e quelli rimasti in capo alla Sicilcassa in liquidazione, la crescita delle sofferenze nel 1997 risulterebbe del 6,7 per cento. La riduzione del rapporto tra le sofferenze e gli impieghi (dal 10,1 per cento del 1996 al 9,3 del 1997)

è interamente dovuta alle due operazioni appena menzionate. Il flusso dei nuovi ingressi in sofferenza ha registrato nell'anno una contrazione dell'ordine del 20 per cento rispetto al 1996. Un miglioramento della qualità del credito si è verificato per le esposizioni verso le società finanziarie e le imprese dell'industria in senso stretto; permane elevata la rischiosità delle imprese di costruzione e delle famiglie, consumatrici e produttrici. L'esposizione nei confronti dei paesi asiatici coinvolti nella crisi finanziaria è limitata (cfr. il riquadro: *L'esposizione delle banche italiane nei confronti dei paesi asiatici in crisi*).

I tassi di interesse bancari hanno accompagnato lungo tutto il corso dell'anno il calo dei rendimenti sul mercato monetario; la discesa dei tassi bancari ha

Tav. 20

Impieghi e sofferenze delle banche per settore di attività economica (1)

(valori percentuali)

PERIODI	Amministrazioni pubbliche (2)	Società finanziarie e assicurative (3)		Società non finanziarie			Famiglie		Per memoria: Partecipazioni statali (5)	Totale (3) (6)	
		Finanziarie di partecipazione		Industria in senso stretto	Costruzioni	Servizi	Consumatrici (4)	Imprese individuali			
<i>Variazioni sui 12 mesi degli impieghi</i>											
1996 - Giugno	-1,3	0,5	-10,5	2,8	5,3	-3,5	2,5	3,5	7,1	-8,0	2,7
1996 - Settembre	-2,0	4,0	-6,5	2,6	5,5	-5,4	2,5	3,8	6,0	-7,8	2,9
1996 - Dicembre	-2,2	5,3	-5,7	1,3	3,5	-5,0	1,1	3,2	4,6	-18,2	2,2
1997 - Giugno	0,4	12,4	-3,9	1,8	2,6	-8,5	4,9	5,4	1,4	-32,1	3,4
1997 - Settembre	-0,2	10,4	-3,8	2,5	4,0	-7,2	4,5	6,3	2,1	-35,6	3,7
1997 - Dicembre	1,9	14,1	2,8	4,0	6,8	-5,3	4,1	7,7	2,4	-33,9	5,4
<i>Variazioni sui 12 mesi delle sofferenze</i>											
1996 - Giugno	37,2	6,9	1,1	16,0	2,6	47,3	13,1	14,3	17,4	-6,8	15,7
1996 - Settembre	23,3	21,0	19,7	14,1	1,5	43,6	10,0	13,1	14,3	-15,8	14,4
1996 - Dicembre	-31,3	18,3	19,6	10,7	1,1	26,9	8,6	15,7	12,8	-19,2	11,9
1997 - Giugno (7)	-35,8 (-31,4)	-7,9 (2,4)	-0,7 (2,5)	-0,3 (9,0)	-6,6 (0,9)	9,2 (21,0)	-0,5 (6,3)	17,7 (21,8)	-1,8 (5,1)	-20,0 (-20,0)	1,6 (9,5)
1997 - Settembre (7)	-46,2 (-33,0)	-16,7 (-4,6)	-16,6 (-10,3)	-4,4 (8,3)	-8,4 (-0,2)	-2,1 (19,1)	-1,7 (6,3)	15,7 (19,7)	-2,4 (4,9)	-16,0 (-16,0)	-1,6 (8,4)
1997 - Dicembre (7)	-22,9 (-4,3)	-16,7 (-4,2)	-16,0 (-9,5)	-5,5 (6,8)	-8,1 (0,0)	-2,7 (17,3)	-3,3 (4,5)	12,1 (15,9)	-5,3 (1,7)	-24,5 (-24,5)	-3,1 (6,6)
<i>Rapporto sofferenze/impieghi complessivi (8)</i>											
1996 - Giugno	1,0	4,1	5,4	10,7	7,5	18,0	10,3	10,3	16,3	1,2	9,8
1996 - Settembre	1,0	4,3	6,1	11,0	7,7	18,9	10,5	10,6	16,6	1,2	10,1
1996 - Dicembre	0,7	4,0	5,6	11,1	7,5	20,2	10,4	11,0	16,9	1,3	10,1
1997 - Giugno (7)	0,7 (0,7)	3,2 (3,6)	5,6 (5,7)	10,5 (11,4)	6,9 (7,4)	20,8 (22,5)	9,8 (10,4)	11,3 (11,7)	15,8 (16,7)	1,4 (1,4)	9,6 (10,3)
1997 - Settembre (7)	0,6 (0,7)	3,2 (3,6)	5,3 (5,7)	10,3 (11,5)	6,8 (7,4)	19,7 (23,0)	9,9 (10,6)	11,4 (11,7)	16,0 (17,0)	1,5 (1,5)	9,5 (10,4)
1997 - Dicembre (7)	0,6 (0,7)	2,8 (3,2)	4,6 (5,0)	10,1 (11,3)	6,5 (7,0)	20,6 (23,8)	9,7 (10,4)	11,4 (11,7)	15,8 (16,8)	1,4 (1,4)	9,3 (10,2)
<i>Composizione degli impieghi</i>											
1996 - Dicembre	9,9	12,5	4,2	48,7	22,7	6,7	18,4	15,7	13,2	4,9	100
1997 - Dicembre	9,5	14,0	4,1	47,9	22,9	6,0	18,0	15,9	12,7	3,1	100

(1) Impieghi a clientela ordinaria residente. Le variazioni degli impieghi in valuta sono al netto degli aggiustamenti di cambio. I dati del dicembre 1997 sono provvisori. - (2) Sono inclusi i debiti contratti dalle Ferrovie dello Stato il cui servizio viene assicurato dal bilancio pubblico, in conformità delle indicazioni dell'Eurostat. - (3) Le variazioni percentuali degli impieghi sono state depurate dagli effetti delle operazioni tra il Banco di Napoli e la società non bancaria SGA avvenute nel gennaio 1997. - (4) Comprende anche le istituzioni sociali private. - (5) La voce è composta dalle finanziarie di partecipazione statale e dalle imprese a partecipazione statale, classificate nella tavola, rispettivamente, nel settore delle società finanziarie e in quello delle non finanziarie. - (6) Eventuali mancate quadrature fra i dati qui riportati e quelli contenuti nella tavola 19 sono imputabili a discrepanze tra le segnalazioni della sezione "Dati settorializzati" e di quella "Dati patrimoniali" della Matrice dei conti. - (7) Fra parentesi sono riportati gli indicatori ottenuti riattribuendo l'ammontare dei prestiti in sofferenza ceduti dal Banco di Napoli alla società finanziaria SGA e quelli rimasti in capo alla Sicilcassa in liquidazione. - (8) Nel calcolo del rapporto il denominatore comprende anche le partite in sofferenza.

L'esposizione delle banche italiane nei confronti dei paesi asiatici in crisi

L'esposizione totale, per cassa e firma, delle banche italiane nei confronti dei paesi asiatici interessati dalla crisi finanziaria (Corea, Filippine, Indonesia, Malesia e Thailandia) era nel dicembre del 1997 pari a circa 3.550 miliardi, 160 dei quali assistiti da garanzie fornite da residenti nei paesi dell'OCSE, per la gran parte banche (tav. 1). Si trattava per tre quarti di posizioni a breve termine; le controparti erano per il 60 per cento banche e per il 30 imprese del settore privato, con una quota molto ridotta di debitori pubblici. I crediti risultavano concentrati nei pochi istituti italiani con operatività internazionale: quasi il 70 per cento faceva capo a cinque banche. L'esposizione complessiva nei confronti dei paesi menzionati si commisurava allo 0,3 per cento dei prestiti totali delle banche italiane; allo 0,9 per le cinque principali creditrici. Dopo aver toccato un picco nel giugno del 1997, l'esposizione ha segnato una riduzione nel secondo semestre dell'anno.

La quota di mercato delle banche italiane sul totale dei finanziamenti esteri ai cinque paesi era pari allo 0,9 per cento al giugno del 1997, sensibilmente inferiore a quella, già bassa, relativa al complesso dei PVS (tav. 2). La corrispondente quota per le banche tedesche, francesi e inglesi ammontava, alla stessa data, rispettivamente all'11,5, all'8,9 e al 5,9 per cento. Le banche giapponesi erano le più esposte, con una quota del 35,4 per cento.

Dal 1993, i finanziamenti bancari dai paesi dichiaranti alla BRI a quelli in via di sviluppo dell'Asia sono cresciuti con un ritmo del 23 per cento l'anno (contro il 13 per cento per il complesso dei PVS); nello stesso

periodo la quota di mercato delle banche europee è aumentata dal 36 al 44 per cento (dal 48 al 52 per cento per tutti i PVS), mentre quella delle banche italiane è rimasta sostanzialmente stabile. La quota delle banche statunitensi è scesa dal 9 all'8 per cento e quella degli intermediari giapponesi dal 38 al 32 per cento.

Tav. 1

Esposizione del sistema bancario italiano verso i paesi asiatici in crisi

(per cassa e firma; miliardi di lire; dati relativi al dicembre 1997)

PAESI	Totale				
	Garantito (1)	Non garantito			
		breve	medio-lungo		
Corea del sud ..	1.610	75	1.535	1.186	349
Filippine	215	4	211	93	118
Indonesia	537	37	500	397	103
Malesia	480	22	458	365	93
Thailandia	708	23	685	479	206
Totale ...	3.550	161	3.389	2.520	869

Fonte: segnalazioni di Vigilanza "Esposizione rischio paese".

(1) Ammontare dell'esposizione garantita da soggetti residenti nei paesi dell'OCSE e da organismi internazionali.

continua ►

registrato moderate accelerazioni dopo le riduzioni dei tassi ufficiali (fig. 46). Nel corso del 1997 il costo medio dei finanziamenti a breve termine in lire è diminuito di 1,8 punti percentuali, al 9,0 per cento; deflazionato con le variazioni trimestrali dei prezzi alla produzione, il tasso medio sui prestiti è sceso di quasi quattro punti percentuali. Il tasso medio sui depositi si è ridotto di 1,6 punti, al 4,2 per cento; quello sui conti correnti si è portato, alla fine dell'anno, al 3,4. Il rendimento delle obbligazioni emesse dalle banche si è contratto di 1,4 punti percentuali, al 5,4 per cento.

La raccolta delle banche è cresciuta nel 1997 del 2,4 per cento (8,3 nel 1996). Al rallentamento si sono associati forti mutamenti nella composizione per scadenza e per forme tecniche. I depositi a breve termine sono aumentati del 10,0 per cento, sospinti dalla dinamica sostenuta dei CD a breve termine (27,5 per cento) e dei conti correnti (9,4 per cento). La raccolta a medio e a lungo termine è invece diminuita del 6,2 per cento, come conseguenza del calo dei CD a diciotto mesi e oltre, solo parzialmente compensato dalle emissioni nette di obbligazioni.

La riduzione del ruolo delle banche statunitensi rispetto a quelle europee può ricollegarsi alle più caute politiche di offerta di credito seguite, indotte anche dagli episodi di crisi di paesi debitori dell'America Latina, e

alla strutturale contrazione del peso relativo delle banche sul complesso degli intermediari finanziari statunitensi; la riduzione della quota del Giappone risente anche delle difficoltà del sistema creditizio nazionale.

Tav. 2

Credito bancario internazionale per nazionalità della banca dichiarante (1) verso i paesi asiatici in crisi
(milioni di dollari e quote percentuali; dati relativi al giugno 1997)

PAESI	Corea del Sud	Filippine	Indonesia	Malesia	Tailandia	Totale		Per memoria:			
								PVS Asiatici		Totale PVS	
						Quote		Quote		Quote	
Italia	1.369	97	187	314	431	2.398	0,9	4.994	1,3	22.092	3,0
Giappone	23.732	2.109	23.153	10.489	37.749	97.232	35,4	123.827	31,8	144.714	19,4
Stati Uniti	9.964	2.816	4.591	2.400	4.008	23.779	8,7	32.291	8,3	103.510	13,9
Germania	10.794	1.991	5.610	5.716	7.557	31.668	11,5	47.181	12,1	99.575	13,4
Francia	10.070	1.678	4.787	2.934	5.089	24.558	8,9	40.386	10,4	77.315	10,4
Regno Unito	6.064	1.076	4.332	2.011	2.818	16.301	5,9	29.685	7,6	56.509	7,6
Olanda	1.736	1.018	2.823	1.059	1.634	8.270	3,0	12.792	3,3	31.702	4,3
Spagna	546	178	225	7	134	1.090	0,4	2.462	0,6	29.565	4,0
Altri (2)	39.157	3.152	13.018	3.890	9.962	69.179	25,2	95.823	24,6	179.570	24,1
Totale (2) ...	103.432	14.115	58.726	28.820	69.382	274.475	100,0	389.441	100,0	744.552	100,0

Fonte: BRI, Distribuzione per scadenza, settori e nazionalità del credito bancario internazionale.

(1) Le banche dichiaranti alla BRI includono quelle dei paesi del Gruppo dei Dieci più Austria, Danimarca, Finlandia, Irlanda, Lussemburgo, Norvegia e Spagna, e le filiali e sussidiarie estere di tali banche. - (2) Comprende i crediti di banche residenti nei paesi dichiaranti ma filiali o controllate di banche dei paesi esterni all'area dichiarante alla BRI.

Escludendo gli effetti delle variazioni del cambio, nel 1997 le banche hanno aumentato le passività nette sull'estero di 11.600 miliardi; rilevante è stata la crescita della raccolta interbancaria in lire, pari a 24.200 miliardi, volta a compensare il rallentamento della raccolta sull'interno. Gli ingenti acquisti di titoli di Stato in lire dall'estero (100.100 miliardi netti; cfr. il capitolo: *La congiuntura e la bilancia dei pagamenti in Italia*) sono stati finanziati dalle banche italiane in misura assai più ridotta che in passato; le operazioni pronti contro termine con operatori esteri sono am-

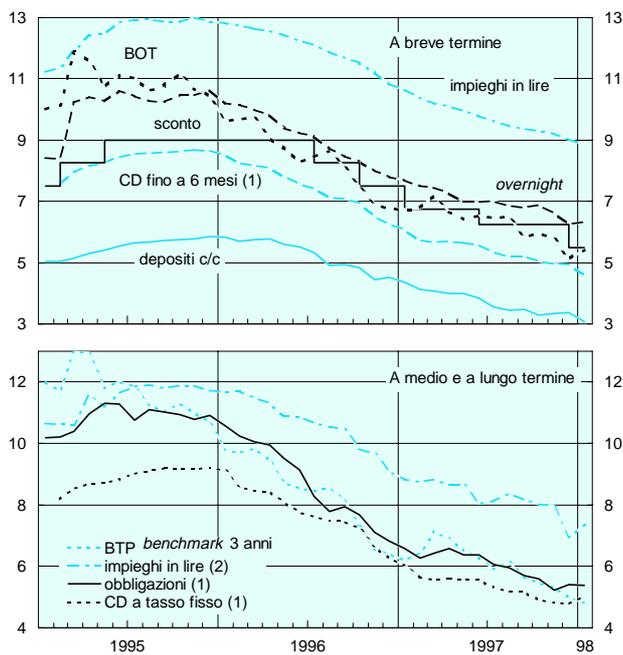
montate a 9.500 miliardi, contro 30.000 nel 1996. Complessivamente le attività sull'estero in lire delle banche sono cresciute di 4.400 miliardi.

Nel 1997 i titoli nel portafoglio delle banche sono diminuiti di 39.300 miliardi, per oltre la metà nel comparto dei BOT. In quello dei BTP, ai forti acquisti del primo trimestre, in concomitanza con un temporaneo ribasso dei corsi, sono seguite nei mesi successivi vendite nette per oltre 26.800 miliardi; il saldo complessivo è stato negativo per 13.100 miliardi.

Nel 1997 la media giornaliera degli scambi sul mercato telematico dei depositi interbancari è risultata pari a 31.100 miliardi, 3.600 in più del valore registrato nel 1996. Dal 26 gennaio di quest'anno ha raggiunto la piena operatività il sistema di regolamento lordo dei pagamenti interbancari (cfr. il riquadro: *Il sistema di regolamento lordo BI-REL: avvio della seconda fase*).

Fig. 46

Tassi d'interesse bancari



(1) Tasso medio sulle emissioni nel mese. - (2) Tasso medio sulle erogazioni nel mese di prestiti alle imprese residenti.

Informazioni preliminari sui conti economici indicano che nonostante l'accelerazione degli impieghi in lire, il margine d'interesse avrebbe registrato una flessione dell'ordine del 4 per cento, dovuta alla contrazione del differenziale tra il rendimento medio dell'attivo e il costo medio della provvista. Gli altri ricavi, soprattutto quelli derivanti dai servizi di gestione del risparmio, sarebbero aumentati, compensando la contrazione del margine d'interesse; i costi operativi sarebbero lievemente cresciuti. Le spese per il personale, tenendo conto anche degli oneri straordinari connessi con misure di incentivazione all'uscita dei dipendenti, sarebbero rimaste sostanzialmente invariate, nonostante una contrazione del numero degli addetti del 2,3 per cento.

Il mercato obbligazionario e dell'euro lira

Una fortissima riduzione ha contraddistinto le emissioni nette di titoli di Stato, pari nel 1997 a 27.200 miliardi; tenendo conto del rimborso anticipato di titoli effettuato dal Tesoro con i proventi delle privatizzazioni, l'aumento netto di titoli in circolazione è stato di 17.800 miliardi, contro 112.100 nel 1996 (tav. 21).

La flessione ha riguardato soprattutto i BOT, per i quali si sono avuti rimborsi netti per 82.300 miliardi, mentre le emissioni nette di CTZ e BTP sono state pari a 41.500 e a 68.600 miliardi, rispettivamente. Nel corso dell'anno la vita media residua del debito pubblico è aumentata da 52 a 56 mesi (fig. 47); era di 33 nella media del 1993. La durata finanziaria dei titoli quotati è passata da 20 a 24 mesi. Il Tesoro ha ridotto significativamente la raccolta anche sui mercati internazionali, con emissioni nette pari a 6.300 miliardi concentrate nella prima parte dell'anno.

Il mercato delle obbligazioni in euro lire è stato particolarmente attivo nel 1997: le emissioni lorde sono state pari a 54.300 miliardi, con un aumento del 45 per cento rispetto al 1996. L'attività è stata favorita dalla stabilità della lira e dalla considerevole riduzione delle emissioni nette di titoli di Stato. È aumentato, in particolare, il collocamento da parte di emittenti, pubblici e privati, con sede nei mercati emergenti; si è ampliata la diversificazione per forme tecniche dei titoli offerti.

In seguito al rafforzamento delle prospettive di stabilità monetaria, la domanda di titoli di Stato da parte degli operatori non residenti si è intensificata, concentrandosi sui titoli a medio e a lungo termine a tasso fisso (tav. 22); vi ha contribuito l'abolizione della ritenuta alla fonte sugli acquisti dall'estero. La quota di titoli di Stato detenuta dai non residenti è salita a circa il 25 per cento, dal 20 della fine del 1996. In Italia, alla riduzione dei titoli di Stato detenuti da imprese, compagnie di assicurazione e famiglie (pari a 102.500 miliardi) hanno corrisposto acquisti netti da parte dei fondi comuni (68.000 miliardi), principalmente di BTP e CTZ. Le banche, che nel 1996 avevano effettuato acquisti netti, hanno venduto titoli per 38.400 miliardi.

La volatilità implicita sui BTP, dopo aver sfiorato il 10 per cento all'inizio dell'anno, si è progressiva-

Tav. 21

Emissioni di titoli di Stato e composizione delle consistenze in essere (1)

TITOLI	1994	1995	1996	1997
Emissioni lorde (2) (miliardi di lire)				
BOT	679.500	714.250	665.023	506.000
CTZ	0	47.217	59.924	105.905
CCT	60.767	121.899	105.945	64.404
BTP	167.574	118.484	148.917	190.596
CTO e altri in lire	5.594	3.165	10.395	71
CTE e BTE	17.665	6.769	3.913	0
Prestiti della Repubblica	18.115	18.769	17.870	12.481
Totale	949.215	1.030.553	1.011.987	879.457
Emissioni nette (2) (3) (miliardi di lire)				
BOT	19.155	-1.500	-27.453	-82.310
CTZ	0	38.299	51.515	41.484
CCT	37.629	-29.781	30.460	7.982
BTP	104.458	95.925	57.652	68.590
CTO e altri in lire	-6.378	-7.581	-9.786	-19.854
CTE e BTE	-4.708	-8.163	-4.734	-4.354
Prestiti della Repubblica	16.059	16.927	14.480	6.291
Totale	166.216	104.125	112.135	17.828
Consistenze (2) (4) (composizione percentuale a fine periodo)				
BOT	24,7	23,0	20,2	15,6
CTZ	0,0	2,6	5,6	8,2
CCT	32,7	28,9	28,8	28,7
BTP	30,9	34,6	35,6	38,5
CTO e altri in lire	4,5	3,8	3,1	2,0
CTE e BTE	3,3	2,7	2,2	1,9
Prestiti della Repubblica	3,8	4,4	4,5	5,1
Totale	100,0	100,0	100,0	100,0
<i>Per memoria:</i>				
Totale titoli di Stato in miliardi di lire	1.671.699	1.793.177	1.902.303	1.939.269

(1) Le emissioni lorde e le consistenze sono valutate al valore nominale, mentre le emissioni nette sono valutate al prezzo di collocamento. I CCT comprendono solo i Certificati di credito del Tesoro a cedola variabile. Il totale titoli di Stato comprende i Prestiti della Repubblica. Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali. - (2) Non sono inclusi i titoli (76.206 miliardi) emessi a novembre 1994 a conversione del "Conto di transito" (ex conto corrente di tesoreria). - (3) Pari alla differenza tra le emissioni lorde e i rimborsi, comprensivi del riacquisto di titoli effettuato dal Tesoro. - (4) Non sono inclusi i titoli (31.000 miliardi) emessi a dicembre 1993 per il finanziamento del conto di disponibilità del Tesoro.

Il sistema di regolamento lordo BI-REL: avvio della seconda fase

Dal 26 gennaio ha raggiunto la piena operatività il sistema di regolamento lordo dei pagamenti interbancari (BI-REL), che rappresenta la componente italiana del futuro sistema di regolamento europeo TARGET. Tutte le operazioni interbancarie di grande importo vengono ora regolate direttamente in tempo reale nei conti delle banche presso la Banca d'Italia, mentre le operazioni al dettaglio e quelle della liquidazione titoli continuano a confluire nel sistema di compensazione (BI-COMP). Il passaggio "a regime" si è completato con il trasferimento in BI-REL del regolamento dei contratti del Mercato telematico dei depositi interbancari (MID) e delle operazioni interbancarie all'ingrosso per scambi con "non residenti" - procedura "Girofondi in lire di conto estero e controvalore in lire delle operazioni in cambi" (GEC) - pari a circa il 95 per cento dell'importo dei pagamenti interbancari (cfr. il riquadro: Gli interventi della Banca d'Italia sul mercato monetario in Bollettino Economico n.29, 1997). Dal 26 gennaio il valore medio giornaliero dei flussi della compensazione recapiti è diminuito da 281 mila miliardi a 49 mila miliardi, di cui il 30 per cento relativo alla "liquidazione titoli".

Nelle prime quattro settimane di operatività a "regime", BI-REL ha regolato in media più di 40 mila pagamenti al giorno, per un volume medio giornaliero di operazioni di oltre 250 mila miliardi. Più della metà di questi pagamenti è attribuibile alle banche di maggiore dimensione. I pagamenti gestiti dalla procedura GEC sono risultati i più rilevanti in termini di valore (in media giornaliera 160.000 miliardi), seguiti da quelli MID (50.000 miliardi), BIR (bonifici di importo rilevante, 11.000 miliardi) e BOE (bonifici esteri, 1.000 miliardi).

Per assicurare il buon funzionamento di BI-REL, la Banca d'Italia concede liquidità infragiornaliera attraverso la mobilitazione della riserva obbligatoria - in una percentuale massima del 10 per cento, in aggiunta alla quota già mobilizzabile su base giornaliera (12,5 per cento) - e l'utilizzo di un'anticipazione infragiornaliera in conto corrente, di durata quadrimestrale, gratuita, interamente garantita da titoli stanziabili e, in condizioni normali, non razionata.

La procedura prevede un meccanismo di liste d'attesa per i pagamenti temporaneamente privi di copertura. Tali pagamenti sono inoltrati al regolamento secondo tre diversi ordini di priorità ("alta", "media" e "ordinaria"), definiti in funzione della differente natura dei pagamenti stessi; nell'ambito delle categorie di priorità, l'ordine di esecuzione dei pagamenti segue il criterio FIFO (First In First Out).

Al 26 gennaio scorso, 140 banche, dei 785 operatori partecipanti a BI-REL, potevano ricorrere all'anticipazione infragiornaliera. In caso di mancato rimborso a fine giornata della liquidità infragiornaliera, la Banca d'Italia applica alle banche inadempienti una penale pari al tasso overnight massimo, rilevato nella stessa giornata sul MID, maggiorato di dieci punti percentuali.

Nelle prime quattro settimane di operatività, l'utilizzo medio nel corso della giornata della liquidità infragiornaliera è stato pari a circa 5.400 miliardi, valore che corrisponde al 17,5 per cento dei fondi disponibili e a poco più del 2 per cento dell'importo dei pagamenti regolati. Le banche di maggiore dimensione e le filiali italiane

continua ►

mente ridotta nei mesi successivi, scendendo in dicembre al di sotto di quella sui Bund (fig. 48). In ottobre, in concomitanza con il rialzo dei tassi a breve termine disposto dalla Bundesbank, i rendimenti dei titoli in marchi hanno fatto registrare un forte incremento di volatilità, che non si è esteso ai tassi italiani.

Nel 1997 gli scambi sul MTS sono aumentati del 16,3 per cento rispetto al 1996 (fig. 49); è prose-

guita la tendenza alla riduzione della concentrazione per tipologie di titoli. I maggiori incrementi sono stati registrati dalle transazioni di CTZ (19 per cento) e di BOT (35 per cento), mentre gli scambi di CCT sono aumentati in misura più moderata (5,5 per cento). Il 12 dicembre sono state avviate sul MTS le negoziazioni di pronti contro termine su titoli di Stato: esse riguardano contratti con scadenze comprese tra 2 giorni e 3 mesi e con consegna sia di titoli generici

di banche estere hanno fatto ricorso alla liquidità infragiornaliera in misura relativamente superiore rispetto ad altri gruppi (rispettivamente 19 e 25 per cento dei loro fondi disponibili).

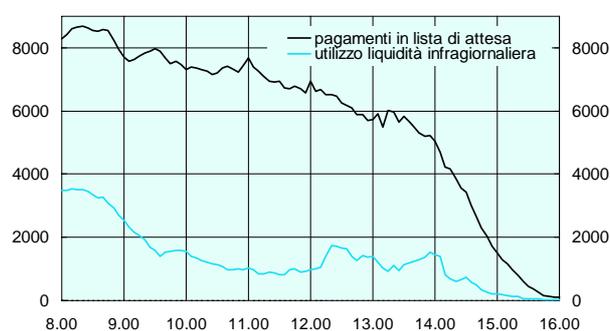
La capacità di regolamento del sistema, misurata dal rapporto tra pagamenti immessi e regolati in un intervallo di cinque minuti, è risultata in media pari a circa il 98 per cento. Nel corso della giornata l'importo medio dei pagamenti in lista d'attesa è ammontato a circa 1.550 miliardi, meno dell'1 per cento dei pagamenti giornalieri complessivi: il tempo medio di permanenza dei pagamenti nelle liste ha superato di poco i tre minuti.

Il valore massimo dei pagamenti in attesa di regolamento è coinciso con l'inizio dell'operatività (ore 8), quando vengono immessi automaticamente nella procedura i pagamenti MID in scadenza (cfr. la figura). In alcune giornate si sono registrati picchi di pagamenti in lista d'attesa, anche in corrispondenza della fase di regolamento del saldo della compensazione recapiti (ore 13).

I pagamenti in lista d'attesa sono concentrati nelle banche maggiori e nelle filiali italiane di banche estere (rispettivamente, il 19 e il 53 per cento del totale). Tale fenomeno e lo scarso utilizzo della liquidità infragiornaliera da parte delle altre categorie di banche indicano che al momento non sembra operare un meccanismo di redistribuzione tra banche delle riserve infragiornaliere disponibili; ne è derivato un aumento delle richieste di anti-

cipazione infragiornaliera nei giorni successivi all'avvio del nuovo sistema.

Pagamenti in lista d'attesa e utilizzo della liquidità infragiornaliera nel corso della giornata (1) (miliardi di lire)



(1) Dati medi giornalieri riferiti al periodo 26 gennaio 1998-20 febbraio 1998.

L'estensione del sistema di regolamento lordo a tutte le operazioni interbancarie di grande importo non sembra aver influito, in questo periodo, sui tassi d'interesse interbancari a brevissimo termine. Solo in coincidenza dell'avvio del nuovo sistema si è rilevata una variabilità infragiornaliera del tasso overnight superiore alla norma, anche a causa della presenza di cospicui pagamenti in scadenza per le banche. Nei giorni successivi la variabilità infragiornaliera è progressivamente tornata su livelli contenuti, a dimostrazione della rapida capacità di adattamento delle tesorerie bancarie al nuovo sistema e dell'adeguatezza del sistema di liste d'attesa e dell'offerta di liquidità infragiornaliera.

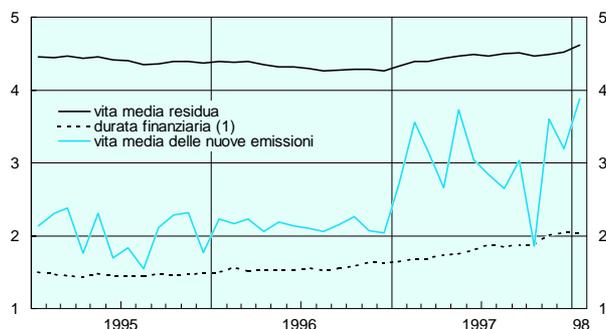
(general collateral), sia di titoli specifici (special repo).

Le contrattazioni di future sui BTP al LIFFE, pur essendosi leggermente ridotte nell'ultima parte dell'anno, sono aumentate del 23,1 per cento rispetto al 1996, beneficiando anche delle aspettative di riduzione dei tassi di interesse; gli scambi al MIF sono cresciuti in misura minore (7,2 per cento). Nel com-

piesso, la quota delle transazioni effettuate sul mercato italiano è scesa nella media dell'anno al 16,4 per cento, dal 18,6 del 1996. Su entrambi i mercati, il tasso nominale del BTP nozionale alla base del contratto future è stato portato all'8 per cento.

Gli scambi al LIFFE di future sugli eurodepositi in lire a tre mesi sono stati pari a 48.300 miliardi medi giornalieri, quasi il doppio rispetto al 1996. In Italia

Fig. 47
Vita media dei titoli di Stato e delle nuove emissioni
(valori in anni)



(1) Calcolata sui titoli quotati al MTS.

il nuovo contratto future sul tasso interbancario a un mese, dopo un avvio positivo nel mese di giugno, ha registrato dalla fine di ottobre una riduzione di attività; esso ha comunque contribuito ad aumentare la liquidità del mercato sottostante.

Il mercato azionario e la gestione professionale del risparmio

La capitalizzazione della borsa italiana ha raggiunto alla fine del 1997 593.000 miliardi; in percentuale del PIL è aumentata dal 20,6 del 1996 al 30,4

Tav. 22

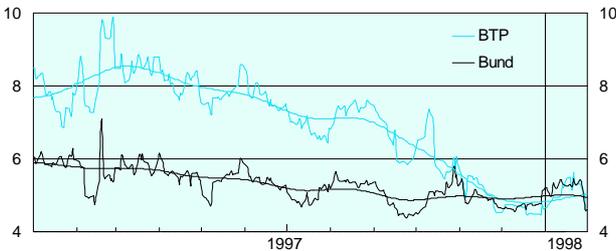
Consistenze e acquisti netti di titoli (1)

SOTTOSCRITTORI	Settore pubblico						Obbligazioni	Totale titoli di Stato e obbligazioni	Azioni quotate italiane
	BOT	CTZ	CCT	BTP	Altri (2)	Totale			
Consistenze (miliardi di lire)									
Dicembre 1997									
Banca d'Italia-UIC	14.331	219	7.817	52.234	77.642	152.243	510	152.753	6.522
Banche	33.465	20.542	148.011	83.808	11.104	296.930	50.207	347.137	3.450
Fondi comuni	16.104	68.635	41.607	66.496	1.555	194.397	5.222	199.619	39.409
Estero (3)	34.991	10.156	80.491	272.553	121.388	519.579	..	519.579	87.729
Altri investitori (4)	203.359	59.219	289.038	291.897	55.559	899.072	352.824	1.251.896	455.612
Totale ...	302.250	158.771	566.964	766.988	267.248	2.062.221	408.763	2.470.984	592.722
<i>(quote percentuali)</i>									
Banca d'Italia-UIC	4,7	0,1	1,4	6,8	29,0	7,4	0,1	6,2	1,1
Banche	11,1	12,9	26,1	10,9	4,2	14,4	12,3	14,0	0,6
Fondi comuni	5,3	43,3	7,3	8,7	0,6	9,4	1,3	8,1	6,6
Estero (3)	11,6	6,4	14,2	35,5	45,4	25,2	..	21,0	14,8
Altri investitori (4)	67,3	37,3	51,0	38,1	20,8	43,6	86,3	50,7	76,9
Totale ...	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Acquisti netti (miliardi di lire)									
Gennaio-dicembre 1997									
Banca d'Italia-UIC	12.641	-1.581	-10.629	-11.850	-2.146	-13.565	-129	-13.694	2.003
Banche	-22.792	-975	2.952	-13.116	-4.439	-38.370	585	-37.785	884
Fondi comuni	-10.929	24.071	7.564	29.429	17.909	68.044	1.524	69.568	6.362
Estero (3)	10.680	4.543	11.331	73.496	-1.847	104.549	..	104.549	13.363
Altri investitori (4)	-71.910	15.426	-3.236	-9.369	-27.098	-102.533	94.763	-7.770	-14.783
Totale ...	-82.310	41.484	7.982	68.590	-17.622	18.125	96.743	114.868	7.829

(1) Le consistenze dei titoli di Stato e delle obbligazioni sono valutate al valore nominale, quelle delle azioni al valore di mercato; gli acquisti netti sono valutati al valore di mercato. - (2) Sono inclusi i prestiti della Repubblica, la cui ripartizione è parzialmente stimata. - (3) I dati riferiti ai CTZ sono parzialmente stimati; i CCT includono tutti i Certificati di credito del Tesoro. - (4) Famiglie, imprese, Tesoro, Istituti di previdenza. Cassa DD.PP., SIM e Istituti di assicurazione; i dati riferiti alle azioni sono parzialmente stimati.

Fig. 48

Volatilità implicita dei BTP e dei Bund quotati al LIFFE (1)
(valori percentuali in ragione d'anno)

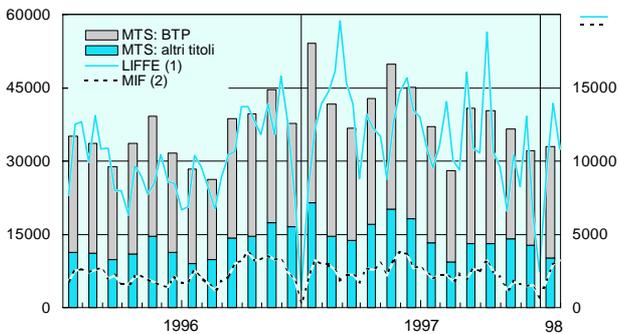


(1) Deviazioni standard della distribuzione di probabilità delle variazioni percentuali del prezzo del future sul titolo decennale implicita nel prezzo dell'opzione *at-the-money* di più vicina scadenza. Le linee interpolanti sono generate mediante l'applicazione di un filtro di Hodrick-Prescott.

per cento. Questo risultato si deve quasi per intero a un aumento dei corsi pari al 58,1 per cento, il valore più elevato dal 1986; il contributo degli aumenti di capitale e delle nuove quotazioni è stato limitato. Nel gennaio di quest'anno le quotazioni hanno fatto registrare un ulteriore forte incremento (12,2 per cento).

Fig. 49

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



(1) Scambi sui contratti future sui BTP a 10 anni. Scala di destra. - (2) Scambi sui contratti future sui BTP a 5 e a 10 anni. Scala di destra.

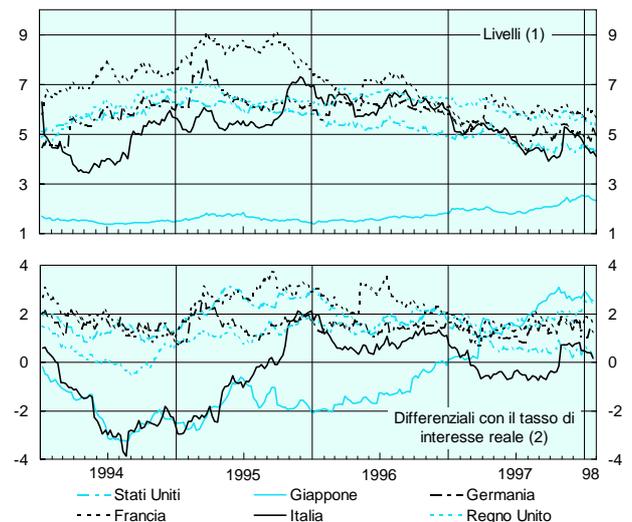
Il rialzo del mercato italiano ha largamente superato quello delle principali borse internazionali (39,1 per cento in Germania, 31,0 negli Stati Uniti, 29,4 in Francia, 19,7 nel Regno Unito e 20,1 in Giappone), dopo un biennio in cui la crescita era stata, invece, inferiore. Gli scostamenti più significativi dagli andamenti negli altri paesi sono avvenuti in prossimità delle riduzioni dei tassi ufficiali italiani.

In connessione con la crisi dei mercati asiatici, i corsi azionari nelle principali piazze finanziarie si sono indeboliti in ottobre e sono divenuti più volatili. La borsa italiana ha risentito in misura minore di tale influenza: dopo un rallentamento temporaneo in quel mese, quando all'acuirsi della crisi asiatica si sono aggiunte incertezze sul quadro politico interno, l'intensità della crescita dei corsi è stata superiore a quella di tutte le altre principali borse

Pur in presenza di un rialzo delle attese degli operatori riguardo agli utili delle società quotate nella borsa italiana, il rapporto tra gli utili e la capitalizzazione del mercato è diminuito pressoché costantemente durante l'anno, scendendo dal 6,0 al 4,6 per cento; in gennaio si è ulteriormente ridotto al 4,1 per cento. L'attuale livello del rapporto tra utili e capitalizzazione è comparabile con quello statunitense e inferiore a quello degli altri principali paesi, con la sola eccezione del Giappone (fig. 50). Alla fine del gennaio 1998 il differenziale tra il rapporto utili/capitalizzazione e il tasso di interesse reale a lungo termine era in Italia solo lievemente positivo e inferiore ai valori che si registrano negli altri principali paesi.

Fig. 50

Rapporto utili attesi/capitalizzazione e differenziale con il tasso di interesse reale delle principali borse internazionali
(valori percentuali e punti percentuali)



Fonte: Datastream.

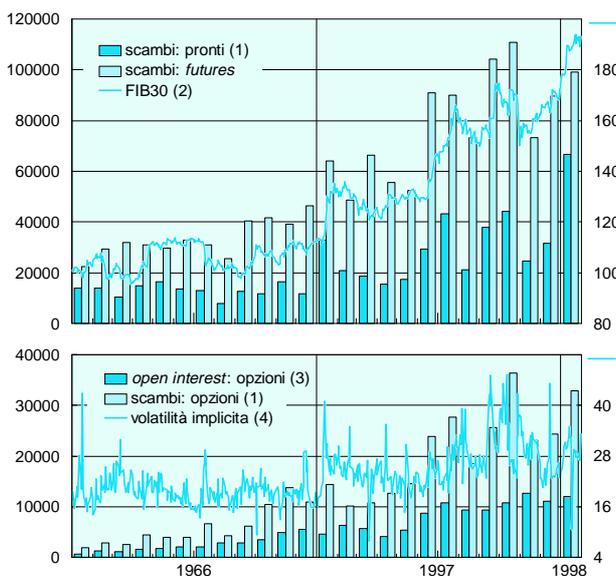
(1) Gli utili sono stime dell'utile atteso per l'anno in corso per Francia, Germania e Italia; sono tratti dagli ultimi bilanci societari pubblicati per Giappone, Regno Unito e Stati Uniti. - (2) Il tasso reale è pari alla differenza tra il rendimento dei titoli obbligazionari a lungo termine e l'inflazione effettiva nei 12 mesi precedenti.

In Italia, l'aumento dei prezzi azionari è stato più marcato nei comparti dei servizi e in quello bancario, con incrementi dell'indice del 135 e del 101 per cento, rispettivamente. L'aumento dei corsi è stato elevato soprattutto per le azioni delle banche interessate da processi di concentrazione e ristrutturazione, avviati o annunciati.

Gli scambi di azioni sono cresciuti fortemente nel 1997 (fig. 51). La media mensile delle contrattazioni è più che raddoppiata rispetto al 1996: nel comparto a pronti è passata da 13.000 a 28.000 miliardi, in quello a termine da 33.000 a 77.000 miliardi. Gli scambi di opzioni sull'indice di borsa sono più che triplicati, salendo, in rapporto al volume delle transazioni a pronti, dal 46 al 72 per cento.

Fig. 51

**Borsa valori italiana:
mercato azionario a pronti e a termine**



(1) Controvalore mensile in miliardi di lire. Scala di sinistra. - (2) Indice: 29 dicembre 1995=100. Scala di destra. - (3) Valore in miliardi di lire. Scala di sinistra. - (4) Deviazione standard della distribuzione di probabilità delle variazioni percentuali dell'indice FIB30 implicita nel prezzo dell'opzione *at-the-money* di più vicina scadenza. Scala di destra.

Nonostante il forte rialzo dei corsi, le emissioni lorde di azioni sono aumentate di poco rispetto all'anno precedente, passando da 5.500 a 7.800 miliardi. L'aumento di capitalizzazione determinato dall'ammissione in borsa di 15 nuove società è stato pari a 14.200 miliardi, valore non lontano da quello del

1996. Il numero di titoli quotati è sceso nell'anno a 301 per la cancellazione di 19 titoli.

Le operazioni di privatizzazione, attuate prevalentemente attraverso offerte pubbliche di vendita, hanno generato introiti per il Tesoro pari a quasi 37.500 miliardi; sotto il profilo quantitativo le più rilevanti sono state quelle relative alla Telecom (19.900 miliardi) e alla terza *tranche* dell'ENI (12.800 miliardi).

Il 20 febbraio 1998 il Governo ha approvato in via definitiva il Testo unico delle disposizioni in materia di mercati finanziari (*cf.* la sezione: *Interventi*). Fra le modifiche più importanti si annoverano l'introduzione nell'ordinamento di un nuovo tipo di intermediario (la società di gestione del risparmio) e, nell'ambito del diritto societario, il rafforzamento della tutela degli azionisti di minoranza, anche attraverso una nuova disciplina dell'OPA e delle deleghe di voto.

I fondi comuni e le gestioni patrimoniali hanno avuto nel 1997 uno sviluppo molto rilevante (*cf.* il riquadro: *La raccolta di risparmio gestito nel 1997*, in *Bollettino Economico*, n. 29, 1997). I fondi comuni hanno fatto registrare un flusso di raccolta netta pari a 143.300 miliardi (58.200 nel 1996), affluito in larga misura al comparto obbligazionario. Il patrimonio gestito dai fondi ha raggiunto i 368.400 miliardi, con un incremento del 54 per cento. Oltre ai titoli di Stato, gli acquisti netti dei fondi comuni hanno interessato titoli in valuta, sia azionari sia obbligazionari. Nel 1997 il rendimento dei fondi è risultato fortemente differenziato nei singoli comparti. Grazie all'eccezionale aumento dei corsi delle azioni, i fondi azionari e bilanciati hanno fatto registrare un rendimento del 30,3 e del 24,8 per cento, rispettivamente; l'aumento dell'indice medio dei fondi obbligazionari si è commisurato al 6,6 per cento.

Anche il flusso di raccolta netta delle gestioni patrimoniali è risultato elevato: 64.400 miliardi nei primi nove mesi dell'anno, contro 35.200 nello stesso periodo dell'anno precedente. Il rendimento annualizzato medio realizzato dal settore è stimabile nell'ordine del 9 per cento.

Prospettive economiche a breve termine, prezzi e politica monetaria

Gli sviluppi internazionali

L'attività economica nei paesi industriali ha segnato, nel 1997, un'accelerazione. Il prodotto lordo dell'area è cresciuto del 2,8 per cento, contro il 2,5 dell'anno precedente; si sono peraltro registrati andamenti divergenti fra i vari paesi. L'inflazione è scesa dal 2,3 per cento del 1996 al 2,0, livello minimo dalla fine degli anni sessanta.

Nell'economia statunitense la crescita è stata particolarmente elevata (3,8 per cento). Nell'Unione europea il prodotto è aumentato del 2,6 per cento, quasi un punto in più dell'anno precedente. Un brusco rallentamento dell'attività (dal 3,6 all'1,0 per cento) si è registrato invece in Giappone. Le economie in via di sviluppo, nel loro insieme, hanno continuato a crescere a tassi dell'ordine del 6 per cento. Il commercio mondiale, traendo impulso soprattutto dall'espansione del mercato statunitense, è aumentato quasi del 9 per cento.

In contrasto con le tendenze osservate negli Stati Uniti e nel Regno Unito, la situazione del mercato del lavoro permane grave nell'Europa continentale.

Nella UE le politiche fiscali sono rimaste orientate al riequilibrio dei conti pubblici; i disavanzi sono scesi a un valore medio pari al 2,4 per cento del PIL (4,2 nel 1996) per l'azione di risanamento, particolarmente incisiva in alcuni paesi, volta anche a soddisfare i criteri di accesso alla UEM.

La sostanziale stabilità dei prezzi delle materie prime, tramutatasi in calo nella seconda parte dell'anno anche in seguito alla crisi asiatica, e la moderazione dei costi del lavoro in tutti i principali paesi industriali hanno fornito un contributo determinante alla discesa dell'inflazione; nella stessa direzione ha agito la fermezza delle politiche monetarie.

All'inizio del 1997 i timori di aumento dell'inflazione negli Stati Uniti inducevano la Riserva federale ad aumentare i tassi sui federal funds di 0,25 punti. Negli ultimi mesi dell'anno l'assenza di tensioni sui prezzi e la crisi asiatica allontanavano la prospettiva di un ulteriore inasprimento delle condizioni monetarie.

La flessione dei rendimenti sui mercati finanziari internazionali avviatasi dalla metà del 1997 è stata favorita dal calo dell'inflazione e dall'ampia disponibilità di finanziamenti; nell'ultima parte dell'anno vi hanno contribuito i riflessi della crisi asiatica.

Questa ha tratto origine dall'impetuoso processo di investimento finanziato in larga parte con capitali esteri a breve termine e non sempre fondato su corrette valutazioni del rischio e della redditività. I sistemi bancari delle economie colpite dalla crisi sono caratterizzati da una forte esposizione verso i settori economici in difficoltà e da un cospicuo indebitamento in dollari; sotto l'impulso della comunità internazionale, che si è impegnata in una rilevante azione di sostegno a questi paesi, sono state intraprese vaste riforme tese a rafforzare istituzioni e mercati finanziari.

Sulle prospettive dell'economia internazionale grava oggi l'incertezza sulla capacità di ripresa del Giappone e sugli sviluppi della crisi nei paesi asiatici.

Per questi ultimi, le previsioni dell'FMI, elaborate lo scorso dicembre, indicavano, in un contesto di ripresa dell'inflazione relativamente contenuta, tassi di crescita ancora di segno positivo. Le valutazioni effettuate più di recente da centri di previsione privati sono meno ottimistiche (tav. 23).

I fattori sottostanti la crescita di più lungo periodo di queste economie restano favorevoli. Il rapido

Tav. 23

**Andamenti effettivi e previsti
di alcune variabili macroeconomiche internazionali**
(variazioni percentuali sull'anno precedente)

VOCI	1997	1998			
		FMI	Centri privati		
			(a)	(b)	(c)
PIL (1)					
Paesi industriali	2,8	2,4	2,3	2,4	2,4
di cui: <i>Stati Uniti</i>	3,8	2,4	2,7	2,8	2,9
<i>Giappone</i>	1,0	1,1	0,1	..	0,3
<i>UE</i>	2,6	2,7	2,7	3,1	2,7
<i>Germania</i>	2,2	2,6	2,7	3,1	2,5
PVS	5,9	4,9	-	-	3,5
di cui: <i>ASEAN-4 (2)</i>	4,0	1,7	-1,3	-0,6	-1,6
Corea del Sud	6,0	2,5	-0,2	-2,0	-2,9
Europa centro-orientale ed ex URSS	1,9	3,4	-	-	-
Prezzi al consumo					
Paesi industriali	2,0	2,1	1,8	1,6	1,7
di cui: <i>Stati Uniti</i>	2,3	2,6	2,1	2,1	1,9
<i>Giappone</i>	1,7	0,8	0,6	-0,2	0,5
<i>UE</i>	1,9	2,1	2,0	-	1,8
<i>Germania</i>	1,8	2,3	1,9	1,9	1,8
PVS	9,0	8,1	-	-	8,9
di cui: <i>ASEAN-4 (2)</i>	6,4	-	14,7	11,2	17,9
Corea del Sud	4,3	-	9,8	12,0	9,5
Europa centro-orientale ed ex URSS	29,2	14,6	-	-	-
Commercio mondiale (3)	8,6	6,2	-	7,0	-
Bilance correnti (4)					
Paesi industriali	17	-46	-	-	-
di cui: <i>Stati Uniti</i>	-178	-230	-192	-208	-215
<i>Giappone</i>	94	99	101	107	133
<i>UE</i>	99	89	-	105	98
<i>Germania</i>	-6	-5	4	6	3
ASEAN-4 (2)	-22	-12	-1	2	-
Corea del Sud	-14	-2	3	17	-
Saldi di bilancio pubblico (5)					
Stati Uniti	-0,3	-0,3	..	0,2	0,8
Giappone	-2,9	-2,9	-3,3	-2,5	-3,1
Germania	-2,7	-2,9	-2,7	-2,9	-2,8

Fonte: statistiche nazionali, FMI, *World Economic Outlook, Interim Assessment*, dicembre 1997, Consensus, *Consensus Forecasts*, febbraio 1998, J.P. Morgan, *World Financial Markets, First Quarter 1998*, gennaio 1998 e Goldman Sachs, *The International Economics Analyst*, febbraio 1998.

(a): Consensus; (b): J.P. Morgan; (c): Goldman Sachs.

(1) A prezzi costanti. - (2) Filippine, Indonesia, Malesia e Thailandia. - (3) Beni e servizi, in quantità. - (4) Miliardi di dollari. - (5) In percentuale del PIL.

superamento della crisi richiede, come emerso dal recente vertice del G-7 a Londra, una vigorosa azione espansiva di bilancio in Giappone. Nel 1998, in assenza di nuove misure di stimolo, la domanda interna in quel paese subirebbe una contrazione; l'attività produttiva ristagnerebbe.

I riflessi della crisi asiatica sulle altre economie industriali, i cui legami con quelle dei paesi interessati sono meno stretti, sembrano limitati. Negli Stati Uniti e in Europa, che beneficiano della caduta dei prezzi dei prodotti importati e della flessione dei tassi di interesse, le prospettive congiunturali, quali emergono dagli indicatori più recenti, restano positive. Per il 1998, il FMI prevede tassi di crescita negli Stati Uniti e nella UE del 2,4 e 2,7 per cento, rispettivamente. Le importazioni dei paesi industriali sosterebbero il commercio mondiale che, pur rallentando rispetto al 1997, continuerebbe a espandersi a ritmi sostenuti.

Le condizioni dei mercati del lavoro nei paesi anglosassoni e nell'Europa continentale resteranno difformi; in particolare, non si prevede ancora una decisa ripresa dell'occupazione in Germania e negli altri maggiori paesi europei.

Gli squilibri delle partite correnti delle bilance dei pagamenti fra le principali aree tenderanno, nell'anno in corso, ad aggravarsi, con una conseguente espansione dei flussi internazionali di capitali; al considerevole peggioramento del disavanzo degli Stati Uniti farebbe riscontro il miglioramento dei saldi dei paesi asiatici colpiti dalla crisi. Gli attivi del Giappone e della UE rimarranno sostanzialmente invariati.

In Europa, nel quadro del lieve rafforzamento della crescita dell'attività economica, le politiche monetarie restano orientate al consolidamento della stabilità dei prezzi e all'obiettivo della realizzazione della moneta unica all'inizio del 1999. I mercati si attendono che la convergenza tra i tassi di interesse a breve termine dei paesi candidati a fare parte della UEM si realizzi a un livello attorno al 4 per cento, inferiore a quello previsto lo scorso autunno.

Congiuntura e politica di bilancio in Italia

Anche nell'attuale fase di ripresa, in Italia l'evoluzione ciclica segue con ritardo l'andamento delle principali economie europee. Dopo il ristagno che aveva caratterizzato il 1996, dalla primavera dello scorso anno l'attività economica nel nostro Paese è tornata a espandersi: nella media del 1997, il prodotto lordo è cresciuto dell'1,5 per cento. L'occupazione è rimasta sostanzialmente stazionaria; cenni di ripresa si sono avuti nel Centro-Nord a partire dall'estate, mentre nel Mezzogiorno il numero di occupati si è ancora leggermente ridotto. Il tasso di disoccupazione del Paese è passato dal 12,1 al 12,3 per cento.

La ripresa è stata sostenuta dalla crescita dei consumi di beni durevoli, soprattutto autoveicoli, sospinti dagli incentivi pubblici. L'incremento degli altri consumi è invece risultato contenuto. Il reddito disponibile, valutato a prezzi costanti e tenendo conto dell'erosione del potere d'acquisto delle attività finanziarie dovuta all'inflazione, è cresciuto a un ritmo simile a quello del PIL: in aumento ha agito il rallentamento dei prezzi; in riduzione l'inasprimento dell'imposizione fiscale.

Gli investimenti fissi lordi sono rimasti pressoché stazionari, come risultato di una ripresa di quelli in macchinari, attrezzature e mezzi di trasporto e di un calo nel comparto delle costruzioni; notevole è stata la ricostituzione delle scorte, soprattutto di materie prime. La crescita delle esportazioni, frenata dalla perdita di competitività indotta dall'apprezzamento della lira nel 1996, è stata assai più contenuta di quella delle importazioni.

La contrazione del surplus commerciale è stata in parte compensata dal miglioramento delle partite invisibili. L'avanzo corrente, ancora cospicuo (pari al 3,2 per cento del PIL), ha consentito di completare il processo di riequilibrio della situazione patrimoniale del Paese nei confronti dell'estero.

Nel 1998 l'economia italiana crescerà a un ritmo superiore al 2 per cento, traendo sostegno dalla ripresa degli investimenti fissi lordi e da una minore dispersione all'estero degli impulsi di domanda. Gli investimenti in attrezzature, macchinari e mezzi di

trasporto saranno sospinti dagli elevati livelli di capacità produttiva utilizzata e dalla riduzione dei tassi di interesse nominali e reali; quelli in costruzioni saranno sostenuti dagli incentivi fiscali introdotti dal Governo per le ristrutturazioni residenziali. In lieve decelerazione risulterebbero invece i consumi: a una maggiore crescita di quelli di beni non durevoli e di servizi farebbe riscontro un rallentamento di quelli di beni durevoli, connesso con il progressivo affievolirsi degli stimoli indotti dalle misure di incentivazione. La crescita delle esportazioni dovrebbe risultare analoga a quella del 1997; il rallentamento della domanda estera dovrebbe essere compensato dall'esaurirsi degli effetti negativi sulla competitività dell'apprezzamento della lira del 1996. Il venir meno di questi effetti concorrerebbe anche alla decelerazione delle importazioni. L'avanzo corrente dovrebbe rimanere, in rapporto al PIL, su un valore simile a quello del 1997.

L'occupazione complessiva non registrerà miglioramenti significativi, nonostante un lieve aumento nel settore privato non agricolo.

Lo scorso anno la ripresa produttiva ha potuto conciliarsi con un'accelerazione del processo di riequilibrio dei conti pubblici. Gli interventi correttivi, dell'ordine di tre punti percentuali del PIL, attuati in parte attraverso un'incisiva azione di controllo sui pagamenti di bilancio e sui prelievi dalla tesoreria statale, hanno consentito di elevare l'avanzo primario delle Amministrazioni pubbliche dal 4,1 al 6,8 per cento del PIL. Questo risultato, insieme con il forte calo della spesa per interessi indotto dalla flessione dei tassi, ha portato l'indebitamento netto dal 6,7 per cento nel 1996 al 2,7 nel 1997, al di sotto della soglia del 3 per cento stabilita per l'accesso alla UEM.

Il contenimento del disavanzo, congiuntamente ai cospicui proventi delle dismissioni patrimoniali, ha impresso un'accelerazione alla riduzione del rapporto fra debito pubblico e PIL; esso è sceso dal 124,9 per cento alla fine del 1994 al 124,0 nel 1996 e al 121,6 nel 1997.

La considerevole riduzione del disavanzo pubblico è stata ottenuta soprattutto attraverso l'innalzamento della pressione fiscale. Questa è salita di quasi

I provvedimenti attuativi della manovra di bilancio per il 1998

L'entità complessiva della manovra di bilancio per il 1998, che mira ad accrescere l'avanzo primario tendenziale delle Amministrazioni pubbliche di circa 25.000 miliardi, non ha subito modificazioni nel corso dell'iter parlamentare rispetto alla formulazione presentata dal Governo lo scorso settembre (cfr. il riquadro: La manovra di bilancio per il 1998, in Bollettino Economico, n. 29, 1997). Secondo le valutazioni ufficiali, il maggiore avanzo primario implicherebbe una riduzione degli oneri per interessi pari a 1.500 miliardi.

La composizione della manovra è stata tuttavia lievemente modificata. Le spese connesse con gli incentivi per l'occupazione e con gli interventi in favore delle popolazioni colpite dagli eventi sismici del 1997 sono state compensate da maggiori entrate e da un aumento dei risparmi conseguenti alle misure in materia di personale e di sanità. Il "fondo negativo" di 5.000 miliardi, inizialmente iscritto tra gli stanziamenti dei fondi speciali, è stato sostituito da interventi in materia previdenziale e sanitaria (per quasi 4.600 miliardi) che, per circa 900 miliardi, sono costituiti da inasprimenti contributivi. Ne è derivato un aumento, da oltre 11.000 a circa 13.000 miliardi, delle maggiori entrate attese e una diminuzione dei risparmi di spesa previsti (da quasi 14.000 a circa 12.000 miliardi).

La manovra si articola nella legge finanziaria (L. 27.12.1997, n. 450), nel relativo provvedimento collegato (L. 27.12.1997, n. 449) e nella legge di conversione (L. 29.11.1997, n. 410) del decreto legge recante "Disposizioni tributarie urgenti" (D.L. 29.9.1997, n. 328).

Il provvedimento collegato include norme che disciplinano i pagamenti dal bilancio dello Stato e i prelevamenti dalla tesoreria statale, analoghe a quelle adottate per il 1997 (L. 28.2.1997, n. 30). Anche in questa occasione, come già lo scorso anno, nelle valutazioni ufficiali degli effetti finanziari della manovra, a tali norme non vengono attribuiti effetti; esse sono volte a garantire il conseguimento delle riduzioni di spesa indicate.

Le entrate

La conversione in legge dei provvedimenti che compongono la manovra di bilancio ha determinato, secondo le stime ufficiali, un rafforzamento della portata degli

interventi sulle entrate pari a circa 1.900 miliardi. In particolare, le entrate tributarie sono state accresciute di 500 miliardi e quelle extratributarie di 1.400 miliardi.

Effetti della manovra di bilancio sul conto economico delle Amministrazioni pubbliche (1) (miliardi di lire)

MAGGIORI ENTRATE	13.000
Tributi	11.100
Norme riguardanti l'IVA	5.850
Ritenute d'acconto su prestazioni di lavoratori autonomi	2.000
Provvedimenti riguardanti la lotta all'evasione ...	550
Imposta sostitutiva sulle plusvalenze	150
Tasse automobilistiche	100
Norme amministrative (ancora da definire)	2.500
Altre entrate	350
Riduzioni di entrate conseguenti alla manovra ...	-400
Altre	1.900
Aumento contributi sanitari e previdenziali	1.800
Demanio marittimo, tassa e sovrattassa di ancoraggio	50
Altre	50
MINORI SPESE	12.000
Previdenza	3.250
Sanità	1.250
Personale	1.100
Finanza locale	2.500
Trasferimenti a imprese di pubblica utilità	2.000
Altri provvedimenti	1.900
TOTALE EFFETTI DELLA MANOVRA SUL SALDO PRIMARIO	25.000
Minori interessi passivi	1.500

(1) Elaborazioni su valutazioni ufficiali.

continua ►

È stato aumentato di 500 miliardi il gettito atteso dall'attuazione di provvedimenti, peraltro non ancora specificati, riguardanti l'Amministrazione finanziaria.

Dall'applicazione di disposizioni, non ancora emanate, concernenti la modifica delle tariffe dei prezzi di vendita al pubblico dei generi soggetti a monopolio fiscale dovrebbero derivare ulteriori 400 miliardi.

Le maggiori entrate tributarie sono in parte compensate da riduzioni di gettito (circa 400 miliardi) quale effetto indiretto delle misure di contenimento della spesa.

Sono state infine previste, in sede di approvazione del provvedimento collegato alla legge finanziaria, alcune agevolazioni che, secondo le stime ufficiali, non dovrebbero influenzare il gettito complessivo.

In particolare, sono state introdotte agevolazioni in favore dei soggetti che provvedono, in zone ad elevato rischio sismico, alla riparazione o ricostruzione di edifici, anche rurali, o di opere pubbliche. È stata prevista la possibilità di trasformare società semplici in società in nome collettivo, in accomandita semplice, per azioni o a responsabilità limitata, previa assegnazione ai soci dei beni non strumentali (immobili e mobili registrati) e dietro pagamento di un'imposta sostitutiva di quelle sui redditi e dell'IRAP. È stata ridotta, dal 16 al 10 per cento, l'aliquota dell'IVA su alcuni generi floreali e sono state concesse alcune agevolazioni agli esercenti attività di commercio al minuto di prodotti tessili, abbigliamento e calzature, riguardanti i versamenti dell'IVA.

Dei 1.400 miliardi di maggiori entrate extratributarie, 450 dovrebbero derivare dall'ulteriore aumento dell'aliquota dei contributi sanitari sui premi assicurativi per la responsabilità civile in ambito automobilistico (l'aliquota passa dal 6,5 al 10,5 per cento, anziché all'8,5 per cento inizialmente indicato); oltre 900 miliardi dall'aumento dell'aliquota contributiva per il finanziamento delle gestioni pensionistiche degli artigiani e dei commercianti (dal 15 al 15,8 per cento) e delle aliquote relative a quelle riguardanti i lavoratori "parasubordinati", i coltivatori diretti, i mezzadri e i coloni (è stato anche disposto un aumento

della quota capitaria dovuta dai lavoratori agricoli autonomi all'INAIL).

Le spese

Previdenza. - *Gli interventi in materia di spesa per pensioni inseriti nel provvedimento collegato alla legge finanziaria riguardano principalmente: a) l'accelerazione del processo di allineamento dei requisiti per il pensionamento dei dipendenti pubblici a quelli previsti per i dipendenti del settore privato; b) l'immediato adeguamento delle regole dei fondi speciali (le gestioni pensionistiche esonerative, sostitutive ed esclusive dell'assicurazione generale) a quelle del Fondo pensioni lavoratori dipendenti; c) l'anticipazione, per una parte degli aventi diritto, del graduale innalzamento del requisito di età anagrafica previsto dalla legge di riforma del 1995 (tra gli altri, sono esclusi dal provvedimento gli operai e coloro che sono stati iscritti alle gestioni previdenziali in età relativamente giovane); d) lo slittamento dei periodi previsti per accedere al pensionamento di anzianità nel 1998; e) la sospensione, piena nel 1998 e parziale nel triennio successivo, dell'indicizzazione delle pensioni di importo superiore a cinque volte il trattamento minimo Inps.*

In base alla relazione tecnica presentata dal Governo, le misure adottate dovrebbero determinare risparmi di spesa crescenti fino al 2007. Negli anni successivi, i risparmi dovrebbero diminuire rapidamente; in seguito, per circa un ventennio, si registrerebbe un aumento degli oneri.

Sanità. - *È stato introdotto l'obbligo per le Regioni di assegnare a ciascuna ASL obiettivi di risparmio di spesa non inferiori al 2,25 per cento della spesa indicata nel rendiconto per il 1996, rivalutata con i tassi di inflazione programmata per il biennio 1997-98.*

Personale. - *Sono stati ridotti del 12,01 per cento gli stanziamenti relativi alla remunerazione delle prestazioni di lavoro straordinario per il personale dello Stato (con l'eccezione di alcune categorie, tra cui quella del personale preposto a compiti di tutela dell'ordine e della sicurezza pubblici).*

due punti percentuali, tornando sul livello toccato nel 1993 (circa il 44 per cento del PIL). L'incidenza sul prodotto delle spese correnti diverse dagli interessi è rimasta pressoché invariata; nell'ambito di queste ultime è ulteriormente aumentato il peso delle prestazioni sociali, in particolare delle pensioni. Le erogazioni in conto capitale sono scese di mezzo punto percentuale del prodotto, per effetto della riduzione dei contributi agli investimenti e di altre spese. Per accelerare il riequilibrio dei conti pubblici, si è fatto ricorso a misure di carattere temporaneo pari a circa l'1 per cento del PIL.

La politica di bilancio per il 1998, muovendo lungo le linee indicate nel *Documento di programmazione economica e finanziaria per il triennio 1998-2000* e nel Piano di Convergenza predisposto per la UE, mira a consolidare per l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche il risultato ottenuto nel 1997. Rispetto all'anno precedente si prevede un calo della pressione fiscale.

Nello scorso mese di settembre il Governo ha presentato al Parlamento un insieme di interventi correttivi volti a migliorare di circa 25.000 miliardi il saldo primario tendenziale del 1998. La manovra, la cui entità complessiva non è stata modificata nell'iter parlamentare di approvazione, porterebbe, come indicato nella *Relazione previsionale e programmatica*, a un avanzo primario pari al 5,6 per cento del PIL, circa un punto percentuale in meno rispetto al 1997; l'entità delle misure di carattere temporaneo si riduce rispetto allo scorso anno, collocandosi intorno allo 0,3 per cento del PIL. La stabilizzazione dell'indebitamento netto verrebbe assicurata dall'ulteriore calo della spesa per interessi, derivante dal graduale avvicinamento del costo medio del debito agli attuali livelli dei tassi d'interesse all'emissione. La riduzione del rapporto tra debito pubblico e PIL supererebbe quella realizzata nel 1997.

Nel corso dell'esame parlamentare, il ridimensionamento dei tagli di spesa programmati per il settore previdenziale è stato compensato da un innalzamento di alcune aliquote contributive; gli aumenti di entrate originariamente fissati in 11.000 miliardi sono stati elevati a 13.000, le riduzioni di spesa sono passate da 14.000 a 12.000 miliardi. L'azione sulle

entrate comprende: la revisione delle aliquote dell'IVA, attuata lo scorso ottobre; alcuni inasprimenti contributivi; l'anticipo del gettito di talune imposte; azioni di natura amministrativa (cfr. il riquadro: *I provvedimenti attuativi della manovra di bilancio per il 1998*). Gli interventi sulle uscite includono riduzioni dei trasferimenti agli enti locali e alle imprese pubbliche, delle spese dei ministeri e per il personale, nonché tagli nei comparti sanitario e previdenziale. Per assicurare il contenimento dei pagamenti entro i valori previsti, sono stati confermati limiti ai prelievi dalla tesoreria dello Stato da parte degli enti pubblici decentrati.

I provvedimenti in materia previdenziale, i cui effetti nel 1998 sono stimati in 3.200 miliardi, nel corso del prossimo decennio dovrebbero determinare, rispetto alla spesa tendenziale, risparmi annui dell'ordine di due decimi di punto percentuale del PIL. Ciò nonostante, in base alle valutazioni ufficiali, fra il 1997 e il 2010 l'incidenza della spesa per pensioni sul PIL dovrebbe crescere di mezzo punto percentuale.

Nella prospettiva della UEM e dell'attuazione degli impegni presi nell'ambito del *Patto per la stabilità e la crescita*, la politica di bilancio mira per il 1998 a consolidare i risultati raggiunti, per poi proseguire verso saldi via via più vicini al pareggio. Procedendo lungo questo percorso sarà possibile accelerare la riduzione del rapporto fra debito e prodotto; un contributo di rilievo potrà derivare dalla dismissione di imprese pubbliche.

L'ulteriore riduzione del disavanzo pubblico dovrà essere conseguita con misure strutturali.

In prospettiva, al riequilibrio dei saldi dovrà affiancarsi un deciso ridimensionamento del bilancio pubblico. La progressiva integrazione dei mercati internazionali accresce questa necessità.

Gli attuali livelli del prelievo tributario, particolarmente elevati per i contribuenti che assolvono pienamente i propri obblighi, possono produrre nel lungo periodo significativi effetti distorsivi sulle scelte economiche e ostacolare il recupero dell'economia sommersa. L'allargamento della base imponibile, soprattutto attraverso il ridimensionamento delle aree

di evasione, erosione ed elusione fiscale, può aprire la strada a una riduzione delle aliquote.

La politica monetaria e l'inflazione

I progressi conseguiti sul fronte dell'inflazione nel 1997 hanno reso possibile, nell'ambito di un indirizzo orientato alla stabilità dei prezzi, un graduale allentamento della politica monetaria.

Nella media dell'anno, l'inflazione, misurata dall'indice dei prezzi al consumo per le famiglie di operai e impiegati, è scesa di oltre due punti percentuali, all'1,7 per cento, valore inferiore all'obiettivo fissato dal Governo. È stato rispettato il criterio di convergenza stabilito dal Trattato di Maastricht. Le aspettative di inflazione hanno mostrato un continuo miglioramento nel corso dell'anno.

Una moderata accelerazione si è manifestata dalla primavera nei prezzi alla produzione, dall'estate in quelli al consumo. Lo sfasamento temporale con cui il rialzo dell'inflazione ha avuto luogo rispetto alle principali economie dell'Europa è da ricondurre al ritardo che ha caratterizzato la ripresa dell'attività economica nel nostro Paese, nonché agli effetti dell'apprezzamento del cambio del 1996. Per i prezzi alla produzione, da novembre le intenzioni espresse dalle imprese sembrano indicare un riassorbimento delle tensioni, che trova un primo riscontro nel rallentamento dell'indice in dicembre. Per i prezzi al consumo, la variazione percentuale sui tre mesi dell'indice per le famiglie di operai e impiegati, al netto della stagionalità e in ragione d'anno, è gradualmente salita da un valore medio leggermente inferiore all'1,5 per cento nella prima metà del 1997 al 2,8 per cento nel febbraio del 1998, sulla base delle anticipazioni provenienti dalle città campione.

Nel corso dell'anno, il riassorbimento delle attuali tensioni nei prezzi al consumo dovrebbe essere favorito dall'andamento dei prezzi internazionali, dalla forte crescita della produttività e dal rallentamento delle retribuzioni unitarie del settore privato.

Le politiche economiche debbono essere orientate ad accelerare il rientro di queste tensioni.

La prudenza con cui nel corso del 1997 è stata attenuata la restrizione monetaria ha evitato ripercussioni negative sulla nostra moneta derivanti da tensioni finanziarie internazionali e avvenimenti politici interni; ha favorito l'ulteriore flessione dei tassi di interesse a lungo termine, scesi in febbraio sotto la soglia di convergenza, attenuando l'incertezza sulla loro evoluzione; ha contribuito al marcato rallentamento degli aggregati monetari negli ultimi quattro mesi dell'anno, dopo la forte espansione dei primi otto.

Il fermo orientamento della politica monetaria è ancor oggi condizione perché si consolidi e divenga permanente la fiducia nella stabilità della moneta. Per la media del 1998, si conferma la previsione di un tasso di inflazione prossimo al 2 per cento.

La linea di politica monetaria seguita è volta ad assicurare il calo dei tassi di interesse a breve termine verso i livelli prevalenti nelle economie europee con tradizioni di più consolidata stabilità, nella prospettiva di un avvicinamento all'Unione monetaria con livelli di cambio coerenti con la parità centrale.

L'espansione degli aggregati monetari e creditizi dovrà rimanere moderata, attorno ai valori programmatici indicati lo scorso autunno. La recente accelerazione dei prestiti bancari riflette la ripresa dell'attività produttiva e d'investimento. La Banca d'Italia vigila affinché la loro crescita prosegua a ritmi compatibili con gli obiettivi di inflazione.

Note

Nuovi indicatori di tasso di cambio effettivo nominale e reale

1. Introduzione

Gli indicatori di tasso di cambio effettivo nominale e reale costituiscono importanti variabili informative per la politica economica. I primi, calcolati come media ponderata degli indici dei tassi di cambio di una moneta nei confronti di quelle dei partner commerciali, forniscono un'indicazione sintetica dell'andamento del valore nominale esterno di quella moneta. I secondi, mettendo a raffronto, in una moneta comune, la dinamica dei prezzi o dei costi di un paese con quelle dei paesi partner, sono volti a valutare l'evoluzione della "competitività", in termini di prezzi finali o di costi di produzione, di beni o servizi prodotti in quel paese ed esposti alla concorrenza estera; è consuetudine che siano costruiti con riferimento a un settore merceologico sufficientemente omogeneo, ad esempio quello dei beni manufatti (1). Concettualmente, gli indicatori di cambio effettivo reale dovrebbero valutare l'evoluzione del potere d'acquisto della moneta di un paese nei confronti degli altri, non la competitività del paese. Tuttavia, anche in conseguenza delle difficoltà di pervenire a una definizione operativa soddisfacente di "potere d'acquisto esterno", è convenzione denominare gli indicatori di competitività anche come indicatori di tasso di cambio effettivo reale. Per costruzione, un aumento dell'indicatore nominale segnala un apprezzamento nominale della moneta del paese rispetto all'insieme delle altre; un aumento dell'indicatore reale segnala una perdita di competitività del paese.

La Banca d'Italia elabora, per l'Italia e per i principali paesi industriali, indicatori di tasso di cambio effettivo dai primi anni ottanta (2). In questa nota si

illustrano alcune revisioni effettuate di recente. Con il presente Bollettino ha inizio la pubblicazione delle serie dei nuovi indicatori.

Sia gli indicatori nominali sia quelli reali sono medie ponderate. Nella scelta del criterio di ponderazione si pongono tre problemi fondamentali: quali paesi considerare; a quale periodo riferire la ponderazione dei tassi di cambio e degli indici di prezzo o di costo; quale metodo di calcolo scegliere.

Le innovazioni apportate al criterio di ponderazione degli indicatori della Banca d'Italia riguardano: a) l'estensione della copertura geografica da 15 a 25 paesi; b) il passaggio da un periodo di riferimento fisso a uno mobile; c) la revisione del metodo di stima della produzione nazionale destinata al mercato interno.

Non sono invece stati modificati gli indici di prezzo e di costo utilizzati negli indicatori di tasso di cambio reale: vengono elaborati tre indicatori, basati rispettivamente sui prezzi alla produzione, sui costi unitari del lavoro per unità di prodotto e sui valori medi unitari all'esportazione nel settore manifatturiero (3).

Il paragrafo 2 descrive le principali innovazioni; il paragrafo 3 confronta i vecchi e i nuovi indicatori.

2. Le innovazioni

I nuovi paesi inclusi negli indicatori sono la Grecia, la Finlandia e il Portogallo (essi consentono ora di coprire l'intera area della UE); alcuni paesi industriali minori (l'Australia, la Norvegia e la Nuova

Zelanda); il Messico, la Corea del Sud, Singapore e Hong Kong.

L'allargamento della copertura geografica si è reso necessario alla luce degli importanti mutamenti intervenuti nella composizione degli scambi commerciali internazionali. Per esempio, tra il triennio 1981-83, periodo di riferimento dei pesi precedenti, e il 1995, l'incidenza sulle esportazioni totali italiane di quelle verso la Corea del Sud, Singapore e Hong Kong è passata dall'1,1 al 3,7 per cento.

Per le esportazioni, i pesi dei diversi paesi sono ricavati, come in passato, con il metodo della "doppia ponderazione", adottato anche dalla maggior parte degli organismi internazionali. Per ciascun paese essi riflettono, da una parte, la rilevanza di ogni mercato di sbocco - i rimanenti 24 paesi più il resto del mondo - sul totale delle proprie esportazioni; dall'altra, la concorrenza che le esportazioni di un dato paese incontrano in ogni mercato da parte sia degli altri esportatori, sia dei produttori locali. Per le importazioni, i pesi riflettono semplicemente la composizione geografica degli acquisti dall'estero. I pesi globali, infine, sono calcolati come media aritmetica dei pesi all'esportazione e di quelli all'importazione, ponderata in funzione dell'incidenza delle esportazioni e delle importazioni, rispettivamente, sul totale dell'interscambio di manufatti del paese esaminato (cfr. Appendice A).

La costruzione dei pesi implica, per ciascun paese, il reperimento di dati sia sulle esportazioni di beni manufatti verso ciascuno dei partner, sia sulla produzione di beni manufatti destinata al mercato interno. I ritardi nella disponibilità di questi dati avevano in passato spinto all'utilizzo di un sistema di ponderazione "a base fissa", cioè riferita a un periodo storico dato (un biennio o un triennio). Tale metodologia rendeva necessario un periodico aggiornamento della base in risposta a variazioni significative della composizione geografica degli scambi internazionali (4).

La scelta di periodi di riferimento "fissi", inevitabilmente arbitraria, costituiva una debolezza della precedente metodologia. Si è quindi deciso di passare a un sistema di ponderazione "a base mobile", in cui i pesi vengono aggiornati con frequenza annuale (5). Tale innovazione è stata possibile anche

grazie alla recente elaborazione, da parte dell'OCSE, di serie storiche a partire sin dagli anni sessanta sui flussi bilaterali di commercio internazionale tra un ampio numero di paesi (6).

Questa modifica si è accompagnata all'adozione di un indice di tipo "concatenato", in sostituzione del precedente di tipo "diretto". Utilizzando indici di tipo concatenato, la variazione di competitività tra due anni non consecutivi è ottenuta come somma delle variazioni di competitività tra ogni anno e il successivo, ognuna calcolata con il sistema di ponderazione appropriato per il periodo (7).

Il principale vantaggio degli indicatori a pesi mobili di tipo concatenato è quello di fornire un'indicazione più corretta delle variazioni della competitività nel lungo periodo. Su un lasso di tempo di dieci o venti anni, infatti, è più probabile che si verifichino mutamenti rilevanti nella struttura della concorrenza internazionale.

Anche nel breve periodo gli indicatori a pesi mobili hanno il vantaggio di cogliere immediatamente gli effetti delle modifiche eventualmente in atto nella composizione geografica del commercio, attraverso l'aggiornamento sistematico del periodo di riferimento per il calcolo dei pesi (8).

L'ampliamento della copertura geografica e il passaggio a un indicatore a pesi mobili hanno aumentato le difficoltà di stima del valore della produzione di ogni paese destinata al mercato interno, stima necessaria per il calcolo dei pesi all'esportazione. Non essendo possibile continuare a utilizzare la precedente metodologia - basata sulle tavole delle interdipendenze settoriali, che non sono disponibili per i nuovi paesi considerati - si è stimata la produzione lorda destinata al mercato interno secondo il metodo della disponibilità, cioè sommando al valore aggiunto del settore manifatturiero a prezzi correnti le importazioni di manufatti, e sottraendo al totale le esportazioni degli stessi (9). Tale metodo consente di ottenere una stima dell'offerta nazionale comparabile con i dati di interscambio e facilmente aggiornabile per tutti i paesi (10). Quest'ultima revisione non ha avuto un impatto rilevante sui pesi. Per l'Italia, mantenendo il precedente periodo di riferimento (il triennio 1981-83) e il numero (14) di partner considerati, si registrano differenze di entità contenuta,

che non alterano significativamente l'importanza relativa dei diversi paesi (11).

Tav. 1

Pesi globali nell'indicatore dell'Italia
(quote percentuali)

PAESI	Vecchi (1981-83)	Nuovi (1995)
Austria	3,2	2,7
Belgio	5,2	4,9
Canada	1,2	0,8
Danimarca	1,5	0,9
Francia	20,4	14,8
Germania	30,2	24,8
Giappone	4,4	6,9
Irlanda	0,6	0,9
Paesi Bassi	5,7	4,1
Regno Unito	8,0	8,1
Spagna	2,4	5,2
Stati Uniti	10,3	9,5
Svezia	2,3	1,8
Svizzera	4,5	4,1
Australia	-	0,6
Corea del Sud	-	1,9
Finlandia	-	0,9
Grecia	-	1,0
Hong Kong	-	2,5
Messico	-	0,5
Norvegia	-	0,6
Nuova Zelanda	-	0,1
Portogallo	-	0,9
Singapore	-	1,4

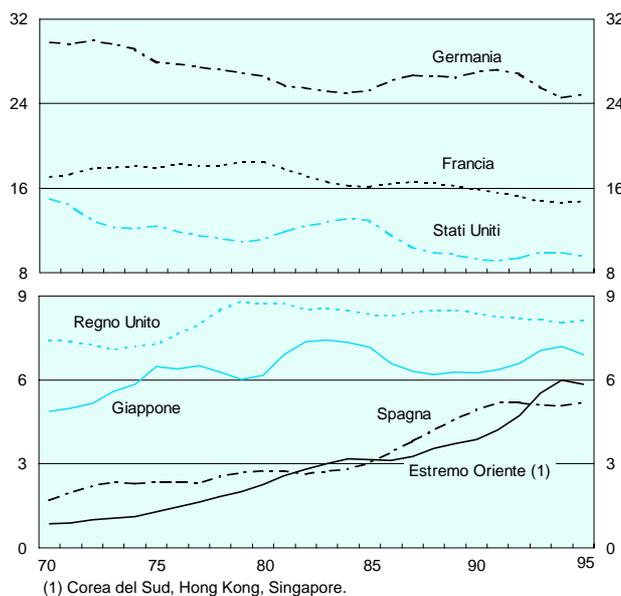
N.B. La somma per colonna può non essere esattamente uguale a 100 a causa degli arrotondamenti.

La rilevanza dell'ampliamento della copertura geografica e dell'introduzione dei pesi mobili trova conferma nell'entità delle variazioni nel tempo del peso globale di alcuni partner commerciali dell'Italia (figura 1). Nella tavola 1 si stabilisce un confronto tra i pesi globali precedentemente utilizzati e quelli calcolati con la nuova metodologia per il più recente anno disponibile, il 1995 (12). Ne risulta ridimensionata, in particolare, l'importanza attribuita a Francia, Germania e Paesi Bassi, a vantaggio, oltretutto dei nuovi paesi inclusi, di Giappone e Spagna.

Nella tavola 2 sono riportati i nuovi pesi globali, relativi al 1995, utilizzati negli indicatori di tutti i paesi considerati.

Fig. 1

Evoluzione del peso globale di alcuni paesi nel nuovo indicatore del tasso di cambio effettivo dell'Italia
(dati annuali; valori percentuali)



3. Un raffronto tra vecchi e nuovi indicatori

La figura 2 mostra gli andamenti dei vecchi e dei nuovi indicatori di tasso di cambio effettivo nominale e reale, questi ultimi calcolati sulla base dei prezzi alla produzione. Per quanto riguarda gli anni più recenti, all'inizio del 1998 il deprezzamento nominale della lira rispetto al livello medio del 1993 risulta pari al 4,3 per cento secondo il nuovo indicatore, al 6,4 per cento secondo il vecchio. Al diverso andamento del nuovo indicatore ha contribuito in forte misura l'entità dell'apprezzamento della lira nei confronti del won della Corea del Sud, pari a oltre l'80 per cento dal 1993 a oggi. Anche rispetto ai primi anni settanta, il deprezzamento evidenziato dal nuovo indicatore è inferiore, di oltre due punti percentuali. Per effetto dell'estensione del novero di concorrenti, il nuovo indicatore attribuisce infatti maggiore importanza a valute nei confronti delle quali la lira è stata relativamente più forte nel tempo.

Tav. 2

Pesi globali
(quote percentuali; 1995)

CONCORRENTI PAESI	CA	US	JP	BE	FR	DE	GB	NL	CH	IT	IE	DK	AT	SE	ES	AU	NZ	FI	NO	GR	PT	ME	KO	SI	HK
Canada	-	75,0	6,4	0,5	1,4	2,7	2,0	0,5	0,5	1,4	0,2	0,1	0,3	0,5	0,3	0,5	0,1	0,2	0,1	0,0	0,1	2,1	1,7	1,0	2,2
Stati Uniti	21,2	-	22,9	1,7	4,1	8,6	5,6	1,7	1,5	3,6	0,6	0,4	0,6	1,2	1,0	1,2	0,2	0,5	0,3	0,1	0,2	8,4	4,9	3,6	5,9
Giappone	2,5	34,2	-	2,1	4,5	11,1	5,4	2,2	2,1	4,4	0,6	0,6	0,9	1,4	1,2	2,9	0,5	0,7	0,4	0,1	0,2	1,3	9,0	4,9	6,9
Belgio	0,6	8,8	5,8	-	15,6	25,0	9,7	9,8	2,1	6,7	1,1	0,9	1,4	2,4	2,9	0,4	0,0	0,8	0,5	0,3	0,7	0,4	1,1	0,9	2,1
Francia	0,7	9,3	5,9	8,3	-	24,4	9,4	5,1	3,5	11,8	1,1	0,9	1,5	1,8	6,8	0,4	0,1	0,8	0,5	0,4	1,3	0,5	1,6	1,5	2,3
Germania	0,8	10,2	8,6	7,1	13,2	-	9,1	7,1	5,3	11,0	1,1	2,0	5,6	2,6	3,7	0,6	0,1	1,3	0,8	0,6	1,2	0,5	2,4	1,8	3,4
Regno Unito	1,2	14,9	8,9	5,3	11,0	19,2	-	5,6	2,5	7,0	2,6	1,3	1,2	3,0	3,2	1,1	0,2	1,5	1,1	0,3	1,0	0,4	1,8	2,0	3,8
Paesi Bassi	0,6	9,7	7,7	9,3	9,5	24,6	10,6	-	2,1	6,0	1,2	1,3	1,6	2,6	2,4	0,4	0,1	1,1	0,8	0,3	0,8	0,3	1,4	1,5	3,9
Svizzera	0,9	10,5	7,2	3,7	10,9	28,9	6,5	3,2	-	9,8	0,8	1,1	3,7	1,9	1,9	0,7	0,1	0,8	0,4	0,3	0,7	0,4	1,4	1,1	3,1
Italia	0,8	9,5	6,9	4,9	14,8	24,8	8,1	4,1	4,1	-	0,9	0,9	2,7	1,8	5,2	0,6	0,1	0,9	0,6	1,0	0,9	0,5	1,9	1,4	2,5
Irlanda	0,9	13,3	8,2	3,1	7,8	13,3	28,1	3,8	1,8	4,8	-	1,0	0,9	1,9	2,0	0,4	0,1	0,8	0,8	0,2	0,5	0,3	1,1	2,6	2,4
Danimarca	0,5	6,7	5,4	3,9	6,9	24,9	8,8	5,4	2,7	5,6	1,0	-	1,7	10,2	1,7	0,4	0,1	2,9	4,0	0,3	1,1	0,3	1,7	1,1	2,7
Austria	0,6	5,7	4,9	3,4	6,9	43,1	4,5	3,7	5,1	9,5	0,6	1,0	-	1,8	1,9	0,3	0,0	0,8	0,5	0,3	0,5	0,3	1,3	1,0	2,3
Svezia	0,9	9,4	6,5	4,1	7,2	20,1	10,3	4,8	2,3	5,1	1,1	5,7	1,6	-	1,9	0,8	0,1	5,2	5,1	0,3	0,9	0,4	1,5	1,1	3,5
Spagna	0,4	6,8	4,8	5,0	19,8	20,2	8,8	3,9	2,1	12,1	0,8	0,7	1,5	1,7	-	0,3	0,0	1,0	0,5	0,4	4,3	0,7	1,5	1,0	1,6
Australia	1,7	21,8	23,6	1,5	3,1	8,2	6,9	1,4	1,7	3,6	0,4	0,5	0,6	2,0	0,8	-	5,9	1,0	0,2	0,1	0,1	0,4	5,1	4,1	5,3
Nuova Zelanda	1,1	16,0	19,6	1,0	2,1	5,2	6,0	1,1	1,1	2,6	0,2	0,4	0,4	1,5	0,4	32,2	-	0,5	0,2	0,0	0,1	0,2	2,5	1,9	3,6
Finlandia	0,7	9,1	8,3	3,4	6,3	19,2	9,4	4,5	2,2	5,4	0,9	3,4	1,6	11,0	2,2	1,1	0,1	-	2,5	0,4	0,7	0,4	2,1	1,6	3,5
Norvegia	0,9	7,1	6,1	2,9	5,4	16,7	11,4	4,3	1,7	4,5	1,1	7,7	1,3	16,3	1,7	0,4	0,0	3,7	-	0,3	0,8	0,2	1,6	1,1	2,7
Grecia	0,4	7,3	5,0	4,3	9,1	21,6	7,7	4,3	2,9	21,0	0,5	0,9	1,8	2,0	4,3	0,2	0,0	1,1	0,8	-	0,5	0,2	1,8	0,8	1,6
Portogallo	0,4	4,9	3,8	4,3	13,7	19,7	8,7	3,9	2,4	10,0	0,7	1,2	1,2	1,9	18,3	0,2	0,0	0,8	0,7	0,2	-	0,2	1,2	0,5	1,0
Messico	4,1	67,1	8,4	0,8	2,2	4,8	1,8	0,7	0,7	1,8	0,2	0,2	0,3	0,5	1,1	0,3	0,0	0,2	0,1	0,0	0,1	-	1,3	1,2	2,0
Corea del Sud	2,0	25,7	32,0	1,5	4,0	10,0	3,6	1,7	1,3	4,0	0,3	0,6	0,8	1,0	1,2	2,6	0,2	0,7	0,3	0,2	0,2	0,7	-	2,0	3,4
Singapore	1,3	24,9	31,2	1,6	4,1	8,9	5,9	2,1	1,7	3,8	0,4	0,5	0,7	1,1	1,1	3,2	0,2	0,6	0,5	0,1	0,2	0,6	2,1	-	3,1
Hong Kong	1,7	20,8	31,7	2,3	4,9	9,4	6,3	2,3	3,0	5,4	0,3	0,6	0,9	1,2	1,1	2,1	0,2	0,8	0,3	0,1	0,2	0,6	2,0	1,8	-

N.B. - La somma per riga può non essere esattamente uguale a 100 a causa degli arrotondamenti.

Fig. 2

Indicatori di tasso di cambio effettivo dell'Italia
(indici: 1993=100)



(1) Sulla base dei prezzi alla produzione dei manufatti.

Per quanto concerne i tassi di cambio reale, nel novembre del 1997 sia il vecchio sia il nuovo indicatore segnalano una perdita di competitività dell'Italia rispetto al livello medio del 1993, pari al 4,4 e al 4,2 per cento, rispettivamente. Per gli indicatori intra-UE emergono differenze significative: l'apprezzamento in termini reali è pari al 4,3 per cento secondo il vecchio indicatore, al 3,2 secondo il nuovo. Ciò riflette principalmente il minor peso nell'interscambio di paesi europei in cui la dinamica dei prezzi alla produzione è stata, dal 1993 a oggi, più contenuta che in Italia (la Francia in particolare).

(1) Per l'Italia le esportazioni di manufatti rappresentano circa il 90 per cento di quelle totali; le importazioni di manufatti il 70 per cento.

(2) Per una descrizione cfr. R. Valcamonici e S. Vona, *Indicatori di competitività per l'Italia e per i principali paesi industriali: metodologia e criteri di calcolo*, Appendice al *Bollettino Statistico*, n. 1-2, 1982 e le note: *Indicatori di cambio reale: alcune modifiche e Nuovi indici dei cambi effettivi nominali e reali*, in *Bollettino Economico*, rispettivamente n. 8, 1987 e n. 12, 1989.

(3) Per un'analisi dei diversi indicatori cfr. la nota: *Gli indicatori di tasso di cambio effettivo reale*, in *Bollettino Economico*, n. 19, 1992.

(4) L'aggiornamento del periodo di riferimento per il calcolo dei pesi, dall'iniziale biennio 1977-78 al triennio 1981-83, è stato effettuato nel 1989: cfr. la nota *Nuovi indici dei cambi effettivi nominali e reali*, in *Bollettino Economico*, n. 12, 1989.

(5) Tra gli organismi internazionali, tale sistema di ponderazione è adottato dall'OCSE e dalla Commissione della UE.

(6) L'utilizzo dei dati OCSE ha comportato anche l'adozione di un diverso schema di classificazione merceologica: cfr. Appendice B.

(7) Si fa qui riferimento a variazioni logaritmiche. Per una descrizione della procedura di concatenamento dell'indice, cfr. Appendice A.

(8) L'aggiornamento sistematico dei pesi costituisce un notevole vantaggio nel caso in cui le variazioni della composizione

geografica del commercio internazionale rientrino in tendenze "strutturali". Allorché ci si trovi in presenza di andamenti meramente accidentali, l'aggiornamento dei pesi potrebbe causare fluttuazioni spurie degli indicatori di tasso di cambio effettivo. Per limitare questo tipo di distorsioni, sono state calcolate medie mobili di tre anni dei dati elementari utilizzati per il calcolo dei pesi.

(9) Il metodo è utilizzato, tra gli altri, dalla BRI. Cfr. P. Turner e J. Van't dack, *Measuring international price and cost competitiveness*, in *BIS Economic Papers*, n. 39, 1993.

(10) Peraltro, il metodo richiede l'ipotesi che le importazioni di manufatti approssimino il valore del totale degli *inputs* intermedi di origine estera. Inoltre, rispetto a quelli delle tavole delle interdipendenze settoriali, i dati sul valore aggiunto sottostimano la produzione destinata al mercato interno, poiché non considerano il consumo di *inputs* intermedi di origine interna.

(11) Le variazioni dei pesi all'esportazione dell'Italia risultanti dall'esercizio indicato sono le seguenti:

Paesi	Vecchi pesi	Nuovi pesi
Austria	2,4	2,4
Belgio	2,5	3,7
Canada	1,7	1,6
Danimarca	1,1	1,1
Francia	16,6	15,6
Germania	23,2	22,5
Giappone	11,2	12,5
Irlanda	0,5	0,4
Paesi Bassi	3,9	3,6
Regno Unito	9,9	9,6
Spagna	2,8	2,9
Stati Uniti	17,6	17,8
Svezia	2,3	2,3
Svizzera	4,3	4,0

(12) Per gli anni successivi al 1995, i pesi utilizzati nel calcolo degli indicatori rimangono invariati. Inevitabili ritardi nella disponibilità dei dati comportano infatti un aggiornamento dei pesi differito di circa un biennio rispetto all'aggiornamento dei prezzi e dei cambi. Ciò equivale a ipotizzare che la struttura del commercio internazionale non si modifichi nel corso del biennio cui si riferiscono i dati più aggiornati dei tassi di cambio e degli indici di prezzo e di costo.

APPENDICE

A. Metodo di calcolo degli indicatori di tasso di cambio effettivo nominale e reale

1. *Indicatore nominale*

Il rapporto tra i valori assunti dall'indice nominale (TCN_i^t) negli anni t e $t-1$ per il paese i nei confronti dei paesi j ($i, j=1, \dots, 25$) è definito come

$$\frac{TCN_i^t}{TCN_i^{t-1}} = \frac{1}{\prod_{j \neq i} \left(\frac{E_{ij}^t}{E_{ij}^{t-1}} \right)^{\frac{n_{ij}^{t-1} + n_{ij}^t}{2}}}$$

dove:

E_{ij}^t sono gli indici del tasso di cambio bilaterale della valuta del paese i , ciascuno espresso come quantità di valuta del paese i per unità di valuta del paese j ;

n_{ij}^t è il peso globale attribuito al paese j nell'indicatore del paese i , ottenuto come media ponderata del peso all'esportazione (w_{ij}^t) e di quello all'importazione (m_{ij}^t), secondo la formula

$$n_{ij}^t = \alpha_i^t w_{ij}^t + (1 - \alpha_i^t) m_{ij}^t;$$

$\alpha_i^t = \frac{X_i^t}{X_i^t + M_i^t}$ è la quota delle esportazioni sull'interscambio totale di manufatti del paese i ; $X_i^t = \sum_{j \neq i} X_{ij}^t$

sono le esportazioni totali del paese i ; M_i^t sono le importazioni totali del paese i ;

w_{ij}^t è il peso all'esportazione, definito dalla somma $w_{ij}^t = v_{ij}^t + z_{ij}^t$, $\sum_{j \neq i} w_{ij}^t = 1$

v_{ij}^t è, per il paese i , il peso relativo alla concorrenza degli esportatori del paese j sui mercati terzi k ($k = 1, \dots, 26, k \neq i$ e $k \neq j$); è ottenuto come somma delle quote delle esportazioni del paese j su ogni mercato terzo, incluso il "resto del mondo", ponderata per il peso di ogni mercato terzo sul totale delle esportazioni del paese i ; la dimensione di ogni mercato terzo è data dalla somma del totale delle esportazioni dei paesi terzi ($m = 1, \dots, 25, m \neq i$ e $m \neq k$) su

quel mercato e delle vendite sull'interno dei produttori locali:

$$v_{ij}^t = \sum_{\substack{k \neq i \\ k \neq j}} \frac{X_{jk}^t}{\sum_{\substack{m \neq i \\ m \neq k}} X_{mk}^t + PI_k^t} \left(\frac{X_{ik}^t}{X_i^t} \right);$$

PI_k^t sono le vendite sull'interno dei produttori locali del paese k , stimate come somma tra il valore aggiunto del settore manifatturiero (VA) e le importazioni nette di manufatti:

$$PI_k^t = VA_k^t + M_k^t - X_k^t$$

$PI_k^t = 0$ quando $k =$ resto del mondo;

z_{ij}^t è, per il paese i , il peso relativo alla concorrenza dei produttori locali sul mercato j ; è dato dalla quota dei produttori locali del paese j sulle vendite complessive (dei produttori locali ed esteri, esclusi quelli del paese i) nel mercato j , ponderata con il peso del mercato j sul totale delle esportazioni del paese i :

$$z_{ij}^t = \frac{PI_j^t}{\sum_{\substack{m \neq j \\ m \neq i}} X_{mj}^t + PI_j^t} \left(\frac{X_{ij}^t}{X_i^t} \right);$$

$z_{ij}^t = 0$ quando $j =$ resto del mondo;

m_{ij}^t è il peso all'importazione, ottenuto come rapporto tra le esportazioni del paese j verso il paese i e il totale delle esportazioni di tutti i paesi considerati verso il paese i :

$$m_{ij}^t = \frac{X_{ji}^t}{M_i^t}, \quad \sum_{j \neq i} m_{ij}^t = 1$$

Dato $\frac{TCN_i^t}{TCN_i^{t-1}}$ il rapporto tra i valori assunti dall'indice nominale in periodi distanti, per esempio un generico anno t e l'anno base, 0 , è ottenuto attraverso il concatenamento

$$\frac{TCN_i^t}{TCN_i^0} = \frac{TCN_i^1}{TCN_i^0} \times \frac{TCN_i^2}{TCN_i^1} \times \dots \times \frac{TCN_i^t}{TCN_i^{t-1}}$$

Ponendo pari a 100 il valore nell'anno iniziale, l'indice del tasso di cambio effettivo nominale in t è dunque dato da

$$TCN_i^t = 100 \times \frac{TCN_i^1}{TCN_i^0} \times \frac{TCN_i^2}{TCN_i^1} \times \dots \times \frac{TCN_i^t}{TCN_i^{t-1}}$$

2. *Indicatore reale globale basato sui prezzi alla produzione*

Il rapporto tra i valori assunti dall'indice di competitività (TCR_i) negli anni t e $t-1$ è definito come

$$\frac{TCR_i^t}{TCR_i^{t-1}} = \frac{1}{\prod_{j \neq i} \left(E_{ij}^t / E_{ij}^{t-1} \right)^{\frac{n_{ij}^{t-1} + n_{ij}^t}{2}}} \cdot \frac{P_i^t / P_i^{t-1}}{\prod_{j \neq i} \left(P_j^t / P_j^{t-1} \right)^{\frac{n_{ij}^{t-1} + n_{ij}^t}{2}}}$$

dove P_i^t è l'indice dei prezzi alla produzione di beni manufatti del paese i , espressi in valuta nazionale, e le altre variabili sono definite come nel caso dell'indicatore nominale.

Ponendo pari a 100 il valore nell'anno iniziale, l'indice del tasso di cambio effettivo reale in t è ottenuto attraverso il concatenamento

$$TCR_i^t = 100 \times \frac{TCR_i^1}{TCR_i^0} \times \frac{TCR_i^2}{TCR_i^1} \times \dots \times \frac{TCR_i^t}{TCR_i^{t-1}}$$

3. *Indicatori reali basati su altri deflatori*

Per gli indicatori globali basati sui costi unitari del lavoro nel settore manifatturiero, il metodo di calcolo è identico a quello descritto al punto 2.

Per il calcolo dell'indicatore di competitività all'esportazione, basato su valori medi unitari all'esportazione e sui soli pesi all'esportazione e pubblicato nell'Appendice alla Relazione annuale, ci si avvale di un metodo di calcolo più articolato. In ogni mercato terzo, infatti, la competitività della produzione nazionale venduta sul mercato interno è valutata sulla base dei prezzi alla produzione, non i valori medi unitari alle esportazione. (cfr. Appendice alla nota: *Gli indicatori di tasso di cambio effettivo reale elaborati dalla Banca d'Italia*, in *Bollettino Economico*, n.19, 1992).

B. Aggregato merceologico di riferimento

La nuova metodologia di stima della produzione destinata al mercato interno ha reso necessario il passaggio dalla classificazione NACE (Nomenclatura delle attività economiche della Comunità europea), in base alla quale sono costruite le matrici delle interdipendenze settoriali, alla SITC (*Standard International Trade Classification*), coerente con i dati di valore aggiunto. Il settore manifatturiero era precedentemente identificato dall'aggregato della trasformazione industriale allargata; nella classificazione SITC si considerano le categorie 5-9.

C. Fonti statistiche

1. *Tassi di cambio*: FMI e Banca d'Italia
2. *Prezzi alla produzione dei manufatti*: OCSE, FMI e Bollettini nazionali.
Per Hong Kong e Portogallo si utilizza l'indice dei prezzi al consumo. Per l'Italia, l'indice dei prezzi alla produzione viene calcolato sulla base di elaborazioni condotte dal Servizio Studi (1).
3. *Valori medi unitari all'esportazione*: OCSE.
4. *Costo del lavoro per unità di prodotto*: OCSE; per l'Italia: Istat.
5. *Prezzi al consumo*: Bollettini nazionali, OCSE e FMI.
6. *Valore aggiunto del settore manifatturiero*: OCSE e Banca mondiale.
7. *Scambi commerciali di manufatti*: OCSE e elaborazioni su dati ONU-UNCTAD, FMI e OCSE.

(1) Cfr. P. Rubino, *Indicatori dei prezzi input-output*, Supplemento al *Bollettino Statistico*, n. 8, 18 luglio 1991.

La stagionalità dei prezzi al consumo e alla produzione

1. Introduzione

In molti settori dell'economia le imprese tendono a concentrare le revisioni di prezzo in determinati periodi dell'anno. Si può quindi presumere che le variazioni degli indici mensili dei prezzi al consumo e alla produzione presentino un andamento stagionale. Un ulteriore effetto "spurio" di stagionalità discende, per i prezzi al consumo, dalla cadenza trimestrale della rilevazione dei dati relativi a numerose voci incluse nell'indice: i prezzi di queste voci, nei mesi in cui non vengono effettuate rilevazioni, rimangono invariati.

La costruzione di indici di prezzo al netto della componente stagionale riveste una notevole importanza nell'analisi congiunturale dell'inflazione. Al fine di individuare con tempestività i punti di svolta nella dinamica dei prezzi non è possibile fare riferimento alle variazioni a breve termine (uno o tre mesi) degli indici grezzi, tanto più fuorvianti quanto più rilevante è la componente stagionale. D'altro canto, le variazioni a distanza di dodici mesi, pur non essendo influenzate dalla stagionalità se non nella misura in cui essa evolve nel tempo, registrano con troppo ritardo i cambiamenti nella dinamica inflazionistica.

La Banca d'Italia da tempo calcola indici dei prezzi, al consumo e alla produzione, al netto della componente stagionale. La misura della stagionalità richiede, peraltro, continue verifiche per tenere conto delle modifiche che essa subisce nel tempo e per incorporare le innovazioni metodologiche rese possibili dai progressi nella ricerca, dall'acquisizione di dati sempre più disaggregati e dalla disponibilità di nuovi programmi statistici. Nel seguito si descrivono le innovazioni introdotte di recente nelle procedure utilizzate dalla Banca d'Italia per la destagionalizzazione degli indici Istat dei prezzi al consumo per le famiglie di operai e impiegati (FOI) (1) e alla produzione dei manufatti venduti sul mercato interno. Queste innovazioni si riflettono per la prima volta nelle serie pub-

blicate in questo Bollettino; rispetto agli andamenti degli indicatori calcolati in precedenza le differenze sono contenute.

2. La stagionalità dell'indice dei prezzi al consumo per le famiglie di operai e impiegati

La recente acquisizione dei dati relativi alle singole voci che compongono il paniere dell'indice FOI per un periodo di tempo piuttosto lungo (dal 1987) ha consentito di estendere l'analisi della stagionalità presentata in precedenza (2) alle componenti di tale indice. Sulla base dei dati elementari sono stati costruiti i seguenti sub-indici: per le voci a prezzo libero, gli alimentari, freschi e trasformati, i beni energetici, i beni non alimentari e non energetici e i servizi; per le voci a prezzo controllato, gli affitti, le tariffe e i beni amministrati (3). L'analisi di queste componenti dell'indice generale consente un più accurato monitoraggio delle tendenze inflazionistiche, permettendo di identificare più tempestivamente i movimenti di breve periodo.

Per ciascun sub-indice la componente stagionale è stata stimata con la procedura TRAMO-SEATS (4), in quanto - come indicato nel citato *Bollettino Economico* - essa presenta, sotto il profilo statistico, alcuni vantaggi rispetto al più noto metodo X11-ARIMA (5).

Seguendo lo schema già adottato in precedenza per destagionalizzare l'indice FOI (6), particolare attenzione è stata dedicata al trattamento dei dati anomali (*outliers*), la cui presenza può distorcere la stima della componente stagionale. In molti casi sono disponibili informazioni *a priori* sull'origine di variazioni anomale dell'indice; ciò vale in particolare per le variazioni determinate da modifiche dell'imposizione indiretta. In queste circostanze, invece di applicare le procedure automatiche previste dai programmi statistici, è possibile servirsi delle informazioni

disponibili per aggiustare la serie grezza prima di procedere all'analisi della stagionalità.

Questo criterio è stato seguito per valutare gli effetti di modifiche dell'IVA. Per ciascun sub-indice sono stati stimati i tempi della traslazione sui prezzi delle singole variazioni delle aliquote IVA intervenute nel periodo di stima (1987-1997), utilizzando dati al massimo livello di disaggregazione disponibile (7). Gli effetti mensili di tali variazioni sono stati sottratti dalle serie grezze di partenza, ottenendo sub-indici grezzi "aggiustati". A questi ultimi - una volta depurati dalla stagionalità - sono stati sommati nuovamente gli effetti delle variazioni dell'IVA stimati in precedenza (8).

Un problema specifico per la destagionalizzazione del FOI riguarda il trattamento delle voci a rilevazione trimestrale (affitti, gran parte dei beni durevoli e alcuni servizi) (9). Si è scelto di stimare la componente stagionale dei sub-indici senza tenere conto della diversa modalità di raccolta dei dati per tali serie. Comunque, la presenza di voci rilevate trimestralmente suggerisce di affidare l'analisi congiunturale alle indicazioni fornite dalle variazioni sui tre mesi degli indici destagionalizzati piuttosto che da quelle sul mese precedente. Per le prime, infatti, ogni dato mensile include una variazione effettiva anche delle componenti rilevate trimestralmente.

Le analisi statistiche condotte hanno mostrato la presenza di una componente stagionale per i seguenti sub-indici (10): tra le voci a prezzo libero, quelli relativi ai beni alimentari (sia freschi sia trasformati), ai prodotti non alimentari e non energetici e ai servizi (11); tra le voci a prezzo controllato, quello degli affitti.

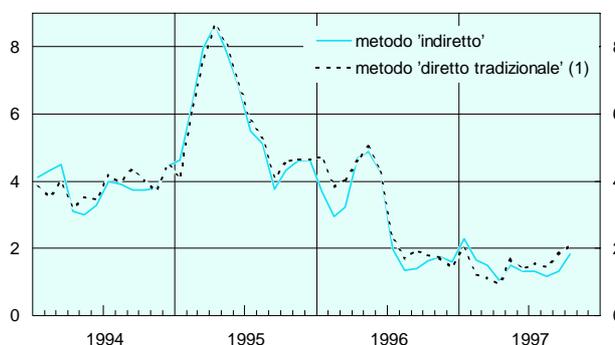
Il confronto tra i risultati ottenuti con le serie "aggiustate" *a priori* per gli *outliers* e con quelle di partenza ha confermato la maggior stabilità e regolarità dei coefficienti stimati sulla base delle prime (12).

Per la stima della componente stagionale dell'indice generale, sono stati considerati i seguenti metodi: (i) "diretto tradizionale", che prevede la destagionalizzazione dell'indice generale (13); (ii) "diretto", con la destagionalizzazione dell'insieme dei sub-indici che presentano un andamento stagionale e la sua aggregazione ai sub-indici non stagionali; (iii) "indi-

retto", che consiste nell'aggregare i singoli sub-indici, destagionalizzati, quando è stata accertata la presenza di stagionalità, grezzi negli altri casi.

Fra queste possibili soluzioni è stato prescelto il metodo "indiretto" soprattutto perché esso consente di scomporre la dinamica dell'indice generale destagionalizzato in quella dei sub-indici, destagionalizzati ove necessario, con un notevole miglioramento nell'interpretazione economica delle tendenze inflazionistiche. In ogni caso l'analisi empirica mostra che le serie destagionalizzate ottenute con i vari metodi presentano andamenti simili (cfr. figura). Le differenze rispetto ai coefficienti di stagionalità stimati con il metodo precedentemente adottato tendono a concentrarsi nei mesi di gennaio e ottobre, e discendono soprattutto dal più accurato trattamento degli *outliers* reso possibile dal ricorso ai dati disaggregati (tav. 1).

**Indice generale dei prezzi al consumo
per le famiglie di operai e impiegati:
confronto tra i metodi di stima della stagionalità**
(variazioni percentuali sui 3 mesi, al netto
della componente stagionale e in ragione annua)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Banca d'Italia, *Bollettino Economico*, cit. - (2) La serie relativa al metodo "diretto" non è stata riportata nel grafico perché di fatto coincide con quella ottenuta con il metodo "indiretto".

La procedura econometrica adottata (14) comporta necessariamente revisioni dei coefficienti di stagionalità ogni volta che si rende disponibile una nuova osservazione. Queste revisioni - anche se poco desiderabili dal punto di vista delle autorità di politica economica - sono inevitabili se si vuole ottenere una stima ottimale della stagionalità che tenga conto di tutta l'informazione disponibile. Per l'indice generale e per i sub-indici le revisioni della stima della stagionalità sono comunque risultate contenute.

Tav. 1

Coefficients di stagionalità nell'indice dei prezzi al consumo per le famiglie di operai ed impiegati (1)

ANNI	Gen.	Feb.	Mar.	Apr.	Mag.	Giu.	Lug.	Ago.	Set.	Ott.	Nov.	Dic.
1987-90 (2) ..	0,04	0,07	-0,01	0,00	0,05	0,02	-0,20	-0,20	0,04	0,24	0,06	-0,11
1991-95 (2) ..	0,01	0,06	-0,03	0,02	0,06	-0,04	-0,13	-0,15	0,02	0,20	0,09	-0,12
1996	0,01	0,04	-0,02	0,03	0,05	-0,04	-0,11	-0,10	0,02	0,15	0,07	-0,10
1997	0,01	0,03	-0,02	0,04	0,04	-0,04	-0,10	-0,09	0,02	0,15	0,06	-0,10

Fonte: elaborazioni Banca d'Italia su dati Istat.

(1) I coefficienti sono pari alla differenza tra le variazioni percentuali dell'indice grezzo e di quello destagionalizzato. La procedura SEATS è applicata ai livelli degli indici "aggiustati" preliminarmente per la rimozione degli *outliers* noti *a priori* e filtrati successivamente con la procedura TRAMO per l'individuazione di altri dati anomali. La destagionalizzazione è effettuata per il periodo 1987-1997. - (2) Media dei coefficienti di stagionalità nel periodo.

3. La stagionalità dell'indice dei prezzi alla produzione

Gli indici dei prezzi alla produzione dei manufatti venduti sul mercato interno (15) sono forniti dall'Istat a un livello di aggregazione piuttosto elevato. Per i prezzi alla produzione dei beni destinati al consumo finale si è comunque cercato di ottenere, sulla base dei dati disponibili, sub-indici quanto più possibile omogenei a quelli calcolati per i prezzi al consumo (16). L'indice generale è stato scomposto nelle seguenti componenti: beni di consumo, distinti in alimentari e non alimentari-non energetici (17); beni di investimento; prodotti intermedi non energetici; beni intermedi energetici.

L'approccio seguito per stimare la stagionalità dell'indice complessivo e delle suddette componenti rispecchia, nella sostanza, quello descritto per l'indice FOI. Per l'indice generale grezzo e per le sue componenti sono stati costruiti i corrispondenti indicatori "aggiustati" per eliminare gli *outliers* sulla cui origine si disponeva di informazioni specifiche (18). Per ciascuna serie è stata quindi verificata la presenza di un andamento stagionale con la procedura TRAMO-SEATS applicata al periodo 1986-1997. Infine, gli effetti stimati degli *outliers* noti *a priori* sono stati sommati alla serie destagionalizzata.

Dall'analisi empirica risulta che le componenti che presentano un chiaro andamento stagionale sono

(19): gli alimentari, i beni di consumo non alimentari e non energetici (20), i beni d'investimento. Non è invece risultata significativa la componente stagionale dei prezzi dei prodotti energetici - che presentano un'elevata erraticità - e di quelli dei prodotti soggetti a controllo pubblico - le cui variazioni dipendono da provvedimenti amministrativi. La stima della componente stagionale dei prezzi dei prodotti intermedi non energetici (il cui peso nel paniere è pari a circa il 40 per cento del totale) ha dato luogo a risultati contraddittori. Per il complesso di questi prodotti, infatti, l'individuazione di una componente stagionale è problematica: in particolare, la stima è fortemente condizionata dalla scelta dell'anno iniziale e risente della elevata erraticità di alcune voci. Tuttavia, un'analisi condotta a partire dai dati classificati per settore di attività economica e relativi a gruppi di prodotti comprensivi prevalentemente di beni intermedi non energetici indica come, per circa la metà di essi, sia individuabile un andamento stagionale (21). La mancanza di dati maggiormente disaggregati non consente tuttavia di effettuare un'analisi più approfondita. Pertanto, in assenza di informazioni più dettagliate si è preferito considerare come non stagionali anche i prezzi dei prodotti intermedi non energetici.

Anche nel caso dei sub-indici dei prezzi alla produzione, l'aggiustamento preliminare per eliminare gli *outliers* sui quali si disponeva di informazioni *a priori* ha consentito di stimare una componente stagionale più stabile e regolare (tav. 2).

Tav. 2

**Coefficienti di stagionalità nell'indice generale dei prezzi alla produzione dei manufatti industriali
al netto dei prodotti energetici e di quelli controllati (1)**

ANNI	Gen.	Feb.	Mar.	Apr.	Mag.	Giu.	Lug.	Ago.	Set.	Ott.	Nov.	Dic.
1986-90 (2) ..	0,35	0,17	0,05	0,07	-0,01	-0,14	-0,05	-0,05	-0,05	-0,07	-0,12	-0,14
1991-95 (2) ..	0,33	0,15	0,08	0,09	0,02	-0,13	-0,08	-0,06	-0,05	-0,09	-0,12	-0,13
1996	0,30	0,13	0,09	0,11	0,03	-0,13	-0,07	-0,08	-0,03	-0,10	-0,12	-0,13
1997	0,29	0,13	0,09	0,11	0,03	-0,13	-0,07	-0,06	-0,03	-0,10	-0,12	-0,14

Fonte: elaborazioni Banca d'Italia su dati Istat.

(1) Indice generale dei prezzi alla produzione dei prodotti industriali al netto dei beni energetici e controllati. I coefficienti sono pari alla differenza tra le variazioni percentuali dell'indice grezzo e di quello destagionalizzato. La procedura SEATS è applicata ai livelli degli indici "aggiustati" preliminarmente per la rimozione degli *outliers* noti *a priori* e filtrati successivamente con la procedura TRAMO per l'individuazione di altri dati anomali. La destagionalizzazione è effettuata per il periodo 1986-1997. - (2) Media dei coefficienti di stagionalità nel periodo.

Per la stima della componente stagionale dell'indice generale sono stati confrontati i tre metodi già presentati per l'analisi del FOI ("diretto tradizionale", "diretto" e "indiretto") (22). Diversamente dalla procedura seguita per i prezzi al consumo, per i quali si è preferito ricorrere al "metodo indiretto", nel caso dei prezzi alla produzione si è scelto di operare la destagionalizzazione direttamente sull'indice generale al netto dei prodotti energetici e di quelli a prezzo controllato, ma inclusivo degli intermedi non energetici (metodo "diretto tradizionale"). Infatti lo stesso indice, se destagionalizzato con uno degli altri due metodi ("diretto" e "indiretto") presenta stagionalità residua, in conseguenza dei problemi sollevati dalla stima della stagionalità dell'aggregato degli intermedi non energetici. L'inconveniente principale di questa soluzione consiste nel fatto che, nell'analisi delle serie al netto della stagionalità, può non esservi una piena congruenza tra gli andamenti delle componenti e quello dell'indice complessivo.

(1) L'analisi è stata condotta sull'indice al netto dei tabacchi, in quanto è quello di solito considerato dagli analisti economici.

(2) Cfr. il riquadro: *La stagionalità dell'indice del costo della vita in Bollettino Economico*, n. 28, febbraio 1997. Si veda inoltre G. Cubadda e R. Sabbatini, *The Seasonality of the Italian Cost-of-Living Index*, Banca d'Italia, Temi di Discussione, n. 313, 1997.

(3) Nel periodo intercorrente tra un cambiamento di base e il successivo, ciascun sub-indice è calcolato utilizzando i pesi

dell'ultima base disponibile. I sub-indici sono approssimati alla seconda cifra decimale e sono costruiti aggregando i dati elementari, relativi alle singole voci, che vengono diffusi dall'Istat con una sola cifra decimale (cfr.: Appendice, tavola a16).

(4) Cfr. V. Gomez, A. Maravall, *Program TRAMO and SEATS: Instructions for the User*, Banco de España, Servicio de Estudios, Documento de Trabajo, n. 9628, 1996.

(5) Cfr. A. Maravall, *Unobserved Components in Economic Time Series*, in H. Pesaran, P. Schmidt and M. Wickens, *The Handbook of Applied Econometrics*, Oxford, Blackwell, Vol.1, 1996.

(6) Cfr. Banca d'Italia, *Bollettino Economico*, cit.

(7) Tale stima presenta un inevitabile grado di arbitrarietà, dato il limitato numero di manovre IVA registrate dalla seconda metà degli anni ottanta.

(8) Un'altra fonte di irregolarità è spesso legata ai cambi di base, che possono creare un "salto" nella serie in corrispondenza del primo mese in cui la nuova base viene utilizzata. Per quel che riguarda gli effetti dei tre ri-basamenti (1989, 1992 e 1995) intervenuti nel periodo di stima, di fatto solo l'ultimo ha avuto un impatto apprezzabile sui sub-indici, determinando un "salto" tra il livello di dicembre 1995 e quello del gennaio successivo. Per ciascun sub-indice è stato stimato il raccordo tra le serie in base 1992 e 1995 tenendo conto delle modifiche intervenute nel paniere.

(9) Il peso complessivo di queste voci nel paniere è pari a circa il 18 per cento. Tra queste voci sono state incluse le "analisi mediche" (0,4 per cento nell'indice complessivo), i cui prezzi sono rilevati semestralmente.

(10) Per la destagionalizzazione delle serie sono state utilizzate le opzioni di *default* previste nel programma TRAMO-SEATS, con un'unica eccezione relativa alla specificazione del modello ARIMA, per l'individuazione del quale si è preferito ricorrere alla procedura di ricerca automatica.

(11) Ai fini della stima della componente stagionale dei servizi a prezzo libero sono state escluse dall'aggregato le "riparazioni auto", i cui prezzi presentano un andamento non stagionale e che hanno un peso elevato (circa il 13 per cento) all'interno di questo

sub-indice, con un notevole miglioramento della qualità della stima effettuata.

(12) Questi miglioramenti sono rafforzati dall'utilizzo di indici approssimati alla seconda anziché alla prima cifra decimale (cfr. nota 3).

(13) Cfr. Banca d'Italia, *Bollettino Economico*, cit.

(14) Questa procedura si basa sull'identificazione di un filtro lineare simmetrico ottimale.

(15) Da tempo la Banca d'Italia costruisce un indicatore destagionalizzato dei prezzi dell'*output* manifatturiero venduto sul mercato interno. A partire dal *Bollettino Economico* dello scorso ottobre viene stimata la componente stagionale anche per l'indice dei prezzi alla produzione calcolato dall'Istat. In questo paragrafo si descrive la metodologia adottata per effettuare quest'ultima stima.

(16) Con riferimento alla classificazione per attività economica, sono disponibili, dal 1981, gli indicatori per settore e per gruppo di attività (la classificazione è stata rivista in occasione del cambio di base del 1995; con alcune approssimazioni, tuttavia, è stato possibile effettuare un raccordo tra le serie in base 1990 e quelle in base 1995). Con riferimento invece alla classificazione per destinazione economica, i dati corrispondenti al primo e al secondo livello di disaggregazione sono disponibili dal 1981, quelli per il terzo livello solo dal 1991.

(17) Dai beni di consumo sono esclusi i tabacchi, non presenti nell'indice FOI, e i medicinali, il cui prezzo al consumo è sottoposto a controllo pubblico (cfr.: Appendice, tavola A17).

(18) Nel caso dei prezzi alla produzione questi *outliers* sono riconducibili agli effetti dei due cambi di base (1990 e 1995) intervenuti nel periodo di stima considerato.

(19) Le opzioni di TRAMO-SEATS utilizzate sono le stesse imposte per l'analisi del FOI (cfr. la nota 10).

(20) Ai fini della stima della componente stagionale, dal complesso di questi prodotti sono stati esclusi gli autoveicoli, i cui prezzi presentano una elevata variabilità non riconducibile a fattori stagionali; in tal modo si è ottenuto notevole miglioramento della qualità della destagionalizzazione di questo sub-indice. Questa voce è stata quindi riaggregata al resto del sub-indice.

(21) Alcune approssimazioni in questa analisi discendono dall'impossibilità di identificare, per ciascun gruppo, la quota attribuibile alla destinazione economica "beni intermedi" per mancanza dei dati per prodotto, non forniti dall'Istat.

(22) Con la precisazione che nel caso del metodo "diretto tradizionale", per i prezzi alla produzione si destagionalizza l'indice complessivo al netto dei prodotti energetici e di quelli controllati. Riaggregando queste due componenti all'indice destagionalizzato si ottiene l'indice generale dei prezzi alla produzione al netto della stagionalità omogeneo con le voci incluse nell'indice grezzo calcolato dall'Istat.

I recenti provvedimenti di riordino del sistema fiscale

Con l'attuazione delle deleghe in materia fiscale contenute nel provvedimento collegato alla legge finanziaria per il 1997, sono stati modificati aspetti importanti del sistema tributario italiano. Le principali innovazioni riguardano: *a*) l'istituzione di una nuova imposta regionale sulle attività produttive (IRAP); *b*) la contestuale abolizione di una serie di imposte e contributi; *c*) la revisione della struttura dell'imposta sul reddito delle persone fisiche; *d*) il riordino del regime sostitutivo di tassazione dei redditi da attività finanziarie; *e*) l'introduzione di un nuovo regime di imposizione sui redditi d'impresa, denominato Dual Income Tax (DIT).

Le modifiche apportate perseguono obiettivi di razionalizzazione e di semplificazione, da cui trarre miglioramenti in termini di efficienza e di equità. In particolare, si è cercato di aumentare l'autonomia fiscale dei livelli inferiori di governo, di conseguire una maggiore neutralità dell'imposizione nei confronti delle decisioni delle imprese, di favorire maggiormente le famiglie numerose, di semplificare gli adempimenti dei contribuenti. Mentre non vengono indicati obiettivi di gettito, l'invarianza di quest'ultimo viene considerata come vincolo con particolare riferimento alla sostituzione dei tributi aboliti con l'IRAP.

Secondo le valutazioni governative, la soppressione dei contributi per il Servizio sanitario nazionale (compresa la cosiddetta tassa per la salute), dell'Ilor, dell'imposta sul patrimonio netto delle imprese, della tassa di concessione governativa sulla partita IVA, dell'Iciap e delle tasse di concessione comunali dovrebbe comportare una perdita di gettito pari a circa 70.600 miliardi (tav. 1). Il gettito atteso dall'IRAP è stimato in circa 52.300 miliardi. La differenza viene compensata con l'aumento del gettito dell'Irpef e dell'Irpeg conseguente all'abolizione dei prelievi precedentemente deducibili (per complessivi 10.700 miliardi) e con il maggiore prelievo derivante dalla

revisione degli scaglioni e delle detrazioni dell'Irpef (per circa 7.600 miliardi).

Tav. 1

Modifiche nella composizione del gettito derivanti dall'introduzione dell'IRAP

Perdite di gettito per abolizione tributi	70.600
Contributi SSN (compresa "tassa per la salute") ...	41.300
Ilor	19.000
Imposta sul patrimonio netto delle imprese	7.000
Tassa di concessione governativa sulla partita IVA	800
Iciap e tasse di concessione comunali	2.500
Recupero di gettito Irpef e Irpeg	18.300
Recupero di gettito Irpeg per aumento base imponibile	5.500
Recupero di gettito Irpef per aumento base imponibile	5.200
Recupero di gettito Irpef per modifica scaglioni e detrazioni	7.600
Gettito da compensare con IRAP	52.300

Fonte: Relazione tecnica di accompagnamento al Decreto legislativo n. 446 del 1997.

Di seguito verranno analizzati i riflessi economici del riordino in esame. Per un esame descrittivo si rimanda alla sezione *Principali provvedimenti di politica economica* in Appendice.

L'istituzione dell'IRAP

L'introduzione dell'IRAP attua, nelle sue linee principali, le indicazioni formulate nel 1996 dalla Commissione istituita presso il Ministero delle Finanze ("Commissione Gallo") per la elaborazione di proposte volte a realizzare il federalismo fiscale. La Commissione, orientandosi in favore del ricorso a tributi propri piuttosto che a devoluzioni di gettito erariale, aveva infatti suggerito l'introduzione di un nuovo tributo regionale di dimensioni adeguate alle esigenze finanziarie delle Regioni. Il gettito atteso dalla nuova imposta rappresenta circa il 40 per cento

delle spese correnti delle Regioni. Queste ultime potranno inoltre disporre del gettito dell'addizionale all'Irpef, introdotta anch'essa da quest'anno.

Il rafforzamento dell'autonomia impositiva delle Regioni sarà graduale. A regime, esse potranno stabilire, fino a un massimo di un punto percentuale, una maggiorazione dell'aliquota ordinaria dell'IRAP fissata dallo Stato e differenziarla tra categorie di contribuenti e tra settori di attività. Le Regioni avranno inoltre un ruolo attivo nell'accertamento e nella riscossione del tributo. Nella fase transitoria, tuttavia, la fissazione delle aliquote, l'accertamento e la riscossione saranno di competenza dello Stato, senza facoltà di intervento da parte delle Regioni. Inizialmente, il gettito avrà una destinazione in gran parte vincolata: il 90 per cento delle risorse derivanti dal nuovo tributo dovranno finanziare il Servizio sanitario nazionale, che rappresenta la parte prevalente delle spese regionali.

Nel disegnare la struttura dell'IRAP, il legislatore ha accolto alcune istanze di riforma più generali, da tempo emerse nel dibattito di politica tributaria, imprimendo ai mutamenti in atto nel sistema fiscale una spinta verso: *a)* la semplificazione; *b)* l'ampliamento delle basi imponibili; *c)* la maggiore neutralità dell'imposizione rispetto alle decisioni delle imprese sulle fonti di finanziamento e sulla combinazione dei fattori della produzione; *d)* la riduzione della componente fiscale del costo del lavoro, con il contestuale trasferimento del finanziamento di parte della sicurezza sociale dalla contribuzione alla fiscalità generale.

L'IRAP è un'imposta di natura reale: il presupposto impositivo nasce e si esaurisce nell'esercizio dell'attività produttiva, senza essere ricondotto nella sfera dell'imposizione della persona fisica proprietaria dell'attività. La base imponibile è data dal valore della produzione netta (valore aggiunto), dedotti gli ammortamenti; per le attività produttive con impianti in diverse regioni, la ripartizione del valore aggiunto avviene in base al monte retributivo. L'aliquota dell'imposta è proporzionale ed è stata fissata nella misura ordinaria del 4,25 per cento (1).

Come già accennato, l'introduzione dell'IRAP avviene contestualmente all'abolizione di alcuni tributi correlati ai singoli fattori produttivi. Il passaggio

a un'unica imposta semplifica gli adempimenti formali a carico dei contribuenti. Il riferimento a una base imponibile molto ampia, in luogo di quelle ristrette dei prelievi soppressi, consente l'applicazione di un'aliquota relativamente bassa, riducendo la convenienza a non far emergere base imponibile.

L'ampliamento della base imponibile va nella direzione di garantire una minore interferenza del sistema fiscale nelle decisioni delle imprese. Nel precedente regime un primo tipo di distorsione concerneva la scelta della combinazione ottimale dei fattori della produzione. I vecchi tributi contribuivano ad alterare il costo relativo dei fattori, poiché concorrevano in maniera differenziata a formare il costo di ciascuno di essi. In particolare, l'Ilor e l'imposta sul patrimonio netto delle imprese influivano sul costo del capitale, i contributi sanitari su quello del fattore lavoro. La nuova imposta, invece, incide in maniera omogenea sul costo di entrambi i fattori. Un secondo tipo di distorsione riguardava le scelte finanziarie delle imprese: l'Ilor contribuiva, insieme con l'Irpeg, a operare una discriminazione fiscale tra le fonti di finanziamento delle imprese, perché la remunerazione del capitale proprio era assoggettata integralmente alla sua aliquota, mentre gli interessi sul debito erano esclusi. L'IRAP assoggetta a tassazione indistintamente la remunerazione del capitale e gli interessi sul debito.

Nel complesso, il carico d'imposta derivante dai tributi aboliti dipendeva dalle caratteristiche tecniche della produzione, riflesse nella struttura del conto economico, oltre che dalle scelte finanziarie dell'impresa. L'IRAP genera, invece, un debito d'imposta che risulta indipendente dalla combinazione dei fattori della produzione e dalla struttura del passivo.

Nella redistribuzione del carico fiscale derivante dal passaggio al nuovo sistema, risulteranno avvantaggiate, in termini relativi, le imprese che: *a)* presentano un grado elevato di patrimonializzazione (per il peso che aveva nel sistema precedente l'imposta sul patrimonio netto ora abolita); *b)* hanno oneri finanziari relativamente limitati (poiché a un'Ilor che consentiva la deducibilità degli interessi passivi nel sistema precedente, si sostituisce un'IRAP che li riconduce a tassazione); *c)* hanno una redditività complessiva elevata in rapporto al valore aggiunto (sempre a causa della forte incidenza dell'Ilor nel regime precedente); *d)* non godevano della fiscalizzazione

dei contributi sanitari (per il maggiore carico fiscale sul fattore lavoro a cui erano pertanto assoggettate).

L'impatto della redistribuzione del prelievo è stato reso graduale solo nei casi di notevole aggravio dell'onere, con il ricorso a un correttivo (la cosiddetta clausola di salvaguardia) da applicarsi nei primi tre anni dall'introduzione del tributo.

Per i lavoratori autonomi (intesi come percettori di reddito di lavoro autonomo, di impresa e di partecipazione), la redistribuzione del carico fiscale connessa con l'introduzione dell'IRAP si riflette sulla distribuzione del reddito netto: per essi, infatti, il prelievo sull'attività economica risulta collegato all'imposizione personale. Per contenere al minimo tali effetti redistributivi, l'introduzione della nuova imposta è stata accompagnata da un intervento sull'Irpef (cfr. il paragrafo: *Il riordino dell'Irpef*).

La struttura dell'IRAP è stata modellata mantenendo alcune caratteristiche che ne consentono un utilizzo a fini di politica economica. Dalla base imponibile sono infatti deducibili le spese per gli apprendisti e, nella misura del 70 per cento, quelle relative al personale assunto con contratti di formazione lavoro, mentre il resto delle spese per il personale risulta pienamente tassato. Inoltre, per mantenere gli effetti di alcuni sgravi contributivi e di esenzioni Ilor vigenti nelle aree depresse, sono previsti alcune agevolazioni territoriali e settoriali, nonché un incentivo per le nuove attività produttive.

I riflessi dell'introduzione dell'IRAP sul costo del lavoro

L'abolizione della contribuzione sanitaria riduce gli oneri sociali a carico dei datori di lavoro. La riduzione viene tuttavia compensata dalla nuova imposta sul valore aggiunto, per la parte di questa riguardante i redditi da lavoro. Secondo una stima del Ministero delle Finanze, per l'economia nel suo complesso la riduzione del costo del lavoro è quantificabile, a regime, in circa un punto percentuale. A tale risultato corrisponde una forte eterogeneità, nell'entità e nel segno, della menzionata compensazione per le diverse tipologie di contribuenti, che riflette la diversa in-

cidenza effettiva dei contributi sanitari nel regime precedente.

Prima dell'introduzione dell'IRAP il costo unitario del lavoro includeva i seguenti elementi:

$$[1] \text{ Costo del lavoro} = W[1 + os + cs(1-\alpha)]$$

dove W rappresenta la retribuzione lorda, os gli oneri sociali esclusi i contributi sanitari (contributi previdenziali e accantonamenti ai fondi di quiescenza). Con $cs(1-\alpha)$ si rappresentano i contributi sanitari effettivi a carico del datore di lavoro; cs è l'aliquota legale dei contributi sanitari; α esprime la riduzione dell'aliquota legale dovuta sia alla fiscalizzazione (2), sia al livello della retribuzione, data la struttura regressiva del prelievo. Con l'introduzione dell'IRAP, il costo diventa:

$$[2] \text{ Costo del lavoro} = W(1 + os)(1 + \tau_r)$$

dove τ_r rappresenta l'aliquota dell'IRAP. La differenza di costo dovuta al passaggio al nuovo regime è pertanto:

$$[3] \Delta \text{ Costo del lavoro} = W[\tau_r(1 + os) - cs(1-\alpha)]$$

L'aliquota legale, che passa da cs , pari all'11,46 per cento (3), a τ_r , pari al 4,25 per cento, coglie solo in parte la variazione del costo del lavoro. Dalla [3] emerge come la variazione del costo del lavoro sia anche funzione positiva di α e di os ; quest'ultimo nel nuovo regime contribuisce alla determinazione della base imponibile.

La variazione del costo del lavoro, calcolata in termini percentuali, non è omogenea tra i settori dell'economia (tav. 2) (4). Essa è più accentuata per quelli che non fruivano della fiscalizzazione dei contributi sanitari o ne fruivano in maniera limitata, quali, ad esempio, le piccole imprese edili e commerciali. L'entità della riduzione è più contenuta invece per i settori che erano caratterizzati da una forte fiscalizzazione dei contributi, come quello manifatturiero (2). Per le imprese di questo settore operanti nel Sud, che fruivano di una fiscalizzazione aggiuntiva rispetto a quelle del Nord, è previsto un correttivo che riduce l'aliquota effettiva dell'IRAP per i primi due anni. L'applicazione dell'aliquota ordinaria anche a queste imprese avrebbe anticipato al 1998 l'aumento del costo del lavoro che esse avrebbero comunque subito a

partire dal 2000 per la riduzione della fiscalizzazione, come già concordato in ambito comunitario. Il costo del lavoro, in tal caso, sarebbe aumentato dello 0,9 per cento. Infine, il contributo del livello della retribuzione alla variazione del costo del lavoro emerge dall'analisi del settore del credito, che non fruiva di alcuna fiscalizzazione dei contributi. Per i lavoratori appartenenti alla carriera non direttiva, che registrano una retribuzione lorda media pari a 70 milioni, il nuovo regime garantisce una riduzione del costo unitario anche con l'applicazione dell'aliquota maggiorata del primo anno. La variazione inverte il segno, anche se solo per il primo anno, nel caso dei lavoratori appartenenti alla carriera direttiva, la cui retribuzione media è pari a 160 milioni; per essi la regressività della contribuzione sanitaria riduceva in maniera sostanziale l'incidenza dei contributi sanitari effettivi.

nuovo regime, risente anche dell'aggravio di carico fiscale in termini di Irpeg dovuto alla non deducibilità dell'IRAP. Inoltre, nella misura in cui all'assunzione di un lavoratore è associato un margine di profitto, occorre tenere conto anche della mutata tassazione degli utili (cfr. il paragrafo: *Il regime della Dual Income Tax*).

Il riordino dell'Irpef

La soppressione dei contributi sanitari, che erano deducibili dalla base imponibile dell'Irpef, si riflette sulla distribuzione dei redditi netti delle persone fisiche. Nel caso dei lavoratori autonomi, questa viene modificata anche dall'introduzione dell'IRAP. La revisione dell'Irpef tende a controbilanciare tali effetti redistributivi; essa mira inoltre ad attenuare il carico fiscale delle famiglie numerose. Alla prima esigenza risponde la revisione degli scaglioni, delle aliquote e delle detrazioni per lavoro dipendente e autonomo. Alla seconda, la revisione delle detrazioni per figli e familiari a carico.

Nella tavola 3 vengono riportate le modifiche che il reddito netto subisce per effetto dell'introduzione dell'IRAP e della contestuale revisione dell'Irpef (5), separatamente per i lavoratori dipendenti e per quelli autonomi (6).

L'analisi del caso del lavoratore senza carichi familiari consente di isolare gli effetti della revisione degli scaglioni, delle aliquote e delle detrazioni per lavoro dipendente e autonomo. In assenza di tali cambiamenti, i lavoratori dipendenti avrebbero beneficiato di un aumento del reddito netto per effetto dell'abolizione dei contributi sanitari a loro carico (cfr. ipotesi B della tav. 3). L'innalzamento delle aliquote dei primi scaglioni si propone di compensare questo effetto; la revisione della detrazione per lavoro dipendente si inserisce in questa compensazione, operando al contempo una redistribuzione in favore delle fasce di reddito medio-basse. La nuova struttura dell'Irpef garantisce un aumento del reddito netto al lavoratore con retribuzione lorda pari a 40 milioni. All'aumentare della retribuzione lorda, l'aumento tende a essere riassorbito, per la minore efficacia della detrazione per lavoro dipendente (cfr. ipotesi C della tav. 3).

Tav. 2

Variazioni del costo unitario del lavoro dovute all'introduzione dell'IRAP (variazioni percentuali)

Operaio senza fiscalizzazione (1)	-3,5
Settore manifatturiero (2)	
occupato in impresa ubicata al Nord	-0,5
occupato in impresa ubicata al Sud (3)	-1,1
Settore edile (2)	
occupato in impresa con meno di 15 dipendenti ..	-2,4
Commercio (2)	
occupato in impresa di piccole dimensioni (5)	-3,1
Settore del credito	
con retribuzione pari a 70 milioni (6)	-1,1
con retribuzione pari a 70 milioni (4)	-2,2
con retribuzione pari a 160 milioni (6)	0,4
con retribuzione pari a 160 milioni (4)	-0,7

(1) Corrisponde al caso di un operaio con retribuzione lorda non superiore a 40 milioni e con l'aliquota dell'IRAP ordinaria (4,25 per cento). - (2) Calcolata con riferimento a retribuzioni lorde non superiori a 40 milioni. - (3) Calcolata con l'aliquota dell'IRAP ridotta (2,25 per cento); con l'aliquota dell'IRAP ordinaria il costo del lavoro sarebbe aumentato dello 0,9 per cento. - (4) Calcolata con l'aliquota dell'IRAP ordinaria. - (5) Imprese con numero di addetti compreso tra 8 e 15. - (6) Calcolata con l'aliquota dell'IRAP maggiorata (5,4 per cento).

Occorre ricordare che, ove si volesse analizzare invece del costo unitario del lavoro la profittabilità relativa all'assunzione di un lavoratore, si dovrebbe fare riferimento al costo marginale del lavoro che, nel

Tav. 3

Riflessi sul reddito netto dell'introduzione dell'IRAP e del riordino dell'Irpef

	Prima dell'introduzione dell'IRAP (Ipotesi A)		Con IRAP senza intervento su Irpef (Ipotesi B)		Con IRAP e con intervento su Irpef (Ipotesi C)	
	Senza carichi familiari	Con carichi familiari (1)	Senza carichi familiari	Con carichi familiari (1)	Senza carichi familiari	Con carichi familiari (1)
<i>Lavoratore dipendente con retribuzione lorda di 40 milioni</i>						
Reddito netto	28.179.000	29.519.000	28.443.000	29.783.000	28.405.000	30.039.000
<i>In percentuale della retribuzione lorda</i>	70,4	73,8	71,1	74,5	71,0	75,1
<i>Lavoratore dipendente con retribuzione lorda di 70 milioni</i>						
Reddito netto	45.761.000	47.029.000	46.174.000	47.442.000	45.908.000	47.470.000
<i>In percentuale della retribuzione lorda</i>	65,4	67,2	66,0	67,8	65,6	67,8
<i>Lavoratore autonomo con reddito lordo di 40 milioni</i>						
Reddito netto	24.170.000	25.510.000	24.213.000	25.553.000	24.097.000	25.731.000
<i>In percentuale del reddito lordo</i>	60,4	63,8	60,5	63,9	60,2	64,3
<i>Lavoratore autonomo con reddito lordo di 70 milioni</i>						
Reddito netto	39.931.000	41.271.000	39.609.000	40.949.000	39.620.000	41.254.000
<i>In percentuale del reddito lordo</i>	57,0	59,0	56,6	58,5	56,6	58,9

(1) Si fa riferimento a un lavoratore coniugato con due figli a carico.

Gli effetti dell'abolizione dei contributi sanitari e dell'introduzione dell'IRAP sono più complessi per i lavoratori autonomi. Nella direzione di aumentare il reddito netto agisce l'abolizione dei contributi sanitari (la cosiddetta tassa per la salute), in quella opposta, l'aggravio fiscale dovuto all'introduzione della nuova imposta. Sempre con riferimento al lavoratore senza carichi familiari, il risultato netto dei due effetti dipende dal livello del reddito lordo a causa della regressività della contribuzione sanitaria (cfr. ipotesi B della tav. 3). La regressività, infatti, riduceva l'incidenza effettiva della tassa per la salute del lavoratore con reddito lordo pari a 70 milioni, rispetto al lavoratore autonomo con reddito lordo pari a 40 milioni. L'introduzione del nuovo tributo, che è invece proporzionale, comporta un aggravio di carico fiscale per il lavoratore con reddito più elevato.

In questa situazione si inserisce il riordino dell'Irpef, attraverso l'aumento delle aliquote dei primi scaglioni e la revisione della detrazione per lavoro autonomo; questa viene modulata per scaglioni e limitata ai redditi imponibili non superiori a 60 mi-

lioni. La struttura della detrazione è tale da comportare un aumento di reddito netto, rispetto al regime precedente, per redditi lordi inferiori a circa 37 milioni. Si ricorda, tuttavia, che nei calcoli effettuati si ignorano gli effetti dell'abolizione dell'Iciap e della tassa di concessione governativa sulla partita IVA. Inoltre, si fa riferimento a contribuenti che nel passaggio al nuovo regime non beneficiano di alcun vantaggio fiscale derivante dall'abolizione degli altri tributi, in quanto non rientravano nel campo di applicazione dell'Ilor e non pagavano l'imposta sul patrimonio netto.

Per i lavoratori dipendenti con carichi familiari, la revisione delle relative detrazioni accentua l'aumento di reddito netto derivante dal riordino dell'Irpef. Per i lavoratori autonomi, l'aumento delle detrazioni per carichi familiari compensa in parte l'aggravio fiscale connesso con la riforma. Tale effetto di compensazione si riduce comunque all'aumentare del reddito, essendo le detrazioni per figli stabilite in somma fissa.

Il riordino della tassazione dei redditi da capitale

L'attuale riordino del sistema di tassazione dei redditi da capitale, che entrerà in vigore il 1° luglio 1998, si colloca all'interno di un processo, avviato da tempo, di progressivo livellamento delle aliquote legali sui diversi tipi di impiego del risparmio. Il riordino tende ad aumentare il grado di neutralità del prelievo sui redditi da capitale, sia quelli derivanti da attività finanziarie sia quelli derivanti dall'esercizio d'impresa.

A tal fine, la revisione si articola intorno a cinque punti fondamentali: *a)* riduzione del numero delle aliquote (portate a due sole: una agevolata del 12,5 per cento, riservata, tra gli altri, ai rendimenti dei titoli pubblici; una ordinaria del 27 per cento, che colpisce, tra gli altri, gli interessi sui depositi bancari); *b)* ampliamento delle basi imponibili, ottenuto riconducendo a tassazione i guadagni di capitale e i proventi di negoziazioni di prodotti derivati; *c)* assoggettamento a tassazione dei guadagni di capitale in base al criterio della maturazione piuttosto che della realizzazione; *d)* introduzione della possibilità di optare, nel caso di risparmio affidato in "gestione" a intermediari finanziari, per un nuovo regime di tassazione che assoggetta al prelievo l'utile di gestione del portafoglio dell'investitore; *e)* introduzione della possibilità di optare, nel caso di risparmio affidato in "amministrazione" a intermediari finanziari, per un regime di tassazione basato sul prelievo alla fonte da parte di questi ultimi in occasione delle singole negoziazioni. Molte di queste innovazioni comportano un maggiore rilievo del ruolo svolto dagli intermediari finanziari quali sostituti d'imposta.

Il modello di tassazione di cui al punto *d)* (detto "del risparmio gestito") rappresenta una novità anche a livello internazionale. Tassando l'utile di gestione, esso consente di fatto la compensazione delle eventuali minusvalenze su titoli, sia con le plusvalenze derivanti dalla detenzione di qualunque categoria di strumenti finanziari (quindi anche tra azioni e obbligazioni), sia con i flussi di rendimento generati dal portafoglio (interessi, dividendi, ecc.). Inoltre, questo regime comporta una tassazione dei guadagni di capitale in base al principio della maturazione. Per gli or-

ganismi di investimento collettivo, esso sostituisce la precedente imposta patrimoniale.

Nel caso del regime di cui al punto *e)* (detto del "risparmio amministrato"), i guadagni di capitale vengono tassati al momento dell'effettiva realizzazione; tuttavia, l'intermediario è tenuto ad applicare alla base imponibile un opportuno coefficiente di correzione, detto "equalizzatore" (stabilito con decreto ministeriale), che adegua plusvalenze e minusvalenze in modo da equiparare l'imposta a quella che sarebbe stata versata in base al criterio della maturazione. La compensazione tra plus e minusvalenze, avviene solamente all'interno del rapporto di deposito intrattenuto dall'investitore con l'intermediario.

Il regime di tassazione "ordinario" rimane quello in base alla dichiarazione dei redditi; anche per esso si prevede l'applicazione dell'"equalizzatore". Tale regime viene reso obbligatorio (escludendo per gli altri due regimi) nel caso di cessione di quote di capitale "qualificate".

In tutti i casi è consentito un riporto in avanti delle eventuali perdite derivanti da minusvalenze fino a un periodo massimo di quattro periodi d'imposta successivi.

Il regime della Dual Income Tax

A partire dal periodo d'imposta 1997, i redditi d'impresa sono assoggettati a un nuovo regime impositivo, definito Dual Income Tax. Esso modifica il metodo di determinazione delle imposte sui redditi d'impresa delle persone fisiche e giuridiche (Irpef e Irpeg), introducendo un trattamento agevolato su una quota di tali redditi. Le banche e le imprese di assicurazione vi saranno assoggettate solamente a decorrere dall'anno 2000.

Il regime della DIT persegue l'obiettivo di attenuare la discriminazione fiscale tra le fonti di finanziamento che caratterizzava il sistema precedente. Questo privilegiava il ricorso al debito piuttosto che al capitale proprio. Tale distorsione, presente nei sistemi fiscali di molti paesi, si era accentuata in Italia nel corso degli anni ottanta con l'innalzamento delle aliquote legali (che accresce il risparmio d'imposta

derivante dalla piena deducibilità degli interessi passivi). Tra il 1980 e il 1997 l'aliquota legale applicata ai redditi societari era aumentata dal 36,3 al 53,2 per cento. Per effetto dell'abolizione dell'Ilor e dell'introduzione dell'IRAP, l'incidenza del prelievo sull'utile scende ora al 41,25 per cento; nel contempo gli interessi passivi vengono assoggettati all'IRAP con aliquota del 4,25 per cento.

L'applicazione del regime agevolativo della DIT attenua ulteriormente la discriminazione in favore dell'indebitamento, consentendo un'ulteriore diminuzione dell'aliquota sui profitti rispetto al 41,25 per cento. Il meccanismo dell'agevolazione si basa sulla ripartizione dell'imponibile in due componenti: il reddito "normale", imputabile al capitale di nuova formazione, che viene tassato con un'aliquota ridotta pari al 19 per cento; il reddito "residuale" tassato, nel caso delle persone giuridiche, con l'aliquota ordinaria del 37 per cento (7). Il reddito "normale" è ottenuto applicando al capitale accumulato dall'impresa a decorrere dal settembre 1996 un tasso di rendimento figurativo stabilito per legge. Il reddito "residuale" consta pertanto di due componenti: il profitto attribuibile al nuovo capitale in eccesso rispetto al reddito "normale" e l'utile attribuibile al capitale di vecchia formazione.

Limitando l'analisi alle persone giuridiche, l'aliquota media τ_g^m è il risultato dell'applicazione dell'aliquota agevolata del 19 per cento al reddito "normale" (che rappresenta una quota q dell'utile complessivo) e di quella ordinaria del 37 per cento all'utile "residuale":

$$[4] \tau_g^m = .37(1-q) + .19q$$

Essa viene comunque ancorata a un valore minimo del 27 per cento e assume pertanto valori compresi tra il 37 e il 27 per cento, in funzione di q . Per la durata di tre anni, alle imprese che vengono ammesse alla quotazione in Borsa è concessa un'agevolazione più ampia, grazie all'applicazione di un'aliquota agevolata del 7 per cento e di un'aliquota media minima del 20.

La limitazione dell'agevolazione agli incrementi di capitale introduce un'incentivo alla patrimonializzazione delle imprese. Condizionando infatti la frui-

bilità dell'agevolazione alle scelte finanziarie delle imprese, tale limitazione consente un vantaggio fiscale in presenza di investimenti effettuati ricorrendo al capitale proprio piuttosto che al debito. Ciò comporta un rafforzamento del processo di attenuazione della discriminazione in favore del debito: oltre alla riduzione del vantaggio fiscale dell'indebitamento dovuta all'effetto meccanico della diminuzione di aliquota, si genera un ulteriore vantaggio fiscale connesso con gli incrementi di capitale proprio. L'imposizione della soglia minima del 27 per cento all'aliquota media, giustificata da esigenze di gettito, inibisce tuttavia tale incentivo in corrispondenza di una determinata composizione del patrimonio dell'impresa.

Il tetto del 27 per cento viene raggiunto in corrispondenza di q pari al 55,5 per cento dell'utile complessivo. Assumendo un tasso di rendimento effettivo del capitale uguale a quello figurativo utilizzato per il calcolo del rendimento "normale" (che indichiamo entrambi con r), questa quota rappresenta anche il rapporto tra il nuovo capitale e il capitale complessivo. Definendo con C_n l'incremento di capitale e C_v il capitale iniziale, è possibile calcolare il tasso di crescita del capitale proprio necessario perché si raggiunga il vincolo dell'aliquota media minima:

$$\begin{aligned} \text{reddito "normale"} &= U_n = r C_n \\ \text{utile complessivo} &= U = r (C_n + C_v) \\ q &= U_n / U \\ k &= C_n / C_v \end{aligned}$$

da cui, sostituendo, nell'ultima espressione le precedenti, si ottiene

$$[5] k = q / (1-q)$$

che per un valore di q pari al 55,5 per cento comporta un k pari al 122,2 per cento. In altri termini, sotto le ipotesi formulate circa i tassi di rendimento, l'aliquota del 27 per cento verrebbe raggiunta in corrispondenza di aumenti di capitale tali da più che raddoppiare il capitale iniziale dell'impresa (8).

Al crescere di q fino al 55,5 per cento, l'aliquota media scende progressivamente dal 37 al 27 per cento. In questo caso l'incentivo ad accrescere il capitale proprio è efficace, in quanto gli incrementi di patrimonio, comportando l'applicazione di un'ali-

quota marginale del 19 per cento, riducono l'aliquota media τ_g^m .

In presenza di incrementi patrimoniali tali da comportare un valore soglia di q del 55,5 per cento o superiore, l'incentivo viene meno in quanto gli incrementi patrimoniali non consentono ulteriori riduzioni di τ_g^m , che ha raggiunto il suo limite inferiore; l'aliquota marginale sugli investimenti, comunque finanziati, è pari al 27 per cento.

L'incentivo implicito nella DIT nel periodo transitorio dovrebbe esercitare maggiori effetti nei confronti delle imprese meno capitalizzate. Esse, infatti, dispongono potenzialmente di maggiori margini per sfruttare la nuova agevolazione attraverso aumenti del capitale proprio.

Infine, a parità di situazione patrimoniale iniziale (quindi di aliquota media complessiva dell'Irpeg) e di nuovi apporti di capitale (quindi di reddito "normale" loro imputato), l'effetto agevolativo dipende dalla profittabilità dell'impresa, in particolare dallo scarto tra il tasso di rendimento effettivo e quello figurativo utilizzato per il calcolo del rendimento "normale". La presenza di tassi di rendimento effettivi più elevati comporta, infatti, aumenti di utile complessivo maggiori e porta all'applicazione di un'aliquota media complessiva τ_g^m più elevata. Ne risultano relativamente favorite le imprese meno profittevoli: il declino dell'aliquota media fino alla soglia del 27 per cento è più rapido e gli incrementi di capitale necessari per raggiungere tale soglia sono più contenuti (8).

(1) Regimi transitori particolari sono stati previsti per l'agricoltura (sottoposta a un'aliquota agevolata del 2,5 per cento nel 1998, destinata ad aumentare progressivamente fino al 4,25 per cento nel 2002) e per i settori creditizio e assicurativo (sottoposti a un'aliquota maggiorata del 5,4 per cento nel 1998, gradualmente destinata a ridursi fino al 4,25 per cento nel 2001).

(2) Per le imprese manifatturiere del Centro-Nord l'aliquota dei contributi aboliti si riduceva dall'11,46 al 6,76 per cento,

mentre per le imprese appartenenti allo stesso settore, ma ubicate nelle regioni meridionali, essa scendeva al 4,76 per cento; per le imprese edili ammontava al 9,86 per cento, mentre per quelle commerciali oscillava dal 9,1 al 10,56 per cento a seconda della dimensione. Il livello di fiscalizzazione dei contributi sanitari del Sud avrebbe dovuto allinearsi con quello vigente nel resto del Paese entro l'anno 2000, in base ad accordi presi in sede comunitaria.

(3) Tale aliquota è data dalla somma del contributo per il Servizio sanitario nazionale (9,6 per cento), di una quota del contributo TBC (1,66 per cento) e del contributo per l'assistenza di malattia dei pensionati (0,2 per cento). Essa è applicabile a una retribuzione lorda non superiore a 40 milioni. Il contributo per il Servizio sanitario nazionale presenta una struttura regressiva: l'aliquota del 9,6 per cento, applicabile allo scaglione di retribuzione fino a 40 milioni, scende al 3,8 per cento per lo scaglione compreso tra 40 e 150 milioni, per annullarsi sulla quota di retribuzione superiore a 150 milioni.

(4) Nei calcoli svolti, non sono stati considerati i contributi per le assicurazioni obbligatorie contro gli infortuni (contributi INAIL), perché la loro aliquota dipende dallo specifico rischio connesso con il tipo di lavorazione e con la sinistrosità dell'azienda. La loro inclusione, comunque, non altererebbe in maniera sostanziale la variazione del costo del lavoro dovuta all'introduzione del nuovo regime, in quanto tali contributi non rientrano nella base imponibile dell'IRAP. Per l'aliquota dell'accantonamento ai fondi di quiescenza sono state utilizzate stime effettuate dal Ministero delle Finanze.

(5) Le nuove aliquote incorporano, nella misura di mezzo punto percentuale, l'addizionale regionale all'Irpef.

(6) In questa sede, vengono considerati appartenenti alla categoria dei lavoratori autonomi i percettori di redditi da lavoro autonomo propriamente detto, di redditi d'impresa e di quelli di partecipazione.

(7) Anche per le imprese individuali e le società di persone il reddito "normale" imputato al capitale proprio di nuova costituzione viene assoggettato a tassazione separata secondo un'aliquota pari al 19 per cento (coincidente con quella del primo scaglione dell'Irpef). Il reddito "residuale" viene invece tassato in base al regime ordinario dell'imposta personale. Ai fini della determinazione dell'aliquota da applicare, la quota di reddito tassata separatamente viene ricompresa nel reddito complessivo, in modo da tenere conto della progressività dell'Irpef. L'aliquota ordinaria varierà pertanto a seconda del reddito complessivo del contribuente.

(8) Nell'ipotesi di un tasso di rendimento del capitale r superiore a quello figurativo, il valore di k sarebbe anch'esso superiore; in tal caso il vincolo dell'aliquota media diverrebbe stringente in presenza di incrementi ancora più elevati del capitale proprio. L'opposto avviene nell'ipotesi di un tasso di rendimento inferiore a quello figurativo.

Lo schema nazionale di piazza: la transizione all'euro nel sistema finanziario italiano (*)

1. Introduzione

Nello scorso novembre il Sottocomitato Finanza - che opera nell'ambito del Comitato Euro (1) con l'obiettivo di coordinare le iniziative per la transizione del settore finanziario all'euro - ha approvato la seconda edizione dello Schema nazionale di piazza, documento volto a coordinare le azioni dei diversi attori del sistema finanziario italiano per un passaggio dalla lira all'euro ordinato e che tuteli la posizione competitiva del sistema stesso (2).

Lo Schema è un documento rivolto soprattutto agli operatori del settore finanziario, con il quale l'Italia ha recepito le indicazioni sullo scenario della transizione formulate dal Consiglio europeo di Madrid del dicembre 1995 ed elaborate in due regolamenti comunitari (3).

Queste indicazioni stabiliscono alcune caratteristiche della transizione comuni per tutta l'Unione europea, ma lasciano ai singoli Stati e ai loro operatori economici libertà di determinare gli altri aspetti della transizione all'euro. Lo Schema affronta molteplici tematiche per le quali l'adozione di specifiche decisioni spetta alle autorità e agli operatori nazionali (4) e alcuni problemi, quali ad esempio la ridenominazione degli strumenti finanziari, che troveranno soluzione nella disciplina introdotta con i decreti legislativi previsti nella legge-delega (5) per l'introduzione dell'euro. La pubblicazione della nuova versione dello Schema segna la conclusione della fase di analisi e progettazione e l'avvio di quella attuativa.

2. Caratteristiche fondamentali

Lo scenario delineato a Madrid prevede un periodo transitorio (1° gennaio 1999 - 31 dicembre 2001) durante il quale gli operatori economici, in base al principio "nessuna proibizione e nessun obbligo", potranno utilizzare sia l'euro sia le denominazioni na-

zionali dell'euro, rappresentate dalle monete dei paesi aderenti alla terza fase della UEM.

Lo Schema accoglie questo principio e riassume gli aspetti cruciali della transizione all'euro nel settore della finanza in cinque proposizioni fondamentali, di seguito riprodotte, relative a quattro principali aree di intervento:

Area Pagamenti - Dal 1° gennaio 1999 sarà consentito l'uso dell'euro per tutte le operazioni di incasso e di pagamento, nei casi che non prevedono l'uso di monete e banconote, sia per gli operatori finanziari sia per il pubblico;

Area Mercati - Dal 1° gennaio 1999 le negoziazioni sui mercati monetari e finanziari avverranno in euro.

Area Strumenti - Dal 1° gennaio 1999 le emissioni di tutti i titoli del debito pubblico saranno in euro. Alla stessa data, i titoli di Stato, quali i BOT, CCT, BTP, CTZ e ogni altra forma di debito pubblico negoziabile, saranno convertiti in euro. Il debito pubblico non negoziabile, come i Buoni postali fruttiferi, sarà invece convertito in euro al 1° gennaio 2002.

La conversione degli altri strumenti finanziari verrà attuata in maniera scaglionata. Una ridenominazione programmata sarà favorita da norme volte a ridurre l'onere della conversione per gli emittenti.

Area Statistiche - Dal 1° gennaio 1999 gli operatori tenuti a trasmettere segnalazioni a fini di vigilanza e statistici alle autorità potranno utilizzare l'euro; le statistiche elaborate dalle medesime autorità saranno in euro.

3. Aree di intervento

Per ognuna delle quattro aree sopra indicate sono stati definiti uno o più macro-progetti. L'articolazio-

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

ne delle aree in macro-progetti risponde all'obiettivo di definire l'insieme delle azioni da porre in essere per l'individuazione e l'adozione delle soluzioni. Per ogni macro-progetto è stato individuato un "responsabile", cui viene affidato il coordinamento di tutte le attività necessarie alla gestione del macroprogetto stesso.

L'area "pagamenti" attiene al sistema dei pagamenti (l'insieme delle infrastrutture che permette di trasferire la moneta da un soggetto a un altro) ed è profondamente interessata dall'introduzione dell'euro. In relazione alla sua struttura piramidale, che vede alla base lo scambio di beni e servizi tra soggetti economici, al livello intermedio i servizi di pagamento forniti dal sistema bancario e da quello postale e, alla sommità, la Banca d'Italia che consente il regolamento finale delle transazioni; l'area è stata suddivisa in due macro-progetti:

- 1) *Banca d'Italia - operatori finanziari* (coordinatore: Banca d'Italia);
- 2) *Sistema bancario e postale - clientela* (coordinatore: ABI).

Nel primo macro-progetto, *Banca d'Italia - operatori finanziari*, l'Istituto di emissione ha un ruolo prevalente, dato che le operazioni poste in essere tra gli intermediari vanno a modificare il saldo dei loro conti presso la Banca d'Italia. Nel secondo macro-progetto, *Sistema bancario e postale - clientela*, invece, ci si concentra sull'insieme dei servizi finanziari resi dagli operatori finanziari alla clientela.

Uno dei progetti compresi nel primo macro-progetto è stato realizzato ed è già operativo. Si tratta del sistema di regolamento lordo italiano (BI-REL) (6), avviato nel giugno 1997 e funzionante a regime dal gennaio scorso, che assicura il regolamento in tempo reale delle operazioni di importo rilevante trattate nei mercati e nelle procedure interbancarie che precedentemente confluivano nel sistema di compensazione.

L'accesso a BI-REL permette agli intermediari di ampliare la gamma dei prodotti offerti e di migliorare la qualità dei servizi alla clientela, che può disporre e ricevere in tempo reale pagamenti in lire e, a partire dalla data di inizio della terza fase della UEM, anche

in euro. Sono attualmente in corso i test di interconnessione di BI-REL con l'IME e con gli altri sistemi di regolamento lordo nazionali.

Il secondo macro-progetto dell'area pagamenti è volto a consentire alla clientela l'uso della lira e dell'euro nei diversi servizi di incasso e pagamento, fin dall'inizio del periodo transitorio. Gli incassi e i pagamenti potranno, pertanto, essere eseguiti indifferente nell'una o nell'altra moneta, movimentando conti o utilizzando titoli di credito o strumenti di pagamento sostitutivi del contante. Il debitore avrà la facoltà di scegliere la lira o l'euro per assolvere il proprio debito, se questo è pagabile mediante accredito sul conto del creditore. In caso questi detenga un conto in una moneta diversa da quella scelta dal debitore per il pagamento, l'intermediario accrediterà il controvalore dopo aver effettuato la conversione.

Questo progetto si basa su uno specifico accordo interbancario che, interessando tutto il sistema, impegna gli intermediari ad accogliere e trattare le disposizioni in euro, oltre che in lire, provenienti dal canale interbancario sia sotto forma elettronica sia con le tradizionali modalità cartacee. Si darà, così, certezza a ogni banca di poter eseguire le disposizioni in euro impartite dalla clientela, in quanto l'intermediario cui spetta di portare a termine l'operazione avrà, come aderente all'accordo, l'obbligo di eseguirla.

Nell'accordo è stato puntualmente definito il momento in cui provvedere all'eventuale conversione lire/euro o viceversa: tutti i soggetti mittenti o intermediari, ivi comprese le "banche tramite", si impegnano a trasferire l'importo dell'operazione nella moneta originaria stabilita dalla clientela e l'eventuale conversione verrà effettuata solo all'atto dell'imputazione sul conto del destinatario finale. Ciò consentirà di evitare che l'importo in questione sia convertito e riconvertito più volte nel passaggio tra i diversi intermediari, riducendo, così, i problemi legati all'arrotondamento. Peraltro, è stato ritenuto utile inserire nell'accordo anche l'obbligo di segnalare gli eventuali dati di ritorno agli ordinanti/mittenti nella stessa denominazione delle disposizioni originarie ricevute, al fine di poter consentire l'abbinamento contabile, in maniera univoca e automatica, con le partite originarie.

All'accordo potranno aderire anche tutti i soggetti non bancari operanti sulla Rete nazionale interbancaria (RNI), in considerazione del ruolo rilevante svolto nei sistemi di pagamento.

L'accordo è entrato in vigore nel mese di ottobre 1997 per dare il tempo sufficiente ad assolvere i molti impegni per la transizione all'euro entro il 1° gennaio 1999 tra cui, in particolare, l'adeguamento delle procedure interbancarie.

L'area "mercati" attiene al luogo in cui vengono scambiati strumenti monetari e finanziari, il cui "ciclo produttivo" si articola in due momenti principali: la negoziazione, in cui i contraenti stabiliscono le caratteristiche essenziali del contratto (prezzo, quantità, durata); il regolamento, in cui la transazione viene conclusa mediante l'effettivo scambio dei titoli contro monete. All'interno di quest'area sono stati individuati due macro-progetti:

1) *Mercati valutario, monetario (MID) e dei titoli di Stato all'ingrosso (MTS) e a termine (MIF-MTO) (coordinatore: ABI);*

2) *Borsa (coordinatore: Borsa Italiana S.p.A.).*

Il Consiglio europeo di Madrid non ha definito un puntuale quadro di riferimento per l'introduzione dell'euro in quest'area, che comprende le strutture di formazione del prezzo, di scambio e di regolamento. Le relative decisioni devono, pertanto, essere prese a livello nazionale.

Diversamente da quanto previsto nel campo dei pagamenti, si è ritenuto che per la negoziazione degli strumenti finanziari sia opportuno l'uso di un'unica denominazione e la simultaneità del passaggio all'euro su tutti i circuiti di scambio. Le motivazioni fondamentali di questa soluzione sono:

- evitare la segmentazione dei mercati, che potrebbe danneggiare la posizione competitiva della piazza finanziaria italiana;
- perseguire l'efficienza e il contenimento dei costi delle procedure di negoziazione.

Il mercato valutario, per la stretta connessione con la politica monetaria unica, passerà all'euro

all'inizio del periodo transitorio. La Banca d'Italia quoterà solo l'euro contro le valute dei paesi della UE che non parteciperanno alla terza fase della UEM e dei paesi extra UE. Trattandosi di un mercato interamente *over-the-counter*, non è prevista una fissazione dei tempi per la realizzazione di interventi.

Il mercato interbancario dei depositi subirà in modo rilevante l'impatto dell'introduzione dell'euro, sia sotto il profilo tecnico sia sotto il profilo strategico. Infatti a partire dal 1° gennaio 1999:

- la politica monetaria sarà gestita in euro dal Sistema europeo di banche centrali (SEBC);
- il regolamento dei pagamenti interbancari europei dovrà essere effettuato in euro nell'ambito del sistema dei pagamenti TARGET;
- i conti di gestione delle banche commerciali presso le banche centrali nazionali saranno denominati in euro.

Le banche dell'area dell'euro, pertanto, dovranno gestire flussi denominati nella nuova unità di conto e dovranno competere anche con le banche appartenenti ad altri sistemi nazionali per ottenere finanziamenti in base monetaria dal SEBC.

Con l'adozione dell'euro nelle contrattazioni sul MID, il tasso Ribor, stanti le attuali decisioni, cesserà di esistere. La Federazione bancaria europea (FBE) ha, infatti, ritenuto che la permanenza dei singoli tassi nazionali potrebbe ingenerare confusione tra gli operatori. In considerazione di ciò essa ha deciso di lanciare il tasso Euribor come nuovo tasso interbancario per l'area dell'euro, in sostituzione degli attuali tassi nazionali (Ribor, Pibor, Fibor, ecc.).

Riguardo alle modalità di rilevazione del nuovo tasso, il metodo indicato dalla FBE è quello delle "banche di riferimento", secondo il quale le banche selezionate (da ogni paese partecipante) dovrebbero dichiarare giornalmente alla FBE la quotazione (indicativa o impegnativa) alla quale sono disposte a negoziare.

Circa le modalità di calcolo dell'Euribor, si è in attesa di una presa di posizione definitiva da parte della FBE. Debbono, comunque, essere svolti ulteriori approfondimenti di carattere legale sulle modalità di sostituzione dei tassi nazionali con il nuovo tasso.

L'introduzione dell'euro sul MTS non sembra porre particolari problemi, stante la caratteristica di mercato all'ingrosso e la flessibilità della struttura telematica di negoziazione. La ridenominazione, infatti, riguarderà esclusivamente il valore nominale dei titoli e non inciderà sulle caratteristiche dei prestiti (durata, tasso di remunerazione, scadenza delle cedole, termini per il rimborso e modalità di emissione) che, in base al principio della continuità dei contratti, rimarranno inalterate. Per ovviare all'inconveniente della creazione delle spezzature, derivante dalla conversione dei titoli, si è invece deciso di intervenire modificando il taglio minimo sottoscrivibile in asta che, dagli attuali 5 milioni di lire passerà a 1.000 euro.

Conseguenze ben più ampie porterà, invece, la dematerializzazione degli strumenti finanziari, la cui circolazione verrebbe garantita attraverso una serie di adempimenti scritturali effettuati dagli intermediari. Il progetto rappresenta il coronamento di un processo tendente alla progressiva riduzione della circolazione materiale e a un crescente accentramento dei titoli presso i gestori centralizzati (Monte Titoli e Banca d'Italia).

Il provvedimento che dovrebbe introdurre questa importante innovazione nel nostro ordinamento è attualmente in corso di redazione, ai sensi degli articoli 7 e 10 della legge-delega.

La realizzazione della UME e l'adozione della moneta unica sono destinate a esercitare vasti e molteplici effetti sulla Borsa italiana. Sotto il profilo delle modalità di negoziazione degli strumenti finanziari, già nella versione preliminare dello *Schema nazionale di piazza* dello scorso giugno, si era definita ed esplicitata la decisione di procedere a un *big bang*, con il simultaneo impiego dell'euro per tutti gli strumenti finanziari a partire dal 1° gennaio 1999. Il mercato azionario, comprensivo dei sistemi di negoziazione, liquidazione e compensazione, sarà pertanto configurabile come una *black box*, delimitata esternamente dal comparto degli intermediari, al cui interno tanto la negoziazione che il regolamento saranno effettuati in euro. La clientela potrà accedere al mercato presentando ordini in euro e instaurando, in base al principio "nessuna proibizione, nessun obbligo", rapporti con gli intermediari nella valuta preferita,

presumibilmente euro per gli investitori professionali e lire per il pubblico.

L'area "**strumenti**" riguarda gli aspetti relativi alla conversione degli strumenti finanziari da lire a euro. Per motivazioni analoghe a quelle dell'area "mercati", anche in questo caso è stato deciso di individuare due macro-progetti:

- 1) *Conversione del debito pubblico* (coordinatore: Ministero del Tesoro);
- 2) *Conversione degli altri strumenti finanziari* (coordinatore: Borsa Italiana S.p.A.).

La conversione del debito pubblico è stata esaminata sotto i due principali aspetti del debito pubblico negoziabile e del debito pubblico non negoziabile.

Per il debito pubblico negoziabile, si è concluso che l'esistenza di due mercati paralleli di titoli pubblici, uno in lire e uno in euro, potrebbe costituire un grave impedimento all'efficienza, con ripercussioni sulla competitività del mercato obbligazionario italiano. Il Ministero del Tesoro ha deciso pertanto di procedere subito alla completa ridenominazione del debito pubblico negoziabile in circolazione, indipendentemente dalla vita residua dei titoli. Tutto il debito pubblico negoziabile in lire sarà, quindi, ridenominato in euro il 1° gennaio 1999. I pagamenti per la corresponsione degli interessi e il rimborso del capitale verranno commisurati al valore in euro dei titoli convertiti e saranno eseguiti in euro. Ciò comporta che il servizio finanziario, sia nei rapporti Tesoro-Banca d'Italia sia in quelli tra questa e il sistema bancario, si svolgerà esclusivamente in euro.

Per il debito pubblico non negoziabile il quadro è il seguente:

- la ridenominazione in euro sarà effettuata il 1° gennaio 2002;
- dal 1° gennaio 1999 saranno messi a disposizione del risparmiatore Buoni postali fruttiferi (BPF) in euro;
- entro e non oltre il 1° gennaio 2002, i vecchi Buoni postali fruttiferi denominati in lire potranno essere sottoscritti presso gli sportelli postali su esplicita richiesta del risparmiatore, fino all'esaurimento delle scorte.

Per quanto riguarda le operazioni di versamento e liquidazione del risparmio postale in forma diversa dal contante, nel periodo transitorio varranno i principi generali seguiti nel complesso del sistema dei pagamenti: l'utente potrà, a sua scelta, pagare o ricevere sia lire sia euro.

Con riferimento a tutto il debito pubblico, per il principio della continuità dei contratti e in base al rapporto di conversione che verrà definitivamente fissato tra lire ed euro, i titoli in forma cartacea denominati in lire saranno automaticamente considerati valori in euro - dal 1° gennaio 1999 i negoziabili e dal 1° gennaio 2002 i non negoziabili - senza che sia necessario procedere alla loro ristampa o all'apposizione di una stampigliatura che ne indichi esplicitamente il nuovo valore in euro.

Riguardo alla conversione degli altri strumenti finanziari, lo Schema non fissa rigidamente i tempi, dovendosi applicare il principio "nessuna proibizione, nessun obbligo" e a causa della presenza di un insieme vasto e articolato di società emittenti; in questo campo, infatti, il problema principale consiste nel fatto che la moneta unica implicherà la conversione in euro di tutto il "piano dei conti", ivi compresi il valore nominale dei titoli e tutta l'informativa a rilevanza esterna.

L'area "statistiche" riguarda le segnalazioni periodicamente trasmesse dagli operatori alle autorità di vigilanza e all'UIC. Il relativo macro-progetto, *Segnalazioni statistiche e di Vigilanza* (coordinatore: Banca d'Italia), ha come oggetto la possibilità di compilazione delle segnalazioni in euro o in lire.

Il macro-progetto copre, essenzialmente, le modalità che saranno seguite da Banca d'Italia, UIC, Consob e Isvap, destinatarie di segnalazioni statistiche e di vigilanza, nel gestire il processo di transizione all'euro di queste ultime.

Durante il periodo transitorio, i soggetti tenuti a inviare segnalazioni alle autorità di controllo potranno scegliere la lira o l'euro come valuta di controvalutazione, nel rispetto di vincoli di uniformità delle segnalazioni alle diverse autorità e di irreversibilità del passaggio all'euro.

In coerenza con questa scelta, sono state affrontate le altre problematiche che il passaggio alla moneta unica implica nella raccolta e nella gestione delle statistiche creditizie e finanziarie.

(1) Il Comitato euro, presieduto dal Sottosegretario al Tesoro, on. Roberto Pinza, è stato costituito nel giugno del 1996, in seguito a una direttiva del Presidente del Consiglio, con il compito di coordinare le iniziative connesse con l'introduzione della moneta unica. Prima della sua costituzione, i lavori preparatori per l'adozione dell'euro in Italia erano stati avviati:

- presso il Ministero del Tesoro, con un gruppo di lavoro per l'adeguamento della struttura finanziaria pubblica all'introduzione dell'euro;
- presso la Banca d'Italia, con un Comitato di coordinamento per l'Unione economica e monetaria;
- presso l'Associazione bancaria italiana - ABI, con un progetto relativo all'unificazione economica e monetaria (cosiddetto *Progetto EMU*).

Con la costituzione del Comitato Euro si è inteso assicurare la sistematicità e il collegamento tra le diverse iniziative. Il Comitato Euro ha dato luogo alla creazione di tre Sottocomitati, competenti, rispettivamente, per le aree: "Amministrazioni Pubbliche"; "Finanza" ("Sistema monetario e finanziario, incluso il sistema delle assicurazioni"); "Imprese" ("Sistema delle imprese industriali, commerciali, artigiane e agricole"). Il Sottocomitato Finanza, coordinato dal presidente della Consob, dr. T. Padoa-Schioppa, ha iniziato a operare ai primi di dicembre 1996. Al Sottocomitato partecipano l'ABI, l'ANIA, la Banca d'Italia, il Consiglio di Borsa (ora Borsa Italiana S.p.A.), la Consob, l'Ente Poste, l'ISVAP, il Ministero dell'Industria, il Ministero del Tesoro, l'UIC, l'Assonime, la Cassa Depositi e Prestiti e la Monte Titoli.

(2) La prima edizione dello *Schema nazionale di piazza* era contenuta nel documento *Dalla lira all'euro, linee guida per l'introduzione dell'euro in Italia*, pubblicato dal Comitato Euro nel giugno 1997, che individuava una serie di problematiche relative alla transizione all'euro emerse in ciascuna delle tre aree in cui è articolato il Comitato stesso (cfr. nota 1).

(3) Il primo regolamento (n. 1103/97 del 17 giugno 1997, pubblicato sulla G.U.C.E. del 19.6.1997 ed entrato in vigore il giorno successivo alla pubblicazione) adottato in base all'art. 235 del Trattato, contiene le disposizioni relative alla sostituzione dell'euro all'ecu negli atti legali, il principio della continuità dei contratti, le modalità per la conversione tra valute nazionali e tra queste e l'euro e le regole per gli arrotondamenti); il secondo, che completerà il quadro giuridico per l'utilizzazione dell'euro, in base alle disposizioni dell'art. 109/ del Trattato, sarà emanato nella primavera del 1998, in concomitanza con la selezione dei paesi che potranno accedere alla terza fase della UEM fin dal 1° gennaio 1999, data in cui l'euro diverrà una "valuta a pieno diritto" e il paniere ecu ufficiale cesserà di esistere. Per quanto riguarda lo scenario di Madrid, cfr. riquadro: *Le decisioni del Consiglio europeo di Madrid* in *Bollettino Economico*, n. 26, 1996.

(4) In particolare, l'art. 8 comma 4, del regolamento ex art. 109I, prevede che, durante il periodo transitorio, gli Stati membri possano adottare provvedimenti per:

- ridenominare in euro il debito pubblico;
- consentire l'uso dell'euro nella negoziazione, compensazione e liquidazione degli strumenti finanziari;
- consentire l'uso dell'euro per il regolare scambio, compensazione e liquidazione dei pagamenti;

- ridenominare in euro il debito pubblico emesso in valuta di altro Stato membro e gli strumenti finanziari di emittenti privati.

(5) La legge 17 dicembre 1997, n. 433 "Delega al Governo per l'introduzione dell'Euro", è stata pubblicata sulla G.U. n. 295 del 19 dicembre 1997.

(6) Si veda in proposito il riquadro: *Il sistema di regolamento lordo BI-REL: avvio della seconda fase.*

Indagine sull'adeguamento dei sistemi informativi delle banche italiane all'euro e all'anno 2000 (*)

1. Il contesto internazionale e nazionale

L'avvio dell'operatività in euro e il passaggio al nuovo millennio richiedono alle banche un rilevante impegno per la revisione e l'adeguamento dei propri sistemi informativi. L'euro richiede l'adeguamento di tutte le procedure automatizzate per gestire la nuova unità di conto (ad es. conversione in euro degli importi in moneta nazionale, trattamento dei decimali) (1); per quanto riguarda l'anno 2000 è necessario verificare e correggere quelle procedure informatiche che, utilizzando solo due cifre per identificare gli anni, non sarebbero in grado di distinguere un secolo dall'altro.

La rilevanza dei due problemi e la loro vicinanza temporale rendono il processo di analisi, adeguamento e verifica delle procedure particolarmente oneroso in termini di risorse economiche e organizzative.

Oltre ad affrontare gli aspetti di natura tecnologica, gli interventi necessari richiedono agli organi aziendali una approfondita valutazione dei rischi operativi, legali e di reputazione. Inoltre, in alcuni casi, l'inadeguatezza dei sistemi informativi dei soggetti affidati potrebbe causare difficoltà operative e accrescere, di conseguenza, l'esposizione al rischio di credito della banca finanziatrice.

Il rilevante impegno a cui sono chiamati gli intermediari in questo settore è alla base dell'interesse manifestato dalle autorità di supervisione.

Il Comitato di Basilea sulla vigilanza bancaria, nell'ambito di una serie di iniziative sull'anno 2000, ha emanato una raccomandazione per richiamare l'attenzione delle banche sui rischi e sugli adempimenti necessari. In relazione al cambio di data, le autorità di Vigilanza dei diversi paesi stanno conducendo verifiche, con accertamenti anche di tipo ispettivo, sulla funzionalità dei sistemi informativi (2).

In ambito europeo le banche dovranno inoltre valutare le implicazioni delle scelte compiute in materia di operatività in euro.

A tale riguardo, secondo quanto stabilito dal Consiglio europeo di Madrid, nel periodo transitorio (1° 1.1999-31.12.2001) gli intermediari potranno liberamente scegliere se offrire servizi in euro alla propria clientela.

In Italia gli operatori hanno concordato una parziale deroga a tale principio, sottoscrivendo un accordo che impegna gli aderenti ad accogliere e a trattare, sin dall'inizio del periodo transitorio, le operazioni in euro provenienti dal canale interbancario.

In sede di cooperazione ABI-CIPA - così come nell'ambito dell'Area "Pagamenti" del Comitato euro istituito presso il Ministero del Tesoro - sono state emanate direttive volte a risolvere i problemi riguardanti sia l'euro sia l'anno 2000 per le procedure connesse con il sistema dei pagamenti (3). Il concreto adeguamento delle procedure interbancarie all'euro e all'anno 2000 è in fase di avanzata realizzazione.

2. L'indagine della Banca d'Italia

Nel mese di novembre 1997, la Vigilanza ha inviato a tutte le 939 banche operanti in Italia un questionario sugli impatti dell'euro e dell'anno 2000 sui sistemi informativi. Nell'indagine si è posta particolare attenzione alle procedure interne all'azienda, il cui adeguamento è rimesso all'autonomia degli intermediari.

Il questionario è finalizzato a rilevare il grado di consapevolezza dei vertici aziendali e lo stato di attuazione dei relativi progetti; si pone inoltre l'obiettivo di sensibilizzare gli operatori sui principali rischi connessi.

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

L'indagine si inserisce in un piano di lavoro della Vigilanza inteso ad accertare l'adeguatezza degli assetti organizzativi e tecnologici delle banche.

Sono stati predisposti due schemi di rilevazione: uno, più articolato, rivolto alle banche responsabili della gestione e dello sviluppo dei propri sistemi informativi e un altro, semplificato, per coloro che ricorrono o prevedono di ricorrere nei prossimi mesi a servizi di *outsourcing*.

Alla fine dello scorso mese di gennaio sono pervenute 884 risposte, di cui il 76 per cento riferito a questionari semplificati (4).

Dai dati emerge che la quasi totalità delle banche intende avviare sin dall'inizio del periodo transitorio un'ampia operatività in euro; l'alta direzione ha partecipato alla definizione della strategia per l'euro nell'89 per cento dei casi e per il 2000 nell'84 per cento.

I dati di maggiore dettaglio forniti dalle aziende con CED (Centro elaborazione dati) proprio mostrano che l'11 per cento ha approvato il piano di lavoro entro il primo semestre del 1997, oltre il 40 per cento nel secondo semestre e un ulteriore 16 per cento prevede di farlo nel corso del 1998.

Pertanto quasi la metà di queste banche - rappresentative in termini di risorse amministrative, del 13 per cento del sistema bancario italiano - non ha ancora fissato le linee di intervento in uno specifico documento. Il ritardo nell'avvio dei lavori è stato spesso attribuito alle incertezze sull'ingresso dell'Italia nella UME con il primo gruppo di paesi; in altri casi le attività di pianificazione sarebbero state sospese o rallentate in attesa della definizione di operazioni di concentrazione o di riallocazione proprietaria.

3. Impostazione organizzativa

Le modalità organizzative con cui vengono condotti i lavori dalle banche con CED proprio prevedono, in genere, la nomina di un responsabile (nel 59 per cento dei casi per l'euro e il 2000, nel 28 per cento solo per l'euro), il ricorso a società di consulenza (52 per cento dei casi), la predisposizione di un inventario delle procedure da adeguare (95 per cento dei casi).

La strategia seguita si distribuisce in misura equivalente tra il rinnovo sostanziale del sistema informativo e la modifica delle procedure esistenti. In un numero limitato di casi (6 per cento) si segnala l'attivazione di progetti di *outsourcing*, prevalentemente nei confronti di società del gruppo.

Nel 65 per cento dei casi gli adeguamenti all'euro e al 2000 vengono condotti congiuntamente. Quando i due progetti sono gestiti separatamente, nel 19 per cento dei casi è assegnata loro uguale priorità; nel 14 per cento dei casi è attribuita priorità all'euro e nel 2 per cento al 2000.

Gli interventi riguardano, oltre al software applicativo (100 per cento dei casi), lo hardware centrale (58 per cento), i personal computer (37 per cento), il software di base (55 per cento), le reti (15 per cento), gli ATM e i POS (73 per cento), le apparecchiature ausiliarie come i lettori di moduli e assegni, i rilevatori di presenza, i sistemi di sicurezza e le centrali telefoniche (55 per cento).

Una parte delle aziende non prevede interventi sui sistemi di filiale (10 per cento) e sulle procedure di controllo (35 per cento).

Gli adeguamenti per l'anno 2000 riguardano nel 73 per cento dei casi sia le procedure sia gli archivi, mentre nel 27 per cento sono limitati alle sole procedure.

Per quanto riguarda le banche in *outsourcing* si rilevano interventi sulle procedure di controllo (78 per cento dei casi), su personal computer e sistemi autonomi (78 per cento), sugli ATM e POS (15 per cento per il solo anno 2000 e 68 per cento anche per l'euro), sulle apparecchiature ausiliarie (75 per cento).

Tutte le banche dichiarano un grande impegno nel campo dell'addestramento del personale: oltre il 90 per cento ha effettuato o prevede iniziative di formazione sui problemi operativi posti dalla transizione all'euro e all'anno 2000.

4. Pianificazione delle attività

L'analisi delle date di inizio e fine dei progetti per l'euro e per l'anno 2000 evidenzia come il 1998 rappresenti l'anno critico in cui si concentreranno le fasi

di analisi e di intervento sulle principali procedure e si avvieranno quelle di test e "rilascio in produzione".

Nella maggior parte dei progetti viene data precedenza agli interventi sulle procedure interbancarie e gestionali, mentre sono in genere dilazionati - non oltre il secondo semestre del 1999 - i lavori sulle procedure contabili e di controllo interno (tav. 1).

Solo un gruppo limitato di banche (5 per cento) prevede interventi distinti in due fasi: adeguamento delle principali applicazioni entro il 1998 e successivo completamento del progetto alla fine del periodo transitorio.

Le banche che stanno effettuando gli interventi per l'anno 2000 distintamente da quelli per l'euro hanno per lo più avviato queste attività con maggiore anticipo e, in alcuni casi, dichiarano di disporre di sistemi già adeguati (oltre il 40 per cento per le procedure di contabilità/controllo di gestione e il 33 per

cento per i conti correnti). D'altro canto, un terzo delle aziende che avvia separatamente il progetto 2000 prevede di concludere la revisione del sistema informativo alla fine del 1999.

5. Stima dei costi

Il 46 per cento delle banche ha compiuto una stima del costo dei progetti euro e 2000, un ulteriore 16 per cento ha valutato esclusivamente gli oneri per l'euro e l'1 per cento quelli per l'anno 2000.

Le banche che hanno quantificato i costi rappresentano il 75 per cento delle risorse amministrate dal sistema. L'importo complessivo ammonta a circa 2.700 miliardi di lire, pari in media al 5,5 per cento dei costi operativi delle stesse banche (48.000 miliardi di lire nell'esercizio 1996; tav. 2).

Tav. 1

Interventi congiunti euro-anno 2000: pianificazione delle attività
(numero di banche in percentuale)

PROCEDURE PER AREE	1997		1998		1999		2000	2001
	I sem.	II sem.	I sem.	II sem.	I sem.	II sem.		
Conti correnti	Inizio	15	23	34	19	8	1	
	Fine			5	70	19	1	5
Raccolta e impiego	Inizio	14	25	32	9	19	1	
	Fine			5	52	15	8	14	6
Finanza	Inizio	9	36	17	30	8		
	Fine			3	73	18	1	1	4
Estero	Inizio	16	32	31	13	8		
	Fine			5	57	32	1		5
Contabilità	Inizio	13	30	43	12		1	1
	Fine			10	76	11	1	1	1
Controllo di gestione	Inizio	13	6	42	21	1	16	1
	Fine			9	40	23	4	21	2
Bilancio	Inizio	6	28	31	34	1		
	Fine			12	54	17	14	1	1
Carte credito e debito	Inizio	7	17	48	28			
	Fine			3	76	19	1		1
Altre procedure interbancarie	Inizio	7	35	53	5			
	Fine		1	3	84	6	1	1	5

Tav. 2

Costi per l'adeguamento dei sistemi
(numero dei costi operativi 1996)

STRATEGIA	Ripartizione delle banche per risorse amministrate				Media	
	Meno di 1.000 mld.	Da 1.001 a 5.000 mld.	Da 5.001 a 10.000 mld.	Oltre 10.000 mld.	Semplice	Ponderata
Modifica procedure esistenti	11,48	12,50	6,39	7,37	9,33	4,81
<i>Outsourcing</i> : maggiori canoni o oneri di migrazione	2,06	4,80	2,83	2,44	2,23	2,73
Rinnovo sostanziale	9,17	13,19	10,72	7,65	9,92	8,11
Media	3,27	9,85	7,92	6,95	4,52	5,48

Tale dato risulta incompleto a causa della mancata segnalazione dei costi da parte di intermediari di rilevante dimensione tra le aziende con CED proprio (delle quali il 26 per cento indica di non aver ancora ultimato le proprie valutazioni) e da parte del 41 per cento delle banche in *outsourcing*, le quali affermano di non essere ancora a conoscenza del maggior onere connesso oppure non ritengono che vi saranno incrementi dei canoni.

Per tutte le aziende la maggior parte dei costi è concentrata sul conto economico dell'esercizio in corso e, in minore misura, su quello del 1999 (tav. 3).

Il 65 per cento dei costi indicati dalle banche con CED proprio riguarda gli adeguamenti all'euro, il 18 per cento quelli all'anno 2000 e il restante 17 per cento viene imputato al conseguimento di nuove funzionalità o migliorie.

Tali aziende ripartiscono i costi degli interventi sulle procedure tra risorse interne (24 per cento), risorse esterne (26 per cento) e acquisto e aggiornamento dei *packages* (49 per cento).

Nella suddivisione per fase operativa il 18 per cento dei costi viene imputato alle attività di analisi, il 43 per cento agli interventi e il 38 per cento alle verifiche funzionali.

Le procedure di tipo bancario impegnano la parte più rilevante delle risorse (60 per cento), mentre quelle di gestione e controllo interno incidono per il 21 per cento e le applicazioni interbancarie per il 18.

Le spese diverse dall'EAD sono relative a costi di formazione del personale (46 per cento), a spese per informazione della clientela (22 per cento) e a costi vari per modulistica e altro (31 per cento).

6. Valutazione dei rischi

I progetti per l'euro e per l'anno 2000 stanno condizionando in misura significativa lo sviluppo dell'automazione bancaria in questi anni: il 30 per cento delle banche con CED proprio segnala il rinvio di altri progetti già programmati.

Solo nel 30 per cento dei casi viene espressa preoccupazione per la carenza di risorse informatiche: è possibile che non vi sia ancora una completa valutazione delle difficoltà che potrebbero manifestarsi.

Per quanto riguarda il controllo dei rischi, il 58 per cento delle banche con CED proprio e il 63 per cento di quelle in *outsourcing* hanno condotto una valutazione del rischio operativo; il 30 per cento delle aziende ha valutato il rischio legale derivante dal possibile contenzioso con la clientela per il mancato buon fine delle operazioni o con fornitori di tecnologia per il ritardato adeguamento delle procedure e dei sistemi elaborativi.

Larga parte degli intermediari in *outsourcing* ha in programma la verifica delle procedure, pur in presenza di certificazioni rilasciate dai fornitori, mentre il 36 per cento delle aziende con CED proprio non ha pianificato test sui programmi acquisiti all'esterno.

Tav. 3

Distribuzione per tipologia e per anno dei costi delle banche con CED proprio
(costi in percentuale)

TIPOLOGIA	1997	1998	1999	2000	2001	2002	Totale
Adeguamento hardware e software di sistema	0,3	3,4	1,1	0,7	0,9	0,2	6,6
Interventi sulle procedure	3,8	42,2	18,3	7,5	6,4	2,0	80,1
Migrazione in <i>outsourcing</i> o <i>facility management</i>	-	0,4	0,2	0,2	0,1	-	0,8
Spese diverse dall'EAD	0,5	6,7	2,7	1,1	1,1	0,4	12,5
Totale . . .	4,6	52,7	22,3	9,5	8,5	2,6	100,0

La valutazione del rischio che una transazione non vada a buon fine a causa dell'inadeguatezza di sistemi esterni non bancari è stata effettuata da un ristretto numero di operatori: solo il 9 per cento ha affrontato il problema con i maggiori clienti e il 24 per cento con i fornitori di servizi finanziari.

Il 75 per cento degli operatori con CED proprio ha programmato controlli di sicurezza aggiuntivi rispetto a quelli normalmente effettuati, mentre solo un terzo di tutte le aziende ha predisposto piani di emergenza.

La Vigilanza segue con attenzione le problematiche poste dagli adeguamenti in corso e intensificherà l'attività di controllo dei processi, anche promuovendo iniziative in collaborazione con i diversi soggetti interessati, tenuto conto dei profili di rischio aziendale e di sistema associati a eventuali inadeguatezze o ritardi nei programmi avviati.

(1) Nel periodo transitorio fino al 31.12.2001 vige la cosiddetta *duality*, per cui le banche dovranno trattare importi sia in lire che in euro.

(2) Cfr. tra gli altri:

- Basle Committee on Banking Supervision, *The Year 2000: a Challenge for Financial Institutions and Bank Supervisors*, September 1997;
- IOSCO, *Statement of the IOSCO Technical Committee on Year 2000*, June 1997;
- Board of Governors of the Federal Reserve System, *Guidance Regarding the Federal Reserve's Year 2000 Supervision Program and Possible Supervisory Follow-up Actions*, November 1997;
- Federal Financial Institution Examination Council, *Safety and Soundness Guidance Concerning the Year 2000 Business Risk*, December 1997;
- United States Security and Exchange Commission, *Report to the Congress on the Readiness of the US Security Industry and Public Companies to meet the Information Processing Challenge of the Year 2000*, June 1997.

(3) Cfr. tra gli altri:

- Comitato euro/Sottocomitato Finanza - Ministero del Tesoro, del Bilancio e della Programmazione Economica, *Schema nazionale di piazza 2ª Ed.*, Novembre 1997.
- Convenzione interbancaria per i problemi dell'automazione, *Rapporto conclusivo del Gruppo di lavoro sul cambio data anno 2000*, Novembre 1996;
- ABI, *EuroABI Blue Book - Strumenti per la moneta unica*, Bancaria editrice, ultimo agg. Dicembre 1997.

(4) Non sono pervenute risposte dalle banche in corso di incorporazione, da alcune filiali di banche estere, da alcune banche che hanno comunicato di non poter fornire elementi ulteriori rispetto a quanto già segnalato dalla capogruppo. Le banche mancanti amministrano il 2,5 per cento delle risorse del sistema.

Documenti

ISTITUTO MONETARIO EUROPEO

Requisiti per l'utilizzo dei sistemi di regolamento dei titoli nelle operazioni di credito del SEBC (*)

Gennaio 1998

Nello scorso mese di gennaio l'Istituto monetario europeo (IME) ha pubblicato il rapporto sugli standard per l'utilizzo dei sistemi di regolamento dei titoli dell'Unione europea nelle operazioni di credito del SEBC.

Il documento, che integra l'analisi contenuta nel rapporto dell'IME EU Securities Settlement Systems: Issues related to Stage Three of EMU, pubblicato nel febbraio 1997, stabilisce nove standard cui si dovranno uniformare i sistemi di regolamento dei titoli (SSS) della UE che saranno utilizzati nelle operazioni di credito del Sistema europeo di banche centrali (SEBC) nella terza fase della UEM.

L'obiettivo degli standard è la riduzione dei rischi cui sarà esposto il SEBC nel regolamento delle proprie operazioni di credito, che secondo le previsioni dello Statuto dovranno essere effettuate sulla base di adeguate garanzie. Gli standard definiti nel rapporto costituiranno il quadro di riferimento sulla base del quale il SEBC procederà alla valutazione dei sistemi di regolamento dei titoli degli Stati membri della UE.

L'IME e le banche centrali nazionali hanno avviato il processo di valutazione della conformità degli SSS agli standard. Nel caso in cui un sistema non rispetti i requisiti previsti, esso potrà essere utilizzato in misura ridotta e soltanto a condizione che siano adottate adeguate soluzioni per il controllo dei rischi fino alla piena applicazione degli standard.

La lista definitiva degli SSS utilizzabili dal SEBC sarà pubblicata dalla Banca centrale europea nella seconda metà del 1998.

Introduzione

Le banche centrali sono chiamate a svolgere un ruolo attivo per assicurare la solidità delle procedure di compensazione e di regolamento dei titoli, consapevoli che qualsiasi turbativa nel regolamento delle transazioni in titoli potrebbe estendersi ai sistemi di pagamento e al settore finanziario nel suo complesso. A livello della UE vanno aggiunti a queste preoccupazioni di carattere generale i requisiti sia per l'esecuzione della politica monetaria unica sia per il funzionamento del sistema TARGET nella terza fase

della UEM. In particolare, i rapporti esistenti tra i sistemi di regolamento dei titoli (SSS), la politica monetaria e i sistemi di pagamento nella terza fase sono disciplinati dall'articolo 18 dello statuto del Sistema europeo di banche centrali (SEBC), ai sensi del quale le operazioni di credito del SEBC devono essere effettuate sulla base di adeguate garanzie.

In tale ambito, si è prestata particolare attenzione alle procedure di regolamento per gli strumenti di debito stanziabili a garanzia per le operazioni di politica

(*) Traduzione a cura della Banca d'Italia.

monetaria e per il rifinanziamento nell'ambito del sistema dei pagamenti del SEBC. In particolare, è necessario garantire che le operazioni di credito del SEBC siano effettuate secondo procedure che: (i) consentano alle banche centrali di tutelarsi da rischi impropri nell'effettuazione delle operazioni di politica monetaria e (ii) garantiscano lo stesso livello di sicurezza per tutte le operazioni delle banche nell'ambito dell'Unione europea.

L'obiettivo degli standard è quello di limitare i rischi nel regolamento delle operazioni di credito del SEBC che, secondo le previsioni dello Statuto, devono essere adeguatamente garantite. A tal fine il SEBC valuterà gli SSS utilizzati a questo riguardo, rispetto agli standard presentati nel rapporto. Nella definizione degli standard, l'IME e le banche centrali nazionali (BCN) della UE hanno tratto beneficio da un confronto con alcune autorità di controllo, in particolare con lo IOSCO, con le banche centrali del G-10 e con gli operatori di mercato, in special modo i gestori degli SSS.

Il Consiglio dell'IME ha definito i seguenti standard come requisiti necessari ai fini dell'utilizzo degli SSS da parte del SEBC nella terza fase:

Standard 1

SOLIDA BASE GIURIDICA

Tutti i sistemi di regolamento dei titoli e i collegamenti tra essi devono avere una solida base giuridica; devono assicurare la definitività del regolamento dei fondi e del trasferimento dei titoli, nonché fornire un'adeguata tutela dei diritti delle BCN e della BCE sui titoli depositati presso questi sistemi.

Standard 2

REGOLAMENTO IN MONETA DELLA BANCA CENTRALE

Gli SSS devono utilizzare la moneta della banca centrale per il regolamento *Delivery versus Payment* (DVP) delle operazioni di credito del SEBC.

Standard 3

NESSUN RISCHIO IMPROPRIO DI CUSTODIA

Gli SSS devono avere un rapporto esclusivo e diretto con l'emittente, ovvero un collegamento diretto

con un SSS che intrattenga questo tipo di rapporto. Qualora si faccia uso di un depositario, l'SSS che ha un collegamento diretto con il depositario dei certificati globali o individuali verrà considerato come avente un rapporto esclusivo e diretto con l'emittente, purché il rischio di custodia sia adeguatamente tutelato. I collegamenti devono prevedere procedure per effettuare il riscontro dei saldi almeno una volta al giorno. Tutti gli SSS della UE devono consentire l'accesso diretto a tutti gli altri SSS della UE che soddisfino gli standard, nonché altri requisiti rilevanti.

Standard 4

REGOLAMENTAZIONE E/O CONTROLLO DA PARTE DELLE AUTORITÀ COMPETENTI

Un SSS o un collegamento tra SSS che non sia soggetto a regolamentazione e/o a controllo da parte delle autorità competenti non deve essere utilizzato dalle BCN.

Standard 5

TRASPARENZA DEI RISCHI E DELLE CONDIZIONI DI PARTECIPAZIONE A UN SISTEMA

I gestori degli SSS devono fornire alle BCN una chiara indicazione dei potenziali rischi di regolamento delle transazioni in titoli (per esempio, devono fornire informazioni tempestive, regolari e affidabili sui potenziali rischi connessi con la partecipazione a un sistema). I criteri di accesso e di esclusione devono avere carattere oggettivo ed essere pubblici. A tal riguardo devono essere rese al più presto disponibili da parte degli SSS le risposte al questionario del G10/IOSCO sulla trasparenza degli SSS.

Standard 6

PROCEDURE PER LA GESTIONE DEI RISCHI

Al fine di far fronte alle conseguenze di eventuali inadempienze da parte di partecipanti, gli SSS devono adottare misure per la gestione dei rischi adeguate alle caratteristiche dei singoli sistemi. Gli SSS devono essere strutturati e operare in modo tale da evitare o, qualora ciò non fosse possibile, minimizzare qualsiasi conflitto d'interesse che possa derivare dall'esecuzione delle altre operazioni di loro competenza.

Standard 7

DEFINITIVITÀ INFRAGIORNALIERA DEL REGOLAMENTO

Gli SSS devono fornire procedure in grado di regolare alcune operazioni del SEBC (quelle che comportano la concessione di credito infragiornaliero o *overnight*), con definitività infragiornaliera. Gli SSS non devono esporre le BCN a ulteriori rischi di regolamento nell'esecuzione di operazioni con controparti partecipanti a un SSS e/o effettuate attraverso infrastrutture di collegamento. Gli SSS utilizzati per il regolamento delle operazioni delle banche centrali dovranno approntare, entro il 1° gennaio 2002, procedure in grado di consentire il regolamento infragiornaliero su base DVP in moneta della banca centrale. Tali procedure potranno assumere la forma di regolamento lordo in tempo reale ovvero di diversi cicli operativi *batch* con definitività infragiornaliera.

Standard 8

ORARI OPERATIVI E CALENDARIO DEGLI SSS

Gli orari operativi e il calendario degli SSS devono adeguarsi a quelli stabiliti per il sistema TARGET e per l'utilizzo tra paesi della UE delle attività stanziabili a garanzia delle operazioni del SEBC incluse nelle liste di primo e di secondo livello.

*Standard 9*AFFIDABILITÀ TECNICA DEI SISTEMI UTILIZZATI
E DISPONIBILITÀ DI ADEGUATE PROCEDURE DI BACKUP

Tutti gli SSS devono garantire l'affidabilità tecnica dei sistemi utilizzati e la disponibilità di procedure di *backup* in grado di assicurare il completamento delle elaborazioni giornaliere.

Gli SSS devono conformarsi a tutti gli standard suindicati entro l'avvio della terza fase della UEM (1° gennaio 1999), ad eccezione dello standard relativo al regolamento infragiornaliero su base DVP (seconda parte dello standard 7) che dovrà essere realizzato entro il 1° gennaio 2002.

L'IME e le BCN valuteranno i sistemi esistenti e i rispettivi collegamenti sulla base degli standard in oggetto. Ciò consentirà all'IME di redigere un

elenco degli SSS che potranno essere utilizzati per le operazioni di finanziamento delle banche centrali. L'elenco sarà pubblicato dalla BCE. Qualora e fintantoché un SSS non si conformerà a tutti gli standard, esso potrà essere utilizzato, ma in misura limitata e a condizione che adotti adeguate misure per il controllo dei rischi.

Il Rapporto si articola in tre parti: il primo capitolo richiama gli obiettivi dell'azione del SEBC in materia di regolamento dei titoli; nel secondo capitolo vengono illustrati i requisiti comuni per gli SSS e i collegamenti in essere tra gli stessi; l'ultimo capitolo sintetizza le principali conclusioni, le raccomandazioni e il lavoro di verifica. Nell'Allegato 1 sono descritti i principali rischi insiti nei sistemi di regolamento dei titoli; nell'Allegato 2 vengono illustrati i servizi offerti dagli SSS.

1. Obiettivi dell'azione delle banche centrali

Le banche centrali sono chiamate a svolgere un ruolo attivo per assicurare la solidità delle procedure di compensazione e di regolamento dei titoli, consapevoli che qualsiasi turbativa nel regolamento delle transazioni in titoli potrebbe estendersi ai sistemi di pagamento e al settore finanziario nel suo complesso. Rapporti recentemente pubblicati dalla Banca per i regolamenti internazionali hanno evidenziato la forte dinamica dei mercati dei titoli e le implicazioni per i rischi di regolamento. Nella maggior parte degli Stati membri della UE il volume giornaliero dei regolamenti ha registrato negli ultimi anni una crescita significativa attribuibile in larga misura al maggior ricorso alle operazioni di pronti contro termine.

A livello della UE i requisiti previsti per l'esecuzione della politica monetaria unica e per l'operatività del sistema TARGET nella terza fase della UEM rappresentano un'ulteriore fonte di preoccupazione per le banche centrali. In particolare, i rapporti tra gli SSS, la politica monetaria e i sistemi di pagamento nella terza fase sono disciplinati dall'articolo 18 dello Statuto del SEBC che recita "... la BCE e le banche centrali nazionali hanno facoltà di effettuare operazioni di credito con istituti creditizi e altri operatori di mercato, erogando i prestiti sulla base di adeguate garanzie". In tale ambito l'IME e le BCN hanno re-

dato un elenco delle attività stanziabili a garanzia delle operazioni di credito della banca centrale. Tutte le attività incluse nella lista - salvo la previsione di possibili restrizioni relative ad attività estere - potranno essere utilizzate dalle controparti su base transfrontaliera (1).

I principali obiettivi perseguiti dall'IME/BCE e dalle BCN nel regolamento dei titoli sono i seguenti:

- 1) l'efficienza e la sicurezza nell'esecuzione delle operazioni di credito della banca centrale;
- 2) l'ordinato funzionamento dei sistemi di pagamento e la stabilità del settore finanziario;
- 3) l'ordinato funzionamento del mercato unico.

Questo capitolo approfondisce i suddetti obiettivi. Tuttavia gli standard si riferiscono più specificamente al primo obiettivo. In considerazione delle scadenze ravvicinate e dei lunghi tempi di attuazione previsti per apportare le necessarie modifiche alle infrastrutture esistenti, si è ritenuto opportuno concentrare l'azione sui requisiti previsti per l'attuazione della politica monetaria unica e per l'operatività dei sistemi di pagamento nella terza fase della UEM. Gli altri obiettivi saranno trattati successivamente dall'IME e dalle BCN al fine di garantire un adeguato contesto per la sorveglianza degli SSS.

Per questo motivo gli standard illustrati in questo Rapporto si riferiscono unicamente agli SSS che verranno utilizzati dal SEBC per il regolamento degli strumenti di debito stanziabili a garanzia delle operazioni di politica monetaria e di credito infragiornaliero.

1.1 *Efficienza e sicurezza delle operazioni di credito della banca centrale*

In linea con quanto disposto dall'articolo 18 dello Statuto del SEBC, l'IME e le BCN, nella selezione degli strumenti e nella definizione delle procedure per la gestione della politica monetaria nonché delle condizioni atte ad assicurare il regolare funzionamento del sistema TARGET nella terza fase della UEM hanno prestato una particolare attenzione alle procedure di regolamento delle attività che saranno accettate a garanzia del credito concesso dal SEBC

sia nelle operazioni di politica monetaria sia ai fini del buon funzionamento dei sistemi di pagamento.

L'attuazione della politica monetaria unica e l'offerta di credito infragiornaliero ai partecipanti ai sistemi di pagamento richiederà SSS in grado di assicurare: 1) collegamenti affidabili tra il SEBC e una grande varietà di controparti; 2) velocità, efficienza e sicurezza nel regolamento delle transazioni; 3) procedure sicure e affidabili per l'utilizzo delle attività stanziabili tra paesi della UE (ad esempio, collegamenti affidabili tra SSS).

In particolare, l'IME e le banche centrali devono assicurare che il credito del SEBC sia concesso attraverso procedure che: (i) evitino che le banche centrali assumano rischi impropri nell'esecuzione delle operazioni di politica monetaria e (ii) garantiscano, per tutte le operazioni delle banche centrali, lo stesso livello di affidabilità a prescindere dalla procedura di regolamento utilizzata.

Al riguardo, obiettivo primario dell'IME/BCE e delle BCN è quello di stabilire criteri di riferimento per valutare la solidità degli SSS che intendano essere utilizzati nelle operazioni del SEBC. Ciò, in particolare, riguarda le modalità di trasferimento, regolamento e custodia dei titoli, nonché il contesto giuridico e tecnico in cui gli SSS operano.

Inoltre, la maggior parte delle BCN attualmente svolgono il ruolo di agente di regolamento per gli SSS e alcune di esse hanno specifiche responsabilità in termini di sorveglianza degli SSS. Tali funzioni danno conto di un più esteso coinvolgimento delle banche centrali in tale ambito.

1.2 *L'ordinato funzionamento dei sistemi di pagamento e la stabilità del settore finanziario*

La solidità delle procedure di regolamento dei titoli è un requisito essenziale per il regolare funzionamento dei sistemi di pagamento, in quanto qualsiasi turbativa nel regolamento delle transazioni in titoli potrebbe estendersi ai sistemi di pagamento e al settore finanziario nel suo complesso.

L'articolo 105 del Trattato di Maastricht e l'articolo 3 dello Statuto del SEBC, allegato al Trattato, pongono le basi per gli interventi del SEBC nel campo dei sistemi di pagamento nella terza fase. Tra i

compiti fondamentali del SEBC vi è quello di "... promuovere il regolare funzionamento dei sistemi di pagamento". Inoltre, ai sensi dell'articolo 22 dello Statuto "La BCE e le banche centrali nazionali possono accordare facilitazioni, e la BCE può stabilire regolamenti, al fine di assicurare sistemi di compensazione e di pagamento efficienti e affidabili all'interno della Comunità e con i paesi terzi".

Più in particolare, due questioni interessano direttamente il SEBC.

In primo luogo, il rischio che problemi insorti nel regolamento delle transazioni in titoli si possano estendere ai sistemi di pagamento. È il caso, ad esempio, di rilevanti problemi di liquidità dovuti a mancati regolamenti. Per far fronte a tali eventualità gli SSS dovranno essere in grado di completare il ciclo di regolamento in tutti i casi ed essere affidabili sotto il profilo tecnico/operativo.

In secondo luogo, è sempre più necessario che i sistemi di pagamento siano affiancati da adeguate procedure di regolamento dei titoli utilizzati a garanzia del credito (sia esso infragiornaliero o *overnight*) non solo della banca centrale, ma anche dei crediti interbancari. Per questi motivi, il regolare funzionamento dei sistemi di pagamento dipende in larga misura dalla solidità degli SSS.

1.3 *L'ordinato funzionamento del Mercato unico*

L'assenza di un mercato mobiliare sviluppato e integrato a livello della UE renderebbe difficile, una volta introdotta la moneta unica, conseguire l'efficienza nel trasferimento dei titoli e nella costituzione delle garanzie a fronte di operazioni di politica monetaria e di finanziamento dei sistemi di pagamento. Al riguardo sono già state assunte importanti misure mediante l'adozione di Direttive comunitarie rilevanti in questo campo.

Il più elevato grado di competitività tra gli operatori introdotto dalla normativa comunitaria, destinato a aumentare ulteriormente con il passaggio alla moneta unica, condurrà sicuramente a una maggior efficienza delle diverse componenti dei mercati, ivi inclusi gli SSS.

In tale contesto, la definizione da parte dell'IME di standard comuni per gli SSS dovrebbe contribuire a porre le condizioni per lo sviluppo di un mercato efficiente. Inoltre, la realizzazione di questi standard potrebbe rendere la UE una piazza finanziaria più appetibile per gli investitori (di paesi UE e non) anche attraverso lo sviluppo dell'utilizzo internazionale dei titoli mediante procedure sicure e affidabili all'interno degli SSS.

2. **Standard per i sistemi di regolamento dei titoli**

2.1 *Ambito di applicazione degli standard*

Nonostante che in molti paesi della UE gli SSS privati siano soggetti ad autorizzazione e a disciplina da parte di organismi pubblici, non sono attualmente previsti e applicati requisiti comuni concordati a livello internazionale. Le banche centrali, a loro volta, non hanno definito standard da applicare agli SSS (i requisiti pubblicati nel novembre 1990 nel *Rapporto del Comitato sugli schemi di compensazione interbancari delle banche centrali dei paesi del Gruppo dei Dieci*, i cosiddetti "standard Lamfalussy", pur potendo essere potenzialmente estesi anche al regolamento dei titoli, di fatto si applicano pienamente soltanto agli schemi di compensazione interbancari). Le iniziative del settore privato, in particolare le raccomandazioni pubblicate dal G30 nel 1989 (e rivedute nel 1996 dall'International Society of Securities Administrators) hanno contribuito a definire standard, come l'utilizzo del DVP, che pur essendo seguiti nella pratica non sono vincolanti.

Al fine di tutelare il più possibile il SEBC dai rischi connessi con il regolamento nazionale e internazionale delle transazioni in titoli (cfr. Allegato 1), l'IME ha definito e reso pubblico un complesso di standard cui dovranno uniformarsi gli SSS della UE. In vista dei tempi che potranno rendersi necessari per l'adeguamento agli standard da parte degli SSS, l'IME stabilisce in questo documento le scadenze per le misure che andranno adottate a tale riguardo.

Gli standard dovranno essere applicati a tutti gli SSS della UE che saranno utilizzati dalle BCN per

il regolamento delle transazioni relative alle attività stanziabili incluse nelle liste di primo e di secondo livello. In particolare, essi si applicheranno:

- agli SSS nazionali;
- ai sistemi internazionali di deposito accentrato (ICSD);
- ai collegamenti, previsti o già in essere, tra SSS.

Inoltre, le BCN valuteranno l'eventuale applicazione degli standard anche ai sistemi di regolamento che non saranno utilizzati per il regolamento delle operazioni del SEBC, ma che regoleranno la parte in contante nel sistema TARGET (trasferimento espresso trans-europeo automatizzato di regolamento lordo in tempo reale). In tal caso, tuttavia, gli standard che si riferiscono specificamente alle esigenze derivanti dal regolamento delle operazioni delle BCN non saranno applicati.

La fissazione di standard, sulla base dei quali saranno valutati i sistemi nazionali e internazionali, nonché i collegamenti tra SSS, assicura che le BCN, per quanto possibile, non vengano esposte - nell'utilizzo di garanzie depositate in altri paesi della UE - a rischi di maggiore entità rispetto a quelli assunti in caso di utilizzo di garanzie depositate nel proprio paese.

2.2 Standard

Standard 1

SOLIDA BASE GIURIDICA

Tutti i sistemi di regolamento dei titoli e i collegamenti tra essi devono avere una solida base giuridica; devono assicurare la definitività del regolamento dei fondi e del trasferimento dei titoli, nonché fornire un'adeguata tutela dei diritti delle BCN e della BCE sui titoli depositati presso questi sistemi.

Dall'avvio della terza fase le banche centrali dovranno verificare che gli SSS abbiano una solida base giuridica, valutando, in particolare, se sotto questo profilo i sistemi sono conformi ai requisiti di seguito illustrati. Nella valutazione complessiva del sistema le banche centrali dovranno considerare tutti gli aspetti rilevanti, quali, ad esempio, la distinzione fra

gli SSS gestiti da operatori privati e quelli gestiti dalle BCN.

Natura dei diritti sui titoli depositati nel sistema

I diritti sui titoli detenuti in un sistema (ad esempio, su specifiche tipologie, titoli fungibili ovvero depositati in conto rappresentativo di proprietà indistinta) dovrebbero essere diritti di proprietà (2) piuttosto che diritti di credito nei confronti del gestore del sistema. Le banche centrali non si avvarranno di sistemi in cui l'assenza di un diritto di proprietà sui titoli le esponga ai rischi connessi con l'insolvenza del gestore del sistema o di una terza parte (ad esempio, del depositario dei titoli). Ciò assume particolare rilievo nei collegamenti tra SSS, in cui sono presenti rapporti di deposito e sono coinvolte più giurisdizioni. Per garantire il pieno esercizio del diritto di proprietà, il quadro normativo applicabile agli SSS dovrà inequivocabilmente proibire al gestore del sistema l'utilizzo non autorizzato dei titoli detenuti nel sistema stesso. Nel caso in cui siano previste specifiche procedure di identificazione o di separazione dei titoli (da parte sia del gestore del sistema sia di terzi, quali un depositario ovvero un altro SSS nel caso di collegamenti) per l'esercizio o l'opponibilità del diritto di proprietà, sarà necessario seguire dette procedure.

Responsabilità per perdite/errori

Il gestore del sistema deve assicurare l'adeguatezza e la chiara formulazione dei diritti, degli obblighi e delle responsabilità a cui esso o una terza parte - ad esempio, un depositario ovvero un SSS in caso di collegamenti - sono soggetti. Tale esigenza è tanto più sentita quanto maggiori sono i rischi a cui le BCN e la BCE sono esposte in caso di inadempienza, negligenza o frode da parte del gestore del sistema o di qualunque altra terza parte coinvolta.

Base giuridica per la definitività del regolamento

La definitività del regolamento delle transazioni in titoli deve essere garantita dal punto di vista giuridico. Ciò significa che i trasferimenti dei titoli tra conti detenuti presso un SSS non possono essere revocati, annullati o in ogni caso impugnati da parte del

partecipante che ha disposto il trasferimento ovvero da una terza parte, anche qualora sia stata avviata una procedura di insolvenza. Gli ordini di trasferimento dei titoli dovranno essere irrevocabili a partire dal momento indicato nelle regole di funzionamento dell'SSS, anche prima della fase di regolamento. In particolare, né la "regola dell'ora zero", né altre analoghe disposizioni che potrebbero attribuire effetti retroattivi alla dichiarazione di insolvenza dovranno in alcun modo inficiare la validità dei trasferimenti già effettuati all'interno dell'SSS. Nei sistemi che operano su base DVP dovrà essere assicurata la definitività del trasferimento sia dei titoli sia dei fondi. Nel caso di collegamenti, gli SSS devono dimostrare di aver preso tutte le misure necessarie a verificare che gli ordinamenti giuridici dei paesi in cui operano i sistemi ad essi collegati riconoscano la definitività dei trasferimenti di fondi e di titoli e di averne tenuto conto nella realizzazione del collegamento.

Opponibilità della compensazione

L'opponibilità della compensazione - qualunque forma giuridica essa assuma - dovrà avere una solida base giuridica e, nel caso di collegamenti internazionali tra SSS, essere riconosciuta da tutti gli ordinamenti giuridici interessati.

Validità delle misure di controllo dei rischi

Le misure di controllo dei rischi e le procedure adottate in caso di inadempienza di un partecipante non possono in alcun caso essere sospese o bloccate e i diritti dell'agente di regolamento devono essere validamente opponibili, anche in casi quali la chiusura delle posizioni, l'esclusione dal sistema, la realizzazione delle garanzie e l'utilizzo di linee di credito.

Le banche centrali dovranno verificare la solidità della base giuridica degli SSS a cui partecipano e/o attraverso i quali i titoli vengono a esse trasferiti. A tal fine, le banche centrali possono richiedere ai gestori dei sistemi la predisposizione di pareri legali da parte di esperti esterni (ovvero possono richiederli esse stesse) sui rischi legali connessi con la partecipazione a un determinato sistema o con l'accettazione di specifici titoli trasferiti all'interno di tale sistema (ad esempio, titoli depositati all'estero ovvero

gestiti attraverso il collegamento con un sistema di regolamento estero). Dovranno essere valutate con particolare attenzione le implicazioni dell'ammissione a un dato SSS di partecipanti di paesi in cui le norme giuridiche in materia di insolvenza, costituzione e realizzazione di garanzie, ecc. sono diverse da quelle vigenti nel paese in cui opera il sistema in questione. Dovranno altresì essere attentamente valutati gli aspetti giuridici relativi alla detenzione di titoli presso depositari che hanno sede in altre giurisdizioni, nonché alla realizzazione di collegamenti con sistemi appartenenti ad altre giurisdizioni.

Infine, le banche centrali sono esposte al rischio di ricevere titoli sui quali la controparte non ha un diritto di proprietà validamente costituito. Il quadro normativo applicabile a un SSS dovrà tutelare le BCN e la BCE da tale rischio attribuendo loro lo status di compratori o possessori *bona fide* di strumenti finanziari trasferiti da soggetti non proprietari (o comunque da cedenti non in grado di esercitare validamente il diritto).

Standard 2

REGOLAMENTO IN MONETA DELLA BANCA CENTRALE

Gli SSS devono utilizzare la moneta della banca centrale per il regolamento Delivery versus Payment (DVP) delle operazioni di credito del SEBC.

Poiché le BCN non devono essere esposte al rischio di insolvenza della banca presso cui viene regolata la parte contante delle transazioni in titoli, esse utilizzeranno il sistema di regolamento su base DVP soltanto quando ricevono il controvalore dei titoli consegnati in moneta della banca centrale; ove ciò non fosse possibile, le BCN faranno ricorso al sistema per il trasferimento dei titoli sganciato dal pagamento dei fondi in contropartita (le cosiddette consegne "franco valuta").

Standard 3

NESSUN RISCHIO IMPROPRIO DI CUSTODIA

Gli SSS devono avere un rapporto esclusivo e diretto con l'emittente, ovvero un collegamento diretto con un SSS che intrattenga questo tipo di rapporto. Qualora si faccia uso di un depositario, l'SSS che ha un collegamento diretto con il depositario dei certifi-

cati globali o individuali verrà considerato come avente un rapporto esclusivo e diretto con l'emittente, purché il rischio di custodia sia adeguatamente tutelato. I collegamenti devono prevedere procedure per effettuare il riscontro dei saldi almeno una volta al giorno. Tutti gli SSS della UE devono consentire l'accesso diretto a tutti gli altri SSS della UE che soddisfino gli standard, nonché altri requisiti rilevanti.

Ove necessario, le banche centrali cercheranno di realizzare specifici accordi con il gestore di un SSS, per assicurarsi di non incorrere nel rischio di custodia, qualora partecipino a un SSS che implica uno o più dei seguenti rischi potenziali.

Rischio derivante dal rapporto esclusivo e diretto con l'emittente

Quando un SSS ha un rapporto esclusivo e diretto con l'emittente, il gestore del sistema deve avere procedure adeguate per verificare che l'ammontare totale dei titoli nei conti dei partecipanti sia uguale all'ammontare totale dei titoli depositati dall'emittente presso l'SSS.

Rischio del depositario

Se un SSS non ha un rapporto esclusivo e diretto con l'emittente ma agisce solo in qualità di depositario, il gestore dell'SSS deve adottare adeguate misure per tutelare le banche centrali dai rischi che da ciò possono derivare.

Nel caso di emissioni sull'euromercato, l'utilizzo di un depositario (comune o individuale) può essere considerato come rapporto esclusivo e diretto con l'emittente, a condizione che il ruolo di questo depositario per le emissioni in discorso sia limitato ai servizi forniti direttamente agli SSS e siano previste adeguate misure di controllo del rischio di custodia.

Standard 4

REGOLAMENTAZIONE E/O CONTROLLO
DA PARTE DELLE AUTORITÀ COMPETENTI

Un SSS o un collegamento tra SSS che non sia soggetto a regolamentazione e/o a controllo da parte

delle autorità competenti non deve essere utilizzato dalle BCN.

L'IME ritiene necessario che, con riferimento agli SSS, vengano assicurate la solidità finanziaria, la piena capacità operativa, nonché adeguate misure di controllo dei rischi. Il quadro normativo relativo a questi aspetti varia sia a seconda del paese sia in funzione dell'SSS considerato. In particolare, gli SSS gestiti direttamente dalle BCN non sono, di norma, soggetti ad alcuna regolamentazione esterna, bensì alle procedure di controllo interne della BCN; gli altri SSS sono, invece, normalmente sottoposti alla regolamentazione e al controllo delle autorità competenti. La natura di tale regolamentazione dipende da fattori istituzionali e dal tipo di attività svolta. L'applicazione di questo standard mira principalmente a garantire che le BCN non si servano di SSS che non siano sottoposti a regolamentazione e/o controllo.

Standard 5

TRASPARENZA DEI RISCHI E DEI CRITERI
DI PARTECIPAZIONE A UN SISTEMA

I gestori degli SSS devono fornire alle BCN una chiara indicazione dei potenziali rischi di regolamento delle transazioni in titoli (per esempio, devono fornire informazioni tempestive, regolari e affidabili sui potenziali rischi connessi con la partecipazione a un sistema). I criteri di accesso e di esclusione devono avere carattere oggettivo ed essere pubblici. A tal riguardo devono essere rese al più presto disponibili da parte degli SSS le risposte al questionario del G10/IOSCO sulla trasparenza degli SSS.

Come condizione per l'utilizzo degli SSS da parte delle BCN, il SEBC richiederà che i servizi da essi offerti siano disciplinati e svolti in modo trasparente.

I criteri di accesso e di esclusione devono essere oggettivi e pubblici. I requisiti di partecipazione devono essere chiari e contenere una descrizione della necessaria infrastruttura organizzativa. I criteri di esclusione devono assicurare che la cessazione della partecipazione non comprometta l'ordinato regolamento delle posizioni degli altri partecipanti.

Standard 6

PROCEDURE PER LA GESTIONE DEI RISCHI

Al fine di far fronte alle conseguenze di eventuali inadempienze da parte di partecipanti, gli SSS devono adottare misure per la gestione dei rischi adeguate alle caratteristiche dei singoli sistemi. Gli SSS devono essere strutturati e operare in modo tale da evitare o, qualora ciò non fosse possibile, minimizzare qualsiasi conflitto d'interesse che possa derivare dall'esecuzione delle altre operazioni di loro competenza.

Lo scoperto in titoli non deve essere consentito in alcun SSS. Per ridurre al minimo i mancati regolamenti e per evitare blocchi dovuti alla mancanza di titoli, gli SSS devono prevedere meccanismi idonei a limitare le inadempienze, quali, ad esempio:

- programmi per l'attivazione automatica di prestiti di titoli;
- meccanismi di garanzia che permettano a una terza parte di sostituire il partecipante inadempiente.

Per quanto riguarda le inadempienze nel regolamento dei fondi, devono essere predisposte procedure atte a evitare l'*unwinding* del ciclo di regolamento quali, ad esempio:

- l'utilizzo di procedure di RTGS per il regolamento del contante;
- versamento di garanzie a copertura dell'esposizione debitoria;
- meccanismi di garanzia che permettono a una terza parte di sostituire il partecipante inadempiente.

Oltre agli esempi suindicati, per minimizzare l'impatto di un'inadempienza rilevante potrebbero essere presi in considerazione anche meccanismi di ripartizione delle perdite tra i partecipanti.

Quando un SSS svolge altre attività che non siano collegate alle funzioni proprie di un SSS, queste non devono esporre i partecipanti a rischi; se dovessero sorgere conflitti d'interesse, questi dovranno essere resi noti ed essere previste adeguate procedure per farvi fronte. Nei casi in cui un SSS operi come

controparte diretta (ad esempio, nei servizi di prestito titoli o nella gestione della liquidità) dovranno essere previste idonee procedure di controllo dei rischi.

Gli SSS devono infine disporre di adeguati sistemi per far fronte a consegne irregolari, come ad esempio, in caso di titoli falsificati depositati nel sistema o qualora il partecipante che li deposita non abbia diritto di disporre.

Standard 7

DEFINITIVITÀ INFRAGIORNALIERA DEL REGOLAMENTO

Gli SSS devono fornire procedure in grado di regolare alcune operazioni del SEBC (quelle che comportano la concessione di credito infragiornaliero o overnight), con definitività infragiornaliera. Gli SSS non devono esporre le BCN a ulteriori rischi di regolamento nell'esecuzione di operazioni con controparti partecipanti a un SSS e/o effettuate attraverso infrastrutture di collegamento. Gli SSS utilizzati per il regolamento delle operazioni delle banche centrali dovranno approntare, entro il 1° gennaio 2002, procedure in grado di consentire il regolamento infragiornaliero su base DVP in moneta della banca centrale. Tali procedure potranno assumere la forma di regolamento lordo in tempo reale ovvero di diversi cicli operativi batch con definitività infragiornaliera.

Come già stabilito in alcuni rapporti precedentemente pubblicati dall'IME (3) il primo requisito (consegna dei titoli alle BCN con definitività infragiornaliera) può essere soddisfatto attraverso le seguenti quattro procedure operative:

- deposito anticipato dei titoli sui conti di deposito detenuti presso la banca centrale;
- sistemi di compensazione in cui hanno luogo vari cicli operativi durante la giornata;
- sistemi di regolamento lordo in tempo reale;
- consegna infragiornaliera dei titoli "franco valuta".

Per quanto riguarda i collegamenti tra SSS, le procedure sopra richiamate possono ricomprendere:

- i collegamenti tra sistemi di compensazione con diversi cicli operativi durante la giornata, purché

questi ultimi siano sincronizzati e garantiscano che: (i) un ciclo possa essere completato nel primo sistema, (ii) solo in questo momento le istruzioni vengano inviate al secondo sistema e (iii) il ciclo del secondo sistema si concluda entro la giornata operativa delle singole BCN;

- collegamenti tra sistemi di regolamento lordo in tempo reale;
- consegne dei titoli "franco valuta", purché il trasferimento nel primo sistema sia definitivo prima che le istruzioni di trasferimento siano elaborate dal secondo sistema.

La soluzione preferibile per ottenere la definitività infragiornaliera nel regolamento su base DVP è l'utilizzo dei sistemi di RTGS. Il principale vantaggio del regolamento lordo in tempo reale è quello di ridurre il rischio sistemico insito nel regolamento di transazioni di valore elevato. In linea di principio, gli SSS che offrono servizi di RTGS dovrebbero essere usati per tutte le transazioni, o perlomeno per le transazioni di valore elevato, che devono essere regolate entro tempi determinati o molto brevi (è il caso, ad esempio, delle operazioni delle BCN).

L'utilizzo esclusivo di questi meccanismi potrebbe determinare blocchi dei processi di regolamento nei sistemi con rapido *turnover*, qualora prevalessero determinate condizioni di mercato e non fossero disponibili ovvero fossero insufficienti appositi accorgimenti. Nel caso di transazioni tra loro collegate e di insufficienza dei fondi o dei titoli necessari per regolare le transazioni su base lorda, si può ricorrere a procedure di elaborazione *batch*.

In una fase iniziale il requisito relativo al regolamento infragiornaliero su base DVP potrebbe essere applicato solo alle operazioni delle banche centrali. Considerato l'impegno richiesto in relazione all'avvio della terza fase della UEM e all'anno 2000, le banche centrali richiedono che la realizzazione di questo standard avvenga entro il 1° gennaio 2002.

Standard 8

ORARI OPERATIVI E CALENDARIO DEGLI SSS

Gli orari operativi e il calendario degli SSS devono adeguarsi a quelli stabiliti per il sistema TARGET e per l'utilizzo tra paesi della UE delle atti-

vità stanziabili a garanzia delle operazioni del SEBC incluse nelle liste di primo e di secondo livello.

All'avvio della terza fase il normale orario di funzionamento del sistema TARGET sarà dalle 7:00 alle 18:00, ora della Banca centrale europea (4). Ci saranno due giorni comuni di chiusura per TARGET: Natale e Capodanno. Negli altri giorni il sistema TARGET rimarrà aperto, anche se le BCN avranno la possibilità di chiudere i rispettivi sistemi nei giorni di festività nazionale, qualora ciò sia stabilito dalla legge o richiesto dalle comunità bancarie nazionali. Il sistema *Interlinking* rimarrà aperto purché almeno due sistemi nazionali di RTGS siano operativi. Di queste disposizioni bisognerà tenere conto nella definizione degli orari operativi e dei calendari degli SSS.

L'orario di funzionamento degli SSS deve consentire alle controparti del SEBC e alle BCN di utilizzare, su base transfrontaliera, i titoli stanziabili delle liste di primo e di secondo livello attraverso il Modello di banche centrali corrispondenti (CCBM). In caso di collegamenti fra SSS, i gestori di questi ultimi devono garantire, per il funzionamento di determinate procedure, l'allineamento degli orari di operatività.

Standard 9

AFFIDABILITÀ TECNICA DEI SISTEMI UTILIZZATI E DISPONIBILITÀ DI ADEGUATE PROCEDURE DI BACKUP

Tutti gli SSS devono garantire l'affidabilità tecnica dei sistemi utilizzati e la disponibilità di procedure di backup in grado di assicurare il completamento delle elaborazioni giornaliere.

Nell'ambito della UEM, l'affidabilità degli SSS è strettamente collegata all'affidabilità del sistema TARGET, in considerazione dei problemi che potrebbero insorgere a causa della mancata disponibilità di garanzie per le operazioni di politica monetaria e per il credito infragiornaliero. Da ciò discende, pertanto, l'esigenza che gli SSS garantiscano al loro interno e nei collegamenti tra di essi un livello di affidabilità adeguato a quello offerto dal sistema TARGET.

Per assicurare l'affidabilità operativa e l'adeguatezza delle strutture tecniche dei programmi utilizza-

ti e dei sistemi di comunicazione, gli SSS devono rispettare i seguenti requisiti:

- deve essere stata effettuata un'analisi delle potenziali criticità (compresi gli interventi richiesti per l'adeguamento all'anno 2000);
- deve essere disponibile una valida descrizione dei sistemi;
- devono essere state adottate adeguate misure per la gestione dei dati (comprese le procedure di controllo e di *backup*);
- deve essere disponibile un piano di emergenza in caso di malfunzionamenti del sistema, che definisca le situazioni che richiedono interventi e azioni e individui i soggetti autorizzati a intervenire;
- deve essere disponibile un'efficiente struttura di *disaster recovery* per far fronte tempestivamente a gravi interruzioni del funzionamento del sistema;
- deve essere disponibile la necessaria capacità di elaborazione;
- devono essere disponibili procedure per l'acquisizione, lo sviluppo e la modifica dei sistemi al fine di assicurare la normale operatività e di garantire che le modifiche apportate ai sistemi siano collaudate prima di diventare operative;
- i sistemi devono adottare adeguate misure al fine di impedire l'accesso non autorizzato, nonché l'utilizzo non autorizzato dei titoli dei partecipanti;
- devono essere assicurate l'autenticità, l'integrità e la riservatezza dei dati, nonché la possibilità di effettuare verifiche durante l'elaborazione, la memorizzazione e il trasferimento delle informazioni (compreso lo scambio di messaggi).

3. L'azione di verifica

Tutti gli standard devono essere rispettati all'inizio della terza fase della UEM, con la sola eccezione dello standard 7 (regolamento DVP infragiornaliero) per il quale è stata proposta la realizzazione entro il 1° gennaio 2002. Gli SSS saranno utilizzati dal SEBC soltanto a condizione che essi si siano conformati agli standard, ovvero che abbiano definito un piano per adeguarsi entro un periodo di tempo ragionevole. Per esempio, un SSS potrebbe essere utilizzato soltanto per regolare titoli nazionali ma non per emissioni estere né per i collegamenti con altri SSS.

L'IME e le BCN procederanno ora a valutare gli SSS esistenti e i loro collegamenti in base a questi standard. Le conclusioni di questa valutazione saranno riassunte in un rapporto sullo stato di adeguamento agli standard da parte degli SSS della UE e dei collegamenti tra di essi. Ciò consentirà alla BCE di redigere un elenco degli SSS che potranno essere utilizzati per il regolamento delle operazioni di politica monetaria. L'elenco sarà pubblicato nella seconda metà del 1998 così come indicato nel rapporto *Caratteristiche generali degli strumenti e delle procedure di politica monetaria del SEBC*.

Ove necessario, gli SSS definiranno, d'accordo con la BCE/IME le necessarie misure da adottare per adeguarsi agli standard. D'intesa con il SEBC la BCN del paese in cui ha sede l'SSS dovrà scegliere tra le seguenti opzioni:

- non utilizzare affatto l'SSS per le operazioni del SEBC;
- concordare con l'SSS un piano di adeguamento agli standard e utilizzare l'SSS, eventualmente in misura ridotta, soltanto a condizione che vengano adottate adeguate misure di controllo dei rischi fintantoché non sia stato completato il processo di adeguamento.

Allegato 1

PRINCIPALI RISCHI NEL SETTORE DEL REGOLAMENTO DEI TITOLI

Prendendo spunto dalle analisi effettuate nell'ambito del G10, e in particolare dai lavori predisposti dal Comitato per i sistemi di pagamento e di regolamento delle banche centrali dei paesi del G10, il presente documento elenca e illustra brevemente i principali rischi connessi con il regolamento delle transazioni dei titoli, sia nazionali sia internazionali (5).

Le tipologie e le fonti dei rischi, di natura finanziaria e legale, cui le controparti sono esposte nel regolamento delle transazioni in titoli sono simili a quelle presenti nei trasferimenti di fondi e nel regolamento delle operazioni in cambi (6).

Rischi finanziari

Il **rischio di credito** è il rischio che una controparte non faccia fronte per intero ai propri impegni alla scadenza o in qualsiasi altro momento successivo. I rischi di credito in caso di inadempienza di una controparte comprendono sia il rischio della perdita di potenziali guadagni su contratti non regolati con la parte inadempiente, sia il rischio della perdita dei titoli consegnati o dei pagamenti effettuati a favore di una controparte inadempiente prima del manifestarsi dell'inadempienza.

Il rischio di perdita di potenziali guadagni è denominato **rischio per costo di sostituzione**. Il potenziale guadagno è determinato confrontando il prezzo di mercato del titolo al momento dell'inadempienza con il prezzo contrattuale; il venditore del titolo è esposto a una perdita per costo di sostituzione se il prezzo di mercato del titolo è inferiore a quello contrattuale, mentre l'acquirente è esposto ad analoga perdita se il prezzo di mercato è superiore. Poiché le variazioni future del corso dei titoli sono incerte al momento della stipulazione del contratto, entrambe le parti sono esposte al rischio per costo di sostituzione. L'entità di tale rischio è una funzione crescente della volatilità del prezzo del titolo negoziato e

dell'intervallo temporale tra la negoziazione e il regolamento.

I rischi di credito di gran lunga maggiori sorgono tuttavia in relazione a contratti il cui regolamento è previsto alla data in cui può verificarsi l'insolvenza di un contraente. A fronte di tali contratti la controparte non inadempiente può essere esposta al **rischio di capitale**, cioè al rischio di perdere l'intero valore dei titoli o dei fondi che essa ha trasferito alla controparte inadempiente. Sia l'acquirente sia il venditore dei titoli possono essere esposti al rischio di capitale; l'acquirente è esposto al rischio nel caso in cui sia possibile perfezionare il pagamento ma non ricevere i titoli mentre il venditore dei titoli è esposto al rischio di effettuare la consegna senza ricevere il pagamento in contropartita.

Entrambe le controparti di una transazione in titoli sono esposte altresì al **rischio di liquidità** al momento del regolamento. Il rischio di liquidità è il rischio che una controparte non regoli per intero un'obbligazione alla scadenza, bensì a una data successiva indeterminata. Il motivo per cui un contraente non esegue il regolamento può essere di natura tecnica o transitoria; in tal caso, l'evento viene definito **mancata esecuzione** di una transazione piuttosto che inadempienza. Nella fattispecie, la controparte potrebbe regolare la sua obbligazione per l'intero valore in un momento successivo, non risultando così alcuna perdita. Al momento in cui viene constatato un mancato regolamento, tuttavia, la controparte non è generalmente in grado di determinare con certezza se si tratta di inadempienza o di mancata esecuzione.

Di conseguenza una mancata esecuzione di natura tecnica può tradursi in una perdita di fiducia nei confronti della controparte che non ha effettuato il regolamento al momento dovuto; ciò potrebbe indurre le sue controparti ad astenersi dal regolare altre transazioni. Questa circostanza si può verificare, in particolare, quando il problema di natura tecnica si concretizza in un periodo in cui i prezzi dei titoli variano rapidamente, facendo sorgere dubbi circa la

solvibilità degli intermediari in titoli in generale. L'inadempienza nell'esecuzione di un pagamento può tradursi in una perdita di fiducia con molta più probabilità di quanto accada nel caso di mancato trasferimento di titoli. I mercati dei titoli (compreso quello del prestito titoli) sono relativamente illiquidi e pertanto una controparte, pur finanziariamente solida, può non essere in grado di acquistare o prendere in prestito i titoli necessari per perfezionare il regolamento.

Ma anche a prescindere da una perdita di fiducia, i rischi di liquidità sono motivo di preoccupazione. Per il venditore di un titolo, il rischio di liquidità è il rischio che la mancata ricezione del pagamento dall'acquirente lo costringa a prendere in prestito i fondi o a liquidare altre attività per evitare di rendersi inadempiente relativamente ad altre transazioni. Per l'acquirente, invece, è il rischio che la mancata consegna da parte del venditore lo costringa a prendere in prestito i titoli stessi per perfezionare l'obbligazione di consegna a un terzo.

Oltre ai rischi di controparte, i partecipanti a un SSS possono incorrere nel **rischio di insolvenza della banca di regolamento**, ossia dell'istituzione che detiene i conti in contante impiegati per il pagamento dei titoli. Questo rischio può essere eliminato utilizzando conti aperti presso la banca centrale per il trasferimento dei fondi. Tuttavia, in molti paesi gli operatori non bancari non hanno accesso ai conti delle banche centrali, sia in ragione di un divieto statutario, sia per scelta deliberata della banca centrale stessa, che può non ritenere opportuno competere con le banche commerciali nell'offerta di servizi di pagamento alla clientela non bancaria. Se i conti delle banche centrali non sono disponibili, conti di regolamento dovranno essere aperti da parte dello stesso gestore del sistema di trasferimento di titoli, o da parte di una o più banche commerciali. In questi casi, nell'ipotesi di insolvenza della banca di regolamento, i partecipanti sono esposti alla perdita del valore dei pagamenti ricevuti, ove tali disponibilità non siano state a loro volta trasferite a un'altra banca prima del fallimento.

Nei sistemi in cui il gestore del sistema o qualche altro organismo garantisce il completamento del regolamento delle istruzioni di trasferimento eseguite

dal sistema, va tenuto in debito conto il **rischio di insolvenza del garante** (la banca dell'acquirente dei titoli, in un sistema di pagamento garantito ovvero il garante di tutti gli impegni di regolamento in altri sistemi).

Quando i titoli gestiti dall'SSS non sono dematerializzati o immobilizzati, ma sono invece depositati presso terzi (depositari), il rischio di custodia, cioè la potenziale perdita dei titoli nel caso in cui l'intermediario diventi insolvente, agisca con negligenza, o commetta frode, deve essere tenuto in considerazione. Analogamente, quando un investitore detiene i propri titoli attraverso un intermediario, esso è esposto al **rischio di custodia**. Quand'anche non vi sia rischio di perdita del valore dei titoli detenuti dal depositario nel caso della sua insolvenza, la capacità dei partecipanti di trasferire i titoli (salvo che ad altri partecipanti) potrebbe essere temporaneamente pregiudicata. I principali fattori che determinano il livello di rischio di custodia sono le procedure di contabilizzazione e i sistemi di custodia utilizzati dall'intermediario. L'aspetto determinante per la tutela degli interessi dell'investitore spesso consiste nella separazione delle sue attività da quelle dell'intermediario o da quelle degli altri soggetti per cui il depositario detiene i titoli.

Un altro problema che assume rilevanza in ambito internazionale è dato dai **rischi associati ai regolamenti effettuati attraverso collegamenti tra sistemi di trasferimento dei titoli**. Questi ultimi comprendono i collegamenti, diretti e indiretti, tra sistemi di deposito accentrato operanti a livello nazionale (CSD) e internazionale (ICSD). I regolamenti tra sistemi possono presentare inefficienze derivanti dalla necessità degli SSS di scambiare informazioni sulla disponibilità, per le controparti, dei titoli e dei fondi (o di linee di credito) necessari per regolare le rispettive obbligazioni. Possono sorgere problemi particolari nei regolamenti tra sistemi quando uno o entrambi gli SSS effettuano trasferimenti provvisori di titoli, che diventano definitivi solo al momento del regolamento definitivo della parte contante della transazione.

Il **rischio sistemico** è il rischio che l'incapacità di un partecipante di adempiere ai propri impegni alla scadenza, possa determinare l'incapacità di altri

partecipanti di assolvere a loro volta le proprie obbligazioni alla scadenza.

Rischi legali

I partecipanti agli SSS sono esposti anche a rischi di natura giuridica. Si tratta, in generale, del rischio che le norme dell'ordinamento di riferimento siano inadeguate a consentire che i diritti sui titoli detenuti

nei sistemi di regolamento siano efficacemente esercitati. In assenza di dette norme i partecipanti possono non essere tutelati contro rivendicazioni di terzi, in particolare in caso di insolvenza di un emittente o di un intermediario.

Rischi legali possono sorgere anche nell'ipotesi in cui un ordinamento giuridico non riconosca i diritti acquisiti sui titoli secondo le previsioni legali di un altro ordinamento.

Allegato 2

I SERVIZI OFFERTI DAI SISTEMI DI REGOLAMENTO DEI TITOLI

Un sistema di regolamento dei titoli (SSS) è un sistema che consente il trasferimento di titoli sganciato dal pagamento dei fondi in contropartita (franco valuta) o su base DVP.

Diverse sono le tipologie di servizi che possono essere offerti:

1. *Rapporto esclusivo e diretto con l'emittente:* questo servizio comprende la detenzione, a nome dell'emittente, del conto titoli nei libri contabili dell'SSS (per emissioni dematerializzate o immobilizzate l'SSS registra l'ammontare totale dei titoli in essere nei suoi libri contabili e per i titoli cartolarizzati l'ammontare totale dei titoli depositati). Tutti i titoli facenti parte di un'emissione sono generalmente depositati presso un unico SSS, che funge da "punto di riferimento" per l'emissione (nel caso in cui l'emissione possa essere depositata e regolata in un altro SSS, il servizio sarà offerto da quest'ultimo). L'SSS garantisce la sicurezza del sistema di contabilizzazione, assicurando che non si verifichino perdite o "registrazioni multiple" di titoli.

2. *Depositario:* nei casi in cui operi in qualità depositario, un SSS consente ai partecipanti di depositare presso di sé i titoli per i quali l'SSS non ha un rapporto diretto con l'emittente; l'SSS registra la proprietà dei titoli a nome dei propri partecipanti e gestisce i rapporti con gli SSS che hanno un rapporto diretto con l'emittente. Al fine di gestire tali rapporti gli SSS possono scegliere tra due differenti alternative in funzione del quadro giuridico e tecnico:

- un collegamento diretto con l'SSS che abbia un rapporto esclusivo e diretto con l'emittente dei titoli (i quali possono essere emessi direttamente nei libri dell'SSS, ovvero costituire certificati rappresentativi dell'ammontare di titoli depositati dal partecipante e tenuti in custodia);
- un collegamento indiretto con l'SSS che abbia un rapporto esclusivo e diretto con l'emittente (titoli depositati ma non emessi nell'SSS stesso).

3. *Custodia:* questo servizio si concretizza nella custodia e nell'amministrazione dei titoli per conto dei partecipanti dell'SSS.

4. *Compensazione e regolamento dei titoli:* i titoli vengono scambiati tra i partecipanti dello stesso SSS o con i partecipanti di un altro SSS attraverso un collegamento tra i due sistemi. Questo servizio viene in genere fornito unitamente a procedure di riscontro per la maggior parte delle operazioni da regolare. Ogni SSS offre solitamente un meccanismo di consegna contro pagamento (DVP) e una procedura per la consegna dei titoli sganciata dal pagamento dei fondi (franco valuta). Il ciclo di regolamento può avvenire: (i) con una sola elaborazione *batch* giornaliera, (ii) con più elaborazioni *batch* giornaliere, (iii) in tempo reale e (iv) con la combinazione di elaborazioni in tempo reale e *batch*. Il regolamento può essere effettuato su base lorda o netta.

5. *Regolamento della parte contante delle transazioni:* l'SSS può fornire procedure di regolamento della parte contante (trasferimento dei fondi) delle operazioni regolate. Il pagamento può avvenire su base lorda o netta (o mediante una combinazione delle due modalità di regolamento), direttamente attraverso i conti accentrati presso la banca centrale, ovvero mediante una o più banche di regolamento private.

6. *Servizi supplementari offerti agli emittenti,* quali, ad esempio, la gestione delle informazioni riguardanti la registrazione dei titoli o eventi societari. Gli SSS possono anche fornire servizi ad autorità pubbliche come il fisco (ad esempio, la ritenuta d'imposta).

7. *Servizi supplementari offerti ai partecipanti:* questi servizi possono comprendere la gestione di aspetti contabili (servizi di segregazione o resoconti, ecc.) o eventi societari, servizi diretti a facilitare il regolamento, quali il prestito titoli senza assunzione

di rischi per l'SSS o la gestione della liquidità attraverso i conti della banca centrale senza rischio per l'SSS (in entrambi i casi l'SSS funge da agente). Altri servizi offerti ai partecipanti richiedono che l'SSS sia un ente creditizio, nei casi in cui esso conceda finanziamenti in contante o in titoli (quando l'SSS funge da controparte diretta).

(1) Cfr. il rapporto IME *La politica monetaria unica nella terza fase: caratteristiche generali degli strumenti e delle procedure di politica monetaria del SEBC*, settembre 1997.

(2) Il termine "diritto di proprietà" viene qui utilizzato in un'ampia accezione per indicare un diritto validamente esercitabile e opponibile non solo nei rapporti tra il titolare dei valori e il gestore dell'SSS (vale a dire, *inter partes*), ma anche rispetto

a terzi che non siano parti degli accordi contrattuali sul diritto in oggetto (vale a dire, *erga omnes*).

(3) Cfr. il rapporto IME *EU Securities Settlement Systems issues related to Stage Three of EMU*, febbraio 1997.

(4) Nel giugno 1997 il Consiglio dell'IME ha stabilito che l'ora di riferimento per il sistema TARGET debba essere quella della Banca centrale europea, cioè l'ora del luogo in cui ha sede la BCE.

(5) Secondo l'analisi effettuata nell'ambito del G-10, per regolamento internazionale si intende un regolamento che ha luogo in un paese diverso da quello in cui una o entrambe le controparti sono insediate. Secondo questa definizione ogni transazione internazionale dà origine a un regolamento internazionale, sebbene regolamenti di questo tipo possano derivare anche da contrattazioni domestiche.

(6) Cfr. i rapporti BRI *Rapporto sulla consegna contro pagamento nei sistemi di regolamento delle transazioni in titoli* (1992) e *Regolamenti internazionali in titoli* (1995).

Interventi

Intervento di Antonio Fazio, Governatore della Banca d'Italia

*in occasione della 73^{ma} Giornata mondiale del risparmio,
celebrata alla presenza del Presidente della Repubblica
ACRI - Associazione fra le Casse di risparmio italiane*

Roma, 31 ottobre 1997

La rivoluzione telematica, la possibilità di trasmettere informazioni e dati statistici e di trasferire fondi da un punto all'altro del globo, con immediatezza e a costi molto bassi, la liberalizzazione di tutti i movimenti di capitale hanno condotto alla formazione di un unico mercato mondiale delle monete e della finanza.

L'apertura finanziaria si pone come naturale complemento della liberalizzazione commerciale; sostiene l'attività di investimento nelle economie con più favorevoli prospettive di sviluppo per l'abbondanza di risorse produttive, in primo luogo di lavoro. La libertà di movimento dei capitali si pone altresì al servizio della migliore allocazione del risparmio dei paesi con più alto reddito e con maggiori disponibilità finanziarie. Molte economie, muovendo da condizioni di arretratezza, hanno assunto nel volgere di un decennio una presenza significativa nella finanza e nel commercio mondiali.

Modesta, soprattutto negli anni novanta, è risultata l'espansione dell'economia e dell'industria europee. Ha influito la perdita di capacità competitiva dell'Europa continentale. L'invecchiamento della popolazione frena le innovazioni e abbassa le prospettive di crescita; la domanda di alcuni prodotti di largo consumo dell'industria manifatturiera ristagna; l'elevato tenore di vita si traduce in alti costi di produzione.

La capacità di risposta delle nostre imprese a una domanda internazionale in rapida evoluzione qualitativa e quantitativa trova un ostacolo in rigidità organizzative e istituzionali.

Negli anni novanta le economie dell'Europa continentale sono cresciute in media del 2 per cento l'anno, meno degli Stati Uniti. Il numero complessivo di occupati si è ridotto in Europa di circa 1 milione di unità, riflettendo soprattutto la forte distruzione di posti di lavoro nell'industria. Negli Stati Uniti l'occupazione è cresciuta di oltre 12 milioni, interamente nel settore dei servizi; i nuovi posti di lavoro sono in parte di natura precaria e a bassa remunerazione. L'industria è riuscita a contenere la caduta dei livelli dell'occupazione.

Colpisce e preoccupa nell'Europa continentale soprattutto l'andamento di lungo periodo della disoccupazione, dalla metà degli anni ottanta superiore a quella degli Stati Uniti. Il tasso di disoccupazione attualmente è pari al 12 per cento in Europa, a fronte del 5 negli Stati Uniti. Sebbene il sistema economico europeo non appaia in grado di crescere in misura sufficiente ad assicurare il pieno impiego delle risorse, la bilancia dei pagamenti registra soltanto un modesto avanzo corrente; in assenza di riforme della struttura dei mercati, il ritorno a più elevati ritmi di sviluppo comporterà un rapido deterioramento dei conti con l'estero.

Sviluppo e controllo dell'attività finanziaria

Lo sviluppo delle transazioni finanziarie internazionali ha sopravanzato di gran lunga negli anni novanta quello pur rapido della produzione industriale e del commercio.

L'enorme volume di attività finanziaria si è talora trasformato da sostegno alla creazione di nuova ricchezza in fattore destabilizzante delle economie. Ciò è avvenuto laddove i sistemi presentavano squilibri, debolezze nelle fondamentali variabili macroeconomiche; in alcuni casi improvvise e ampie oscillazioni dei cambi hanno negativamente influenzato l'equilibrio degli intermediari finanziari e delle imprese, il potere d'acquisto della moneta, i valori nei mercati mobiliari.

Gli avvenimenti degli ultimi anni, la stretta interconnessione tra crisi dei cambi, valore della moneta, stabilità dei sistemi finanziari e degli enti creditizi ripropongono in tutta la sua portata il collegamento funzionale tra politica monetaria e vigilanza creditizia.

Mentre in un grande paese europeo la supervisione bancaria è stata affidata a un organo diverso dalla banca centrale, l'orientamento nel maggiore paese industriale dell'Asia, segnato da forti difficoltà nel comparto creditizio, è stato opposto: viene istituito un più penetrante potere di controllo e di intervento della banca centrale sul sistema creditizio.

La nuova configurazione dei mercati finanziari internazionali, l'enorme sviluppo delle transazioni in cambi e in titoli, l'intensificarsi della concorrenza hanno avuto conseguenze di rilievo per l'operatività dei sistemi bancari nazionali. La compressione dei margini di profitto ha accentuato gli elementi di fragilità delle strutture aziendali già segnate da inadeguate procedure di valutazione dei rischi, da costi eccessivi, da carenze di visione strategica.

Secondo il Fondo monetario internazionale, negli ultimi tre lustri circa 130 Stati hanno dovuto affrontare le conseguenze di crisi bancarie, talora gravi ed estese.

Le Autorità hanno risposto alle crisi innanzitutto favorendo l'acquisizione delle banche in difficoltà da

parte di altre più solide ed efficienti. Si è fatto ricorso a fondi pubblici allorché sono stati minacciati la stabilità del sistema finanziario e il livello dell'attività economica.

L'esborso complessivo di denaro pubblico negli Stati Uniti per far fronte alla crisi del sistema delle casse di risparmio ha raggiunto un importo di 161 miliardi di dollari, quasi il 3 per cento del prodotto interno lordo; il costo dell'intervento si è commisurato al 2,2 e al 4,2 per cento del prodotto rispettivamente in Norvegia e in Svezia; al 9,3 in Finlandia. In Francia si prevede che lo Stato e gli azionisti pubblici dovranno farsi carico di un onere dell'ordine dell'1,5 per cento del prodotto, 40.000 miliardi di lire, per far fronte alla crisi di importanti istituti di credito. In Spagna e nel Regno Unito i costi sono stati sostenuti dagli azionisti e dal sistema bancario, non si sono avuti esborsi significativi di denaro pubblico.

In Italia, il costo delle crisi bancarie complessivamente sopportato dalla finanza pubblica nel corso degli anni novanta ammonta a circa 6.000 miliardi, lo 0,3 per cento dell'attuale valore del prodotto nazionale. Alla soluzione dei casi critici ha contribuito il sistema creditizio, attraverso il Fondo interbancario di tutela dei depositi. L'elevatezza dell'onere per il sistema bancario induce a una nuova riflessione sui meccanismi che presiedono all'operatività del Fondo.

Sulle crisi dei grandi istituti meridionali hanno influito in misura essenziale la congiuntura avversa e l'abbassamento strutturale della crescita, che hanno portato a un ristagno dell'attività economica dell'area nell'ultimo quinquennio. Le situazioni sono state affrontate con incisivi piani di risanamento, incentrati innanzitutto sulla riduzione dei costi operativi, con il ricambio dei vertici aziendali, con l'ingresso di nuovi soci.

L'erogazione di fondi pubblici è stata subordinata alle iniziative di risanamento, necessarie per la successiva cessione. Gli effetti degli interventi si sono manifestati nel primo semestre di quest'anno con la diminuzione, in alcuni casi pronunciata, dei costi del personale e del numero dei dipendenti; il margine di intermediazione ha mostrato segni di ripresa.

A livello nazionale sono in corso profondi mutamenti nella struttura dimensionale degli intermediari bancari e nei loro assetti proprietari.

Dall'inizio del decennio il numero delle banche è diminuito di 237 unità, a 939. Il processo di concentrazione, che in una prima fase ha riguardato principalmente banche di dimensioni contenute e in condizioni critiche, sta rapidamente coinvolgendo, soprattutto nelle regioni più sviluppate, istituti di medie dimensioni, caratterizzati da favorevoli equilibri gestionali.

La Banca d'Italia segue con attenzione l'evolversi della struttura del sistema creditizio. La realizzazione di più ampie dimensioni aziendali può consentire di sostenere gli investimenti necessari a sviluppare servizi bancari avanzati. Rigidità nell'utilizzo dei fattori produttivi e insufficiente chiarezza negli obiettivi da perseguire ostacolano talvolta l'integrazione di realtà e culture aziendali diverse.

Alla riorganizzazione del sistema può e deve contribuire notevolmente il processo di privatizzazione. Con il completamento delle iniziative in corso, la quota delle attività bancarie facenti capo al settore pubblico, che alla fine del decennio passato superava i due terzi, scenderà al di sotto del 40 per cento.

Nel primo semestre del 1997 gli utili netti del sistema bancario italiano sono stati pari a 1.000 miliardi, con una riduzione di 1.600 rispetto alla prima metà del 1996. Il complesso dei proventi dell'intermediazione si è ridotto ancora per la contrazione dei tassi sui prestiti, superiore di quasi un punto percentuale a quella dei tassi sui depositi.

Gli effetti della ulteriore riduzione dei ricavi dell'intermediazione si sono sommati a una ancora elevata rischiosità dell'attivo. Gli accantonamenti e le rettifiche di valore, principalmente sui crediti, sono stati di 8.900 miliardi, 1.600 miliardi in più rispetto allo stesso periodo del 1996; una parte consistente di queste rettifiche è concentrata in pochi istituti che le hanno effettuate nell'ambito di processi di razionalizzazione.

È invece aumentato il complesso dei costi operativi, sebbene le spese per il personale siano risultate sostanzialmente stabili; alla riduzione del 2,3 per cento del numero dei dipendenti si è contrapposto un aumento del 2,0 del costo unitario.

Sempre con riferimento al primo semestre di quest'anno, il rapporto tra costi del personale e ricavi

netti dell'intermediazione è stato pari al 44 per cento, di circa sette punti superiore alla media dei principali paesi europei rilevata nel triennio 1993-95.

La dinamica dei costi, più rapida di quella dei ricavi, potrebbe rivelarsi condizione insostenibile per il sistema bancario.

Alla trattativa tra le parti sociali, avviata con la mediazione del Governo, è affidato l'urgente compito di ottenere concreti risultati, necessari per assicurare un sano e durevole sviluppo del sistema.

Ogni ulteriore ritardo si ripercuote negativamente sulla capacità delle banche italiane di affrontare la competizione internazionale; peggiora le prospettive dell'occupazione nel settore; produce costi elevati per l'intera economia.

Il risanamento della finanza pubblica

Un sistema creditizio stabile, competitivo, efficiente è indispensabile ai fini della corretta allocazione del risparmio in attività di investimento produttivo.

È necessario un risanamento duraturo della finanza pubblica per accrescere la quota di risparmio indirizzata all'investimento, da parte sia della pubblica Amministrazione, sia delle imprese per lo sviluppo della produzione.

Si è accentuata negli anni novanta la tendenza a flettere del rapporto tra gli investimenti fissi lordi e il reddito nazionale; vi hanno contribuito, pur se in misura diversa, tutte le componenti: gli investimenti pubblici; gli acquisti di abitazioni; gli investimenti in macchinari, attrezzature e mezzi di trasporto.

Il cospicuo avanzo della bilancia dei pagamenti conseguito negli anni più recenti ha creato le condizioni affinché un ritmo più elevato dell'investimento non entri in contrasto con l'equilibrio esterno del Paese.

Nell'anno in corso, l'Italia si avvia a raggiungere un pareggio tra entrate e uscite correnti del bilancio pubblico; nel 1996 il saldo corrente del settore pubblico era negativo per un importo pari a oltre tre punti del prodotto interno.

L'avanzo primario salirà quest'anno al 6,6 per cento del prodotto, con un aumento di 2,6 punti rispet-

to al 1996. L'ampliamento del *surplus* riflette un inasprimento della pressione fiscale dell'ordine di due punti percentuali e una riduzione dell'incidenza della spesa primaria sul prodotto di circa mezzo punto. L'onere per interessi, come quota percentuale del prodotto, dovrebbe registrare una flessione rispetto all'anno precedente. Il rapporto tra l'indebitamento netto e il prodotto interno si ridurrà al 3 per cento, dal 6,8 registrato nel 1996. Il peso del debito pubblico sul prodotto lordo diminuirà per il terzo anno consecutivo.

Il contenimento del disavanzo è stato favorito dai limiti posti sia ai prelievi dalla tesoreria dello Stato da parte degli enti decentrati, sia agli impegni e alle autorizzazioni di cassa delle amministrazioni centrali. Nel breve periodo questa azione ha compreso gli acquisti di beni e servizi e le spese in conto capitale. Nel più lungo periodo la regolazione dei flussi di cassa determina una riduzione permanente della spesa pubblica solo se induce maggiore efficienza nell'utilizzo delle risorse. Per piegare in via permanente la tendenza espansiva della spesa non vi è alternativa all'adozione di misure strutturali che ridisegnino i compiti dei vari livelli di governo, rendano più efficiente l'azione pubblica, rivedano le norme che fissano le prestazioni e i servizi che il settore pubblico offre ai cittadini.

L'obiettivo per il 1998 è un livello dell'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche pari al 2,8 per cento del prodotto.

È necessario che la politica di bilancio sia orientata a rendere permanenti i risultati conseguiti nella riduzione del disavanzo. In tali condizioni, dato il livello raggiunto dall'avanzo primario, è possibile attendersi nei prossimi anni una discesa rilevante del rapporto tra debito pubblico e prodotto.

In un orizzonte più ampio, occorre riconsiderare l'elevata dimensione che il bilancio dello Stato ha raggiunto in Italia. Nell'ultimo decennio, il contenimento dei disavanzi, in presenza di un livello del debito già elevato, è stato attuato soprattutto con l'aumento delle entrate; la spesa corrente al netto degli interessi è rimasta stazionaria in rapporto al prodotto. Le spese complessive delle Amministrazioni pubbliche sono in Italia pari al 51 per cento del prodotto interno lordo; tra i maggiori paesi europei, solo la Francia presenta un valore superiore; in Germania il rapporto è del 48 per cento; nel Regno Unito del 40.

I mutamenti demografici, i bisogni e le aspettative dei cittadini sospingono verso l'alto la spesa pensionistica e quella sanitaria; in assenza di correzioni, l'incidenza sul prodotto interno è destinata ad aumentare nel corso dei prossimi anni. Le riforme sono necessarie per preservare le finalità fondamentali del sistema di sicurezza sociale pubblico, per fornire sostegno ai soggetti più deboli, agli esclusi dal processo produttivo, per consentire di fruire dei benefici anche alle generazioni future.

Un ridimensionamento dell'alto livello della spesa, un'azione sulla sua qualità e composizione favoriscono, in una prospettiva di medio termine, la crescita dell'economia, non la ostacolano. È necessario porre un freno alla tendenza espansiva della spesa e della pressione fiscale e contributiva, in tal modo rimuovendo alcuni dei nodi che limitano la competitività e lo sviluppo economico nel nostro Paese.

La minore competitività dell'Europa continentale è da connettere almeno in parte con le rigidità organizzative e istituzionali, con l'alto costo del lavoro, con l'elevata pressione fiscale e contributiva.

Il sistema fiscale italiano si caratterizza, nel confronto internazionale, per il livello più elevato delle aliquote impositive; non vi corrispondono comparativamente maggiori entrate. La pressione fiscale risulta più gravosa per i contribuenti che assolvono compiutamente i propri obblighi. Il recupero dell'evasione rappresenta un obiettivo importante. Esso consentirebbe di distribuire più uniformemente l'onere tra i cittadini; potrebbe in prospettiva consentirne una riduzione. I risultati conseguiti nel tempo nella lotta all'evasione sono stati solo in parte soddisfacenti. Negli anni più recenti sono stati predisposti strumenti volti ad affinare i criteri induttivi per la determinazione del reddito. Nella manovra di bilancio per il 1998, tra i provvedimenti sulle entrate, sono state introdotte misure dirette ad accrescere l'efficienza delle amministrazioni preposte al controllo e alla riscossione dei tributi.

I flussi finanziari e la politica monetaria

I primi tre trimestri del 1997 sono stati caratterizzati da una espansione delle attività finanziarie di fa-

miglie e imprese dell'ordine del 7 per cento in ragione d'anno; il credito concesso alle imprese e al settore pubblico è aumentato di circa il 3 per cento, sostanzialmente in linea con le previsioni e con la crescita del prodotto interno lordo. È stato azzerato il debito netto verso il resto del mondo.

Nell'ambito delle attività interne la componente più liquida, costituita principalmente dai depositi bancari a breve termine, è cresciuta molto rapidamente, a un ritmo superiore al 10 per cento, fuori linea rispetto ai programmi di espansione monetaria. Si è accresciuto a tassi assai sostenuti anche il risparmio gestito, indirizzato in prevalenza verso forme di investimento a lungo termine.

Gli acquisti di attività estere da parte di residenti italiani hanno assorbito pressoché completamente il *surplus* delle partite correnti della bilancia dei pagamenti e gli afflussi di capitale estero in Italia.

I titoli acquistati dagli operatori esteri hanno largamente superato le emissioni del settore pubblico; nel favorevole contesto di aspettative sulla nostra economia, anche in relazione alla partecipazione all'Unione economica e monetaria, questi acquisti hanno consentito un avvicinamento dei rendimenti a quelli prevalenti nei paesi con più consolidata stabilità dei prezzi e con più basso livello di debito pubblico.

Il nuovo flusso di risparmio finanziario delle famiglie si è rivolto in misura crescente ai mercati internazionali, anche per il tramite di operatori specializzati. Gli investimenti esteri degli Italiani sono destinati a espandersi ancora nel corso dei prossimi anni. Le prospettive dell'economia e la struttura finanziaria dovranno accrescere l'attrattiva per l'investimento di risparmio italiano ed estero nel nostro Paese.

L'evoluzione ora descritta è oggetto di attenta analisi per i riflessi sulla struttura finanziaria e sulla crescita dell'economia; per i condizionamenti che ne possono derivare alla conduzione della politica monetaria.

La stabilità del potere d'acquisto della moneta e quella del cambio costituiscono la condizione fondamentale per la difesa del risparmio, per il suo rapido accumulo, per il suo proficuo utilizzo nell'ampliamento della base produttiva.

La stabilità monetaria induce nei lavoratori, negli imprenditori, negli operatori finanziari la convinzione che aumenti dei redditi potranno essere realizzati non attraverso guadagni da inflazione, che necessariamente sono a danno di altri operatori, ma unicamente attraverso l'espansione dell'attività economica.

Dalla seconda metà del 1996, la decelerazione dei prezzi ha consentito di avviare una regolare discesa dei tassi di interesse a breve termine. Nella prima parte dell'anno in corso, in relazione al ridimensionamento dell'inflazione attesa e di quella effettiva, la Banca centrale ha ulteriormente attenuato il grado di restrizione della politica monetaria, favorendo il finanziamento della ripresa produttiva che si andava delineando.

Alla fermezza nella gestione della liquidità si sono accompagnate una sostanziale stabilità del cambio e una ulteriore discesa dei rendimenti a media e a lunga scadenza, pur tra vicende politiche ed economiche interne e internazionali che avrebbero potuto costituire motivi di disturbo grave per queste variabili.

Sono emersi nel corso dell'anno alcuni fattori di tensione sul fronte dei costi e dei prezzi. I prezzi alla produzione dei manufatti venduti sul mercato interno hanno segnato da marzo una sia pur limitata accelerazione. Le spinte sui prezzi al consumo che possono derivare dall'inasprimento dell'imposizione indiretta disposta nell'ambito della manovra di finanza pubblica sono, in linea di principio, di natura temporanea; dovranno esaurirsi nell'arco dei prossimi mesi.

È necessario che le tensioni vengano rapidamente riassorbite con orientamenti coerenti di tutte le politiche, in particolare di quelle di bilancio e dei redditi. Ci attendiamo che la manovra di finanza pubblica sia approvata nella sua integrità macroeconomica; che i provvedimenti strutturali assicurino risparmi nella spesa sociale crescenti nel tempo.

Riteniamo, in queste condizioni, di poter procedere nella politica di reflazione, favorendo la convergenza dei nostri tassi di interesse verso il livello che l'aspettativa dell'unione monetaria va delineando per i principali paesi europei.

Italia ed Europa nella finanza globale

Intervento di Antonio Fazio, Governatore della Banca d'Italia

IV Congresso AIOTE - ASSOBAT - ATIC - FOREX - AIAF

Napoli, 24 gennaio 1998

L'espansione dei commerci e la globalizzazione dei mercati hanno mantenuto elevato il ritmo di sviluppo dell'economia mondiale nell'ultimo decennio. La crescita è stata particolarmente rapida nelle economie dove più abbondante e meno costoso è il fattore lavoro e nei paesi industriali dove la struttura economica è caratterizzata da spiccata flessibilità e da aumento della produttività.

Dalla liberalizzazione degli scambi di beni e servizi, dal miglioramento delle comunicazioni, dalla riduzione dei costi di trasporto discende una più efficiente allocazione delle risorse su scala mondiale. I benefici del commercio, la nuova ricchezza prodotta, si ripartiscono tra i vari paesi in misura diseguale; ne derivano anche una redistribuzione della capacità produttiva e un'accentuazione dei fenomeni di specializzazione e concentrazione.

La globalizzazione finanziaria permette una migliore allocazione e gestione del risparmio su scala mondiale; ha sostenuto in misura significativa gli investimenti produttivi nelle economie in più rapida crescita.

Nei sei maggiori paesi industriali dal 1982 al 1995 il volume delle attività finanziarie è passato da 30.000 a 124.000 miliardi di dollari: da quattro a sei volte il prodotto lordo annuo dell'area misurato a prezzi correnti. Nei paesi industriali all'espansione dell'offerta di strumenti finanziari ha contribuito l'enorme aumento del debito pubblico. Molto sostenuta, negli anni più recenti, è stata la crescita delle borse azionarie, soprattutto nei paesi emergenti. Si è sviluppata, assumendo in breve notevole spessore, l'attività di intermediari non bancari che operano su scala globale e investono prevalentemente in titoli azionari e obbligazionari e in altre attività di largo mercato.

Gli operatori finanziari, incluse le banche, tendono a comportarsi secondo schemi operativi che traggono origine dagli stessi paradigmi teorici; ma talora, reagendo uniformemente all'emergere di notizie rilevanti o a mutamenti di aspettative relative a singole economie, spostano rapidamente le disponibilità da un sistema all'altro; possono assumere, con orizzonti temporali di breve periodo, posizioni sui cambi e sui titoli di ammontare tale da condizionare pesantemente i paesi con struttura finanziaria meno consolidata.

1. La crisi nei paesi asiatici

Gli investimenti esteri nelle economie in rapido sviluppo, provenienti da banche, investitori istituzionali e privati, sono passati tra il 1990 e il 1996 da 50 a 240 miliardi di dollari annui.

A metà del 1997, la somma dei debiti esteri di otto economie emergenti dell'Asia, incluse quelle di Hong Kong, Singapore e Cina, ammontava a 900 miliardi di dollari, circa il 40 per cento del prodotto lordo dell'area; la scadenza per circa due terzi della consistenza totale non superava l'anno.

La crisi che ha colpito in particolare cinque paesi, Thailandia, Indonesia, Malesia, Filippine e Corea del Sud, è da ricondurre fondamentalmente al persistere di disavanzi elevati delle bilance dei pagamenti correnti, compresi fra il 3 e il 6 per cento del prodotto ogni anno, e al conseguente rapido accumulo di debito estero.

In questi paesi la situazione dei conti pubblici è in genere non lontana dal pareggio e il debito pubblico è limitato. Gli squilibri sono riconducibili a un eccesso di spesa per investimenti privati e pubblici, sul pur elevato tasso di risparmio. I ritorni degli investimenti

non sempre sono adeguati, in termini di redditività e di flussi di esportazioni, anche per inefficienze nell'allocazione del credito. Un deterioramento della competitività esterna è derivato dalla svalutazione del 40 per cento della moneta cinese nel 1994.

La crescente dipendenza delle imprese dal debito estero, prevalentemente denominato in dollari, la composizione sbilanciata verso il breve termine dello stesso debito, le carenze nell'azione di vigilanza sugli intermediari creditizi hanno reso più fragile la struttura dei sistemi finanziari. Hanno influito negativamente gli incerti andamenti dell'economia e della finanza giapponesi.

La crisi si è innescata e si è diffusa allorché è divenuta netta negli operatori la percezione della difficoltà di sostenere il tasso di cambio, di fronte al persistente, forte apprezzamento del dollaro e alle aspettative di aumento dei tassi di interesse negli Stati Uniti. Si profilavano gravi perdite per le imprese; si ridimensionavano le prospettive di crescita, con ulteriori riflessi negativi sulle borse.

Sorprende, anche in questa crisi, la rapidità del mutamento di opinione degli investitori; rivela una formazione delle aspettative che sembra dipendere dagli andamenti soltanto di breve periodo delle variabili macroeconomiche e dagli atteggiamenti assunti da altri operatori. Il carattere estrapolativo delle aspettative esaspera le oscillazioni nei cambi e nei valori dei titoli.

È mancata ancora una volta una ponderata analisi delle condizioni di fondo di ogni economia. La brevità della scadenza media del debito denotava, invero, incertezze da parte degli operatori circa le prospettive di più lungo periodo; nondimeno, fino alla metà del 1997 è rimasto cospicuo l'afflusso di capitali nell'area.

Nonostante gli interventi organizzati dal Fondo monetario internazionale, la crisi si è accentuata in dicembre e nei primi giorni del nuovo anno. La caduta dei valori di borsa e il deprezzamento dei tassi di cambio con il dollaro hanno raggiunto in media per i cinque paesi rispettivamente il 40 e il 50 per cento in confronto ai livelli dei primi mesi del 1997; in dollari, i valori delle azioni si sono ridotti a meno di un terzo

di quelli iniziali. Sono stati coinvolti nella crisi, soprattutto della borsa, anche i mercati di Singapore, Taiwan, Hong Kong.

Gli andamenti dei mercati e il peggioramento delle prospettive delle economie dei paesi in crisi hanno retroagito negativamente sul già difficile equilibrio del mercato dei capitali e sulla qualità degli attivi del sistema bancario del Giappone.

L'economia cinese non è stata coinvolta nella crisi per la sua iniziale, forte competitività, per il basso grado di finanziarizzazione, per il privilegio accordato agli investimenti diretti di capitale estero rispetto a quelli puramente finanziari.

Il volume di finanziamenti mobilitati dal Fondo monetario, dagli altri organismi internazionali e dai paesi impegnati a fronteggiare la crisi non trova riscontro nelle esperienze del passato. Sono state chiamate a concorrere, a obiettivi diversi dalle rispettive finalità istituzionali, la Banca mondiale e la Banca asiatica di sviluppo. Gli interventi effettuati o previsti sono complessivamente pari a circa 110 miliardi di dollari.

Un contributo a contenere gli effetti della crisi dovrà provenire dall'impegno delle banche, attraverso la conferma dei finanziamenti in essere.

L'intensità della crisi, le temute ripercussioni sistemiche hanno dato luogo a una concitazione nella sequenza degli interventi e delle decisioni che sembra denotare una inadeguatezza dell'attuale assetto della cooperazione internazionale di fronte alle sfide poste dalla globalizzazione dei mercati.

2. La congiuntura monetaria internazionale

Sullo sfondo della crisi asiatica permane il problema dell'incerto andamento dell'economia giapponese e dell'onere eccessivo affidato in questo contesto alla politica monetaria.

Si tratta di una situazione ereditata dalla crisi messicana dei primi mesi del 1995, che aveva inizialmente condotto a una rivalutazione abnorme della moneta giapponese e al timore di uno scivolamento prolungato della moneta americana.

In Giappone l'abbattimento dei tassi di interesse in prossimità dello zero provocava nella seconda metà del 1995 un ridimensionamento del cambio effettivo dello yen dell'ordine del 20 per cento. Non ne traeva sufficiente beneficio l'economia in termini di crescita, mentre si acuiva lo squilibrio costituito dalla forte posizione creditoria del paese nei confronti dell'estero. La debolezza del cambio si trasferiva in parte sulle quotazioni azionarie, contribuendo alla restrizione del credito bancario all'interno.

La politica di bilancio, anche dopo il recente annuncio di una limitata riduzione del carico fiscale, rimane orientata, secondo obiettivi peraltro condivisibili, ad abbattere il debito in un'ottica di lungo periodo. È prevista un'ulteriore riduzione del disavanzo anche nel 1998; non sembrano sufficientemente presenti preoccupazioni per le implicazioni deflazionistiche nel breve termine.

Il pacchetto di interventi, in corso di approvazione da parte del Parlamento, prevede una limitata azione di stimolo della domanda interna, basata su sgravi fiscali, dell'ordine di mezzo punto percentuale del prodotto; include anche un piano di sostegno e salvataggio del sistema finanziario e bancario di dimensioni imponenti: circa 240 miliardi di dollari, il 6 per cento del prodotto lordo del paese.

Il prolungato indirizzo espansivo della politica monetaria giapponese, in particolare dalla primavera del 1995, ha accresciuto fortemente l'offerta e ha abbassato il costo dei finanziamenti in yen. È aumentato in misura notevole il credito fornito ai mercati internazionali dalle banche giapponesi; le loro passività verso l'estero si sono ridotte notevolmente; la posizione netta delle banche è divenuta attiva per importi considerevoli.

L'espansione del credito da parte del sistema bancario giapponese si è realizzata in un contesto in cui permane un ampio disavanzo corrente verso l'estero dell'economia statunitense, attualmente pari a circa 180 miliardi di dollari annui, al quale si aggiungono deflussi elevati e persistenti di investimenti diretti all'estero da parte di imprese statunitensi. In una situazione caratterizzata, in gran parte dei paesi industriali, da una congiuntura produttiva relativamente debole è stata resa più facile la copertura degli squilibri esterni delle economie in crisi.

In un contesto di inflazione, effettiva e attesa, contenuta, l'offerta di moneta a tassi di interesse molto bassi si è riflessa sui rendimenti a lungo termine, sia in Giappone sia negli altri principali mercati. I rendimenti dei titoli giapponesi a lungo termine sono discesi nel 1997 al 2,1 per cento. Gli investimenti all'estero di portafoglio da parte di operatori giapponesi erano stati pari a oltre 80 miliardi di dollari nel 1994 e nel 1995, raddoppiandosi rispetto agli anni precedenti; sono ancora cresciuti nel 1996 e nella prima parte del 1997; circa un quinto di essi si è diretto in via immediata verso il mercato statunitense.

Gli investimenti in titoli americani, provenienti da tutti i mercati, sono stati pari a oltre 300 miliardi di dollari nel 1996, con un aumento del 50 per cento rispetto al 1994 e al 1995; essi sono più che raddoppiati rispetto a tre anni prima; i disinvestimenti sono annualmente dell'ordine di 100 miliardi. I rendimenti dei titoli decennali negli Stati Uniti sono discesi dal 6,4 per cento nel 1996 al 5,8 alla fine del 1997.

Anche il sistema finanziario europeo ha fruito di investimenti di portafoglio dall'estero fortemente cresciuti nel 1996 e nel 1997 rispetto agli anni precedenti. In Germania sono affluiti nel 1996 oltre 200 miliardi di dollari, rispetto a 125 nel 1995 e a 76 nel 1994. I rendimenti dei titoli a medio termine sono diminuiti nel corso del 1997 più rapidamente di quelli statunitensi, fino al 5,3 per cento.

L'abbondanza di liquidità nel mercato internazionale sembra ripetere, per alcuni aspetti, la situazione che ha caratterizzato i primi anni novanta, fino all'inizio del 1994, a seguito della prolungata espansione monetaria negli Stati Uniti. I tassi a breve furono mantenuti dalla Riserva Federale per quasi due anni in prossimità del 3 per cento. I rendimenti dei titoli a medio e a lungo termine sui principali mercati si ridussero in quella congiuntura, progressivamente e notevolmente, fino agli ultimi mesi del 1993; per i titoli decennali del Tesoro americano passarono dal 7 per cento circa all'inizio del 1992 a valori di poco superiori al 5 nell'ottobre dell'anno seguente; i tassi dei titoli tedeschi scesero dall'8 per cento a meno del 6 alla fine del 1993. I rendimenti dei titoli decennali del Tesoro italiano da valori superiori al 14 per cento nell'autunno del 1992, dopo punte del 15 durante la crisi del Sistema monetario europeo, si ridussero nei primi mesi del 1994 al di sotto del 9.

Dal febbraio del 1994, in connessione con il mutato orientamento della politica monetaria degli Stati Uniti, tutti i tassi di interesse risalarono rapidamente; i corsi dei titoli ridiscesero ai livelli di due anni prima.

Dopo la crisi messicana, dalla primavera del 1995, i rendimenti a medio termine sui principali mercati hanno fatto di nuovo registrare una graduale, ma prolungata, flessione. Con l'eccezione dell'Italia e della Spagna, durante il 1997 la politica monetaria si è fatta moderatamente più restrittiva in tutti i paesi industriali. Le ulteriori spinte al rialzo dei tassi di interesse trovano ora un freno nella necessità di favorire il rientro della crisi asiatica e nelle attese di rallentamento dell'economia americana.

I fondi che hanno abbandonato le economie asiatiche si sono riversati sui mercati finanziari dei paesi industriali, prevalentemente su quello americano, sostenendo i corsi dei titoli azionari e obbligazionari e il cambio del dollaro.

La moneta giapponese è risultata costantemente debole, ma al di fuori dell'area asiatica l'assetto dei cambi è rimasto nel complesso ordinato.

Più volte nel corso degli anni novanta il governo giapponese ha annunciato piani di espansione fiscale che, pur di dimensioni ingenti, per la loro composizione, per la natura temporanea degli interventi, per l'incompleta attuazione, hanno prodotto effetti limitati, nell'entità e nel tempo, sull'andamento di quella economia. L'economia giapponese appare dominata da aspettative negative nel medio e lungo termine connesse con l'invecchiamento prospettico della popolazione. La forte caduta delle quotazioni immobiliari e dei valori delle azioni all'inizio del decennio aveva generato difficoltà al sistema bancario, aggravate ora dalla crisi della Corea e dei paesi del Sud-Est asiatico, che con il Giappone mantengono stretti vincoli commerciali, finanziari e imprenditoriali.

La via d'uscita, date le dimensioni dell'economia giapponese, la sua forza in termini di capacità produttiva e di risparmio, effettivo e potenziale, appare necessariamente essere quella di un rilancio efficace della domanda interna. La politica monetaria, con tassi di interesse prossimi allo zero, sembra aver esaurito qualsiasi capacità di spinta.

Il piano ora in discussione, ove approvato dal Parlamento nella sua interezza, risulta di dimensioni adeguate per quanto riguarda il risanamento del sistema finanziario. Ancora limitato si rivela invece lo stimolo all'attività economica. Interventi di bilancio più decisi, eventualmente su orizzonti temporali non lunghi, potrebbero migliorare le prospettive di crescita del Giappone senza implicazioni negative di lungo termine per gli stessi conti pubblici.

I livelli raggiunti dai valori azionari nelle economie in crisi, i piani di stabilizzazione decisi per alcune di esse con l'appoggio del Fondo monetario possono riaprire prospettive per convenienti investimenti.

Nella fase attuale, l'economia internazionale presenta rischi di instabilità sistemiche, con conseguenti generalizzati effetti deflazionistici. Gli investimenti di portafoglio su base internazionale sono stati nel corso degli ultimi anni di dimensioni storicamente mai sperimentate; è necessario almeno monitorarli, in qualche misura governarli.

Una ripresa della domanda interna e un miglioramento delle prospettive di sviluppo del Giappone ne sosterebbero anche la moneta; avrebbero benefici diretti sull'area asiatica e indiretti sull'economia mondiale. Si pone con sempre maggiore urgenza la necessità di una nuova visione d'insieme di questi problemi, adeguata alla configurazione assunta dai mercati globali e dal sistema monetario internazionale.

3. L'Europa nel mercato globale

I mercati europei sono sempre più integrati nella finanza internazionale.

Il grado di apertura dei sistemi finanziari italiano e francese è fortemente cresciuto nel corso degli anni novanta. La Germania svolge da tempo un ruolo di rilievo sui mercati internazionali; è nel contempo aumentata costantemente negli ultimi anni la quota dei finanziamenti provenienti dall'estero: tende a ridursi il forte attivo della posizione patrimoniale accumulato soprattutto negli anni ottanta. Il grado di internazionalizzazione del Regno Unito rimane molto elevato, riflettendo la presenza della maggiore piazza finanziaria mondiale.

L'attuale congiuntura monetaria ha interessato in misura significativa tutti i mercati dell'Europa continentale. Notevoli investimenti di portafoglio sono affluiti nell'ultimo triennio in Germania, in Francia, in Italia e nei paesi minori. La riduzione dei rendimenti a lungo termine, verificatasi in parallelo su tutti i mercati, ha riflesso la stabilità dei prezzi e la riduzione dei disavanzi pubblici all'interno del sistema europeo; in via più immediata è la conseguenza dei notevoli afflussi di fondi che dall'estero si sono riversati su tutti i mercati.

Le politiche debbono essere volte a rendere permanenti, nell'Unione europea, investimenti finanziari che in molti casi possono avere carattere temporaneo. È fonte di preoccupazione il limitato afflusso, in alcuni paesi dell'Europa continentale, degli investimenti diretti e il corrispondente ampliarsi di quelli effettuati al di fuori dell'area. Si avverte l'esigenza di ricercare condizioni di competitività e di profittabilità nei sistemi produttivi in grado di attrarre permanentemente fondi dagli investitori internazionali.

Il livello di competitività dell'industria finanziaria dell'Europa continentale è relativamente non elevato. I costi sono alti; scarsa è ancora la qualità dei servizi offerti. La ristrettezza dei mercati, la debolezza cronica di alcune monete hanno svolto un ruolo di freno allo sviluppo di una più moderna attività finanziaria, atta a competere sul mercato globale.

La bilancia dei pagamenti correnti dell'Unione europea nel 1996 è stata attiva per 86 miliardi di dollari, l'1 per cento del prodotto interno lordo. Dal 1990 i saldi dei conti con l'estero dei paesi dell'Unione hanno avuto segni alterni in un contesto di rapida espansione dell'economia mondiale e di moderato sviluppo della domanda interna dell'area.

La limitata crescita della produzione, la diminuzione costante del numero degli addetti all'industria, l'aumento della disoccupazione rivelano una situazione di scarsa competitività nei confronti del resto del mondo. Più rigidi sono nell'Europa continentale gli assetti dei mercati dei beni e soprattutto di quello del lavoro; il costo del lavoro per unità di prodotto nell'industria è comparabile con quello degli Stati Uniti e con quello del Giappone, ma estremamente più elevato di quello dei paesi di nuova industrializza-

zione, dell'Asia, dell'America Latina, dell'Europa orientale. Il carico fiscale complessivo, e in particolare quello sul lavoro dipendente, è alto.

La tendenza demografica all'invecchiamento altererà profondamente nei prossimi decenni la proporzione tra attivi e inattivi. La modesta crescita influisce negativamente sulla propensione all'investimento.

La prospettiva della realizzazione dell'Unione economica e monetaria ha imposto ai paesi europei un'azione incisiva di risanamento delle finanze pubbliche. Lo sforzo per correggere i disavanzi di bilancio è stato in gran parte compiuto. È stato riconquistato un alto grado di stabilità monetaria. In più di un caso, tuttavia, è ancora aumentato il carico fiscale.

La stabilità della moneta è l'obiettivo principe dell'unificazione; è volto a creare le condizioni favorevoli per gli investimenti e lo sviluppo.

I parametri relativi al disavanzo e al livello del debito stanno svolgendo un ruolo fondamentale ai fini della stabilità monetaria nell'area; sono stati tuttavia concepiti in un contesto nel quale non erano ancora sufficientemente evidenti le implicazioni della globalizzazione commerciale e finanziaria; è necessario mirare anche a una riduzione del peso sull'economia di alcune componenti della finanza pubblica e della pressione fiscale e contributiva.

Una ricerca della competitività dell'area attraverso mutamenti del livello del cambio contrasterebbe con l'obiettivo della stabilità monetaria. La competitività riflette in primo luogo la quota delle risorse che direttamente, attraverso le retribuzioni, e indirettamente, attraverso alcune componenti della spesa pubblica, vengono assorbite dal fattore lavoro. La competitività va allora ricercata in un costo del lavoro, in una flessibilità delle sue condizioni di impiego, in un livello dei carichi fiscali diretti e indiretti adeguati alla nuova, maggiore apertura internazionale del mercato dei beni e dei servizi e soprattutto della finanza.

L'ampliamento della dimensione del mercato dei capitali e una sua più sviluppata articolazione possono contribuire in misura determinante alla stabilità della moneta e in definitiva alla prosperità dell'economia.

La posizione finanziaria complessiva dell'economia europea nei confronti del resto del mondo è attiva. La formazione di un unico mercato finanziario europeo privo di segmentazioni valutarie, in un contesto di stabilità dei prezzi e di maggiore competitività, offrirà spazi rilevanti di crescita per il volume delle emissioni e delle contrattazioni di titoli obbligazionari privati e azionari, per lo sviluppo delle connesse attività di supporto dei mercati dei capitali, a beneficio delle imprese e dell'attività economica, a sostegno della loro proiezione sui mercati mondiali.

In prospettiva tenderà a delinearci ancora più nettamente la suddivisione del sistema monetario internazionale in tre grandi blocchi: quello del dollaro, quello dello yen e quello della moneta europea. Le valute minori tenderanno a raggrupparsi intorno, a riferirsi, alle tre di maggiore importanza.

La forza di ciascuna moneta dipenderà dalla credibilità delle politiche monetarie. Sul fondo tenderà di nuovo a emergere la rilevanza della produttività e della competitività dell'economia reale. È necessario prevedere una ricomposizione nel medio termine del valore aggiunto dell'area a scapito delle industrie più tradizionali, a favore di servizi più avanzati e, tra questi, anche in via più immediata, di quelli finanziari.

Si aprono prospettive importanti che gli operatori italiani ed europei debbono saper cogliere, adeguando visioni e professionalità, valutando correttamente, secondo più avanzati e completi modelli, i relativi rischi.

4. L'Italia

L'Italia ha chiuso il 1997 con un ulteriore attivo della bilancia dei pagamenti correnti, dell'ordine di 60.000 miliardi di lire, poco più del 3 per cento del prodotto interno lordo.

Sul finire dello scorso anno la posizione patrimoniale complessiva nei confronti dell'estero è tornata in prossimità dell'equilibrio; a un passivo dello Stato verso non residenti di circa 470.000 miliardi, costituito in gran parte da titoli a breve e a medio termine in lire acquisiti sul mercato italiano e per un quinto da titoli in valuta emessi all'estero, si contrapponevano

un attivo netto di oltre 350.000 miliardi del settore privato non bancario, circa 100.000 miliardi di attivo della Banca d'Italia, attivi netti per cifre più limitate delle banche e di altri operatori.

La Banca d'Italia detiene uno *stock* di riserve auree pari a 2.500 tonnellate; si aggiunge la posizione verso l'estero della Banca centrale passata da 51.000 miliardi alla fine del 1995 a 96.000 miliardi nel dicembre dello scorso anno.

Le imprese e le famiglie italiane hanno trasformato in attività finanziarie sull'estero i cospicui *surplus* di parte corrente della bilancia dei pagamenti; hanno inizialmente rimborsato i debiti in valuta contratti negli anni precedenti; successivamente hanno ampliato gli investimenti all'estero. La loro posizione complessiva in valuta, prossima all'equilibrio a fine 1993, era salita a un attivo di più di 200.000 miliardi nel settembre dello scorso anno.

Le esportazioni di capitali sotto forma di investimenti di portafoglio sono passate, in media, da 4.500 miliardi al mese nel corso del 1996 a circa 9.000 durante il 1997. Esse riflettono una propensione alla diversificazione dei portafogli, alla ricerca di una migliore combinazione tra rischio e rendimento, che ha carattere strutturale, destinata a intensificarsi nei prossimi anni. Veicolo di questi deflussi sono sempre più intermediari italiani ed esteri specializzati nella gestione del risparmio.

Nonostante l'ampio volume di esportazioni di capitali, l'offerta netta di valuta contro lire nel 1997 è rimasta largamente positiva, permettendo il ricordato accrescimento, a tassi di cambio stabili, delle riserve di divise estere della Banca d'Italia.

L'offerta di valuta è derivata, oltre che dal *surplus* commerciale, dall'elevato volume di investimenti finanziari sul nostro mercato provenienti da operatori istituzionali, da banche e da operatori privati. Rispondendo al miglioramento delle condizioni interne e all'abbondanza di liquidità internazionale, gli operatori esteri anche nel 1997 hanno effettuato ingenti investimenti di portafoglio in Italia: 118.000 miliardi, valore non discosto da quello dell'anno precedente; in relazione al più favorevole clima di fiducia, nel contempo, hanno fortemente ridotto la quota delle operazioni finanziate in lire a copertura del rischio di cambio.

Gli acquisti netti di titoli pubblici da parte di operatori esteri hanno ampiamente superato le emissioni. La riconquistata credibilità del nostro sistema, le prospettive di risanamento della finanza pubblica, la bassa inflazione, la tendenza crescente dei corsi hanno incoraggiato gli investimenti e accentuato la discesa dei rendimenti dei titoli a medio e a lungo termine, ora prossimi a quelli prevalenti sui mercati a moneta più stabile.

I risparmiatori italiani hanno indirizzato in misura preponderante i loro investimenti verso le varie forme di risparmio gestito; hanno accresciuto attraverso questo canale gli acquisti di attività estere e di azioni italiane. Si possono porre al riguardo problemi circa il grado di rischio talora inconsapevolmente assunto da famiglie e imprese in questa mutata configurazione dei loro portafogli. La riduzione nei rendimenti dei titoli pubblici e la minore liquidità dei nuovi strumenti hanno accresciuto anche la domanda di moneta, in particolare di depositi bancari in conto corrente.

Il clima di fiducia che ha dominato i mercati si è riflesso anche nel fortissimo apprezzamento dei valori delle azioni, proseguito dopo lo scoppio della crisi asiatica. La situazione finanziaria ha favorito operazioni di grande rilievo di privatizzazione di banche pubbliche, insieme alla loro ricapitalizzazione, secondo schemi da noi più volte suggeriti.

La congiuntura è rimasta debole nella prima parte dell'anno, come avevamo già indicato alla fine del 1996 e all'inizio del 1997. La crescita del prodotto lordo, dopo il deludente risultato dello 0,7 per cento del 1996, si sarebbe ancora situata nel 1997 poco al di sopra dell'1 per cento. I provvedimenti di incentivazione all'acquisto di beni durevoli hanno risollevato la congiuntura, nonostante l'ulteriore restrizione della politica di bilancio, permettendo un risultato annuo valutabile in prossimità dell'1,5 per cento.

Ha mostrato segni di ripresa l'attività di investimento in impianti e macchinari, rispondendo anche a una favorevole congiuntura europea, mentre ha continuato a ristagnare l'attività nel settore delle costruzioni.

Non migliora però, anzi tende a peggiorare ulteriormente nelle regioni più depresse, la situazione

dell'occupazione. Rimane esitante l'espansione dei consumi, riflettendo anche il limitato aumento del reddito delle famiglie.

La politica monetaria è rimasta fermamente orientata a stabilizzare l'inflazione.

La crescita dei prezzi al consumo è discesa al di sotto dell'1,5 per cento al netto della componente stagionale e in ragione d'anno dalla seconda metà del 1996, rimanendo su questo livello fino all'estate dello scorso anno. Dal quarto trimestre del 1997 si è riportata intorno al 2 per cento; l'andamento ha riflesso quello registrato dal secondo trimestre dai prezzi alla produzione.

Le aspettative di inflazione hanno segnato un continuo ridimensionamento; esse si collocano ora sul 2 per cento per il 1998 e per il 1999.

La riduzione dei tassi di interesse ufficiali dalla metà del 1996 è stata graduata in funzione degli andamenti effettivi e attesi dell'inflazione, delle prospettive di risanamento della finanza pubblica, premessa di un ritorno definitivo alla stabilità, con costante attenzione alle modifiche dei portafogli dei residenti e agli afflussi di fondi dall'estero.

Abbiamo mantenuto il tasso di cambio coerente con la parità centrale, senza necessità di interventi a sostegno nei momenti di tensione di origine internazionale o connessi con avvenimenti politici interni.

La riduzione dei tassi di interesse, di sconto e anticipazione, decisa alla fine dello scorso anno contribuisce a sostenere una congiuntura che, trainata anche dal buon andamento del commercio estero, potrà agevolare l'attività di investimento. L'espansione del prodotto interno lordo nel corso del 1998 potrà essere superiore al 2 per cento.

La situazione del Paese presenta difficoltà che debbono essere superate, ponendo le premesse per miglioramenti futuri; sono necessari comportamenti, politiche atti a far sì che la disponibilità di risparmio sia utilizzata per un rafforzamento dell'attività di investimento produttivo all'interno. Nel corso dell'ultimo quinquennio sono fortemente cresciuti gli investimenti diretti effettuati dalle imprese italiane all'estero; sono rimasti invece pressoché stazionari i flussi in entrata: il saldo è risultato negativo per 30.000 miliardi.

La ricerca di profitti più elevati in un clima di ritrovata fiducia nella stabilità e nella crescita potrà volgersi all'ampliamento della scala di produzione e degli investimenti, in prospettiva dell'occupazione.

È necessario che rimanga assai moderata la dinamica del costo del lavoro, consentendone la riduzione per unità di prodotto; che non si accentuino le sia pur lievi tensioni sui prezzi, in primo luogo di quelli alla produzione.

I progressi compiuti nel riequilibrio dei conti pubblici nel corso del 1997 sono stati rilevanti. Sulla base dei dati finora disponibili, l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche, in rapporto al prodotto, dovrebbe essere contenuto entro il 3 per cento. Sono state avviate riforme per accrescere la funzionalità della pubblica Amministrazione e per razionalizzare la struttura del sistema impositivo. Sono stati apportati tagli ad alcune spese, ridotti i trasferimenti agli enti decentrati.

Occorre ora consolidare, attraverso interventi di natura strutturale, i risultati raggiunti. L'efficienza dei servizi pubblici, a sostegno dell'attività produttiva, deve essere migliorata.

Si pone in piena evidenza la necessità di modalità flessibili di impiego del fattore lavoro che ne aumentino la produttività. È necessario un abbattimento del costo del lavoro per unità di prodotto nelle regioni economicamente più arretrate, dove sono alte e crescenti la disoccupazione giovanile e la dimensione dell'economia sommersa, dove la partecipazione alle forze di lavoro della popolazione è bassissima, soprattutto di quella femminile. Occorre eliminare le rigidità nei rapporti economici tra datori di lavoro e dipendenti, che impediscono alle retribuzioni e alle altre condizioni contrattuali di adeguarsi alla produttività e alla domanda di lavoro. Il livello eccessivo dei costi del lavoro crea aree di lavoro grigio; impedisce alla maggioranza dei giovani di entrare in un processo produttivo regolare; unitamente alla gravosità del carico fiscale, dà luogo a evasioni di entità abnorme.

Sempre più viene rilevata la carenza di domanda effettiva. La debolezza degli investimenti è fenomeno presente in tutte le economie europee; è alla base della riduzione del numero degli occupati in alcuni settori e della crescente disoccupazione. È grave nelle regio-

ni più depresse, in quelle del nostro Mezzogiorno in particolare; la caduta degli investimenti privati e pubblici sta incidendo negativamente, insieme ai costi del lavoro, sulla struttura economica e produttiva. Politiche attive risultano indispensabili per un ritorno a tassi di investimento più elevati. Un minor costo del lavoro per unità di prodotto e un aumento della competitività creano un ambiente favorevole per il rilancio degli investimenti.

In altre sedi ci siamo soffermati a lungo sulla disponibilità potenziale ed effettiva di risparmio privato nel nostro Paese. Abbiamo tentato di mostrare che un maggiore livello di attività economica, una più alta crescita, in un contesto di stabilità monetaria e salariale, conducono a un più rapido e duraturo risanamento dei conti pubblici.

La stabilità dei prezzi, che abbiamo riconquistato con un'azione monetaria talora necessariamente dura, deve trovare sostegno in una economia reale competitiva e in espansione.

Con una politica coerente iniziata nell'estate del 1994 abbiamo ricondotto il tasso di inflazione in linea con quello dei principali paesi industriali. La moderazione salariale, la drastica riduzione nel 1997 del fabbisogno del Tesoro e il rallentamento dei prezzi sui mercati internazionali hanno contribuito efficacemente al contenimento dell'inflazione; ne è disceso l'abbassamento dei tassi di interesse a lungo termine. Questi risultati ottenuti attraverso un impegno di lunga lena hanno fornito un contributo fondamentale alla convergenza della nostra economia verso quelle dell'Europa con più consolidata tradizione di stabilità.

I prossimi mesi, prima delle decisioni connesse con l'avvio dell'Unione monetaria, ma anche la seconda parte dell'anno, si presentano con caratteristiche di particolare delicatezza per tutto il sistema dei cambi europeo. In tale contesto la nostra politica monetaria, mentre continuerà a garantire il contenimento delle aspettative di prezzo di medio periodo, è volta con più attenzione alla stabilità del cambio.

Se i comportamenti saranno coerenti, l'Italia potrà mantenere nel tempo la posizione che ha faticosamente riconquistato nel consesso internazionale, a beneficio della presente generazione e di quelle future.

La Banca d'Italia e il Sistema europeo di banche centrali La convergenza legale

*Audizione di Antonio Fazio, Governatore della Banca d'Italia,
innanzi alla Commissione Tesoro, Bilancio e Programmazione
della Camera dei Deputati*

Roma, 12 febbraio 1998

I risultati conseguiti dall'economia italiana nel corso degli ultimi cinque anni sono da ricondurre all'operare congiunto delle politiche di bilancio e monetaria e alla moderazione salariale.

Tra la fine del 1992 e l'inizio del 1993 l'orientamento restrittivo della politica monetaria evitava che le aspettative di aumento dei prezzi, innescate dalla perdita di valore esterno della nostra moneta e dal brusco mutamento nel regime del cambio, si riflettessero sull'inflazione effettiva. A questo risultato contribuivano in misura sostanziale la bassa crescita dei salari e provvedimenti di bilancio che si estendevano all'assetto strutturale dei principali comparti di spesa.

Le condizioni dell'economia italiana tornavano a farsi difficili nel corso del 1994; il fabbisogno statale tendeva a eccedere gli obiettivi; la domanda aumentava rapidamente; ne discendevano pressioni inflazionistiche. Nel dicembre del 1994 e nei primi mesi del 1995 fattori politici interni e i riflessi della crisi del Messico sui mercati valutari e finanziari aggravavano la situazione. I tassi ufficiali venivano aumentati in tre occasioni: nell'agosto del 1994, al primo manifestarsi delle tensioni sui prezzi; nel febbraio del 1995, in concomitanza con la manovra aggiuntiva di bilancio; nel maggio dello stesso anno, al profilarsi di dubbi sul rientro dell'inflazione.

La restrizione monetaria, i provvedimenti di bilancio dei primi mesi del 1995, la stabilizzazione del cambio influivano positivamente sulle aspettative di aumento dei prezzi e sui tassi di interesse a lungo termine.

La politica monetaria manteneva un orientamento restrittivo nel corso di tutto l'anno 1995 e nella pri-

ma metà del 1996, con l'obiettivo di abbattere le aspettative di inflazione e di ricondurre il tasso di aumento dei prezzi in linea con quello prevalente nei maggiori paesi industriali.

Dal luglio del 1996 iniziava la fase di discesa dei tassi ufficiali. La riduzione è stata prudente, graduata soprattutto in relazione ai progressi che si manifestavano nell'inflazione attesa ed effettiva. Questo orientamento ha indotto un afflusso costante di fondi dall'estero per acquisti di titoli pubblici; essi, compensando le cospicue uscite di capitali italiani determinate dall'esigenza di diversificare la composizione dei portafogli, favorivano la stabilità del cambio della lira.

I progressi compiuti consentivano nel novembre del 1996 alla nostra moneta di rientrare all'interno del meccanismo di cambio del Sistema monetario europeo.

La cautela seguita nell'allentamento delle condizioni monetarie ha permesso, nel corso del 1997, ai mercati finanziari e valutari del nostro Paese di non risentire, se non marginalmente, delle tensioni che si sono manifestate a livello internazionale in connessione con la crisi dell'Est dell'Asia e con vicende relative ad altri importanti paesi europei e infine di quelle riconducibili ad avvenimenti politici interni.

Oggi le riserve della Banca centrale sono costituite da oltre 2.500 tonnellate di oro e da attività verso l'estero pari, al netto dei pronti contro termine, a 82.000 miliardi, a fronte di 6.000 nel 1992. Alla base della solidità della nostra moneta si trova la riconquistata posizione di pareggio tra attività e passività dell'Italia nei confronti dell'estero.

Alla fine del 1992 l'Italia aveva crediti sull'estero per 600.000 miliardi di lire e debiti per 770.000. Il debito netto pari a 170.000 miliardi raggiungeva l'11 per cento del prodotto interno lordo. Grazie ai ripetuti avanzi di parte corrente della bilancia dei pagamenti, alla fine del 1997 la posizione patrimoniale complessiva dell'Italia nei confronti dell'estero è tornata sostanzialmente in equilibrio.

A settembre dello scorso anno, a fronte di debiti dello Stato, costituiti in gran parte da titoli pubblici in mano a non residenti, pari a circa 470.000 miliardi, vi erano crediti netti sull'estero per oltre 350.000 miliardi del settore privato non bancario, l'attivo della Banca d'Italia pari a circa 100.000 miliardi, attivi netti di banche e di altri operatori di importo limitato.

La Banca d'Italia e il Sistema europeo di banche centrali

È stato concordato in sede europea che le decisioni circa l'avvio dell'Unione monetaria - in particolare quelle relative ai paesi che parteciperanno all'area della moneta unica - vengano assunte nei primi giorni del prossimo mese di maggio.

Con l'introduzione della moneta unica la conduzione della politica monetaria verrà trasferita al Sistema europeo di banche centrali, costituito dagli istituti di emissione di tutti i paesi partecipanti e dalla Banca centrale europea.

Il Trattato che istituisce la Comunità europea, come emendato a Maastricht, descrive a grandi linee i profili organizzativi interni del nuovo Sistema. Su questi aspetti si è concentrato il lavoro di preparazione successivo al Trattato svolto nell'ambito dell'Istituto monetario europeo.

Alle banche centrali nazionali verrà affidata la realizzazione in ogni paese della politica monetaria decisa a livello comunitario.

Rimangono di competenza delle banche centrali dei paesi partecipanti tutte le funzioni loro affidate dalle legislazioni nazionali; in Italia, in particolare quelle in materia di vigilanza bancaria e creditizia, di supervisione dei mercati, di tutela della concorrenza

sul mercato del credito e, congiuntamente con la Banca centrale europea, di sorveglianza sui sistemi di pagamento.

L'esperienza delle crisi sistemiche che hanno interessato mercati esteri ha rafforzato la convinzione che la vigilanza bancaria integri la politica monetaria nel determinare condizioni di stabilità sui mercati finanziari e creditizi.

L'obiettivo prioritario della politica monetaria comune è la stabilità dei prezzi. Il mandato, preciso e univoco, assegnato al Sistema europeo di banche centrali sottintende una duplice convinzione da parte degli estensori del Trattato: la stabilità del valore della moneta è un bene pubblico che non ostacola, ma anzi favorisce, una crescita sostenibile dell'economia reale; il mantenimento della stabilità è condizionato, in misura determinante, dall'operare della politica monetaria.

Il Sistema europeo di banche centrali godrà di piena autonomia; fornirà informazioni sistematiche circa la propria azione e ne darà conto alle altre istituzioni comunitarie. La Banca centrale europea dovrà in particolare, ai sensi degli articoli 109b del Trattato e 15 dello Statuto, pubblicare rapporti periodici sull'attività del Sistema, delineando gli indirizzi della politica monetaria, in corso e prospettici. Questi indirizzi potranno essere discussi dal Parlamento europeo; i vertici della Banca centrale europea potranno essere convocati in audizione dalle relative Commissioni competenti.

Dovrà in particolare essere conciliata l'esigenza di "unicità" della politica monetaria con il principio della "sussidiarietà", cui si impronta anche lo Statuto del Sistema europeo di banche centrali, che mira a realizzare il massimo decentramento possibile sul piano operativo.

Più specificamente, si profila una ripartizione di compiti lungo le seguenti linee:

- le funzioni decisionali in materia di politica monetaria, in particolare quelle relative ai tassi di interesse e alle riserve obbligatorie, sono accentrate nella Banca centrale europea. Essa le esercita attraverso il Consiglio direttivo, composto dai Governatori delle banche centrali nazionali e da un Comitato esecutivo composto dal Presidente, dal Vicepresidente e da un massimo di altri quattro

membri. Il Comitato esecutivo curerà, su base continuativa, l'attuazione delle decisioni del Consiglio;

- la gestione operativa della politica monetaria è affidata alle banche centrali nazionali.

Ciascuna banca centrale nazionale avrà quindi due compiti: concorrere, tramite il Governatore che la rappresenta, a determinare le decisioni del Consiglio direttivo; dare attuazione a tali decisioni, entro i confini del proprio paese.

Gli interventi sui mercati, monetari e valutari, saranno attuati di regola dalle banche centrali nazionali.

In tale contesto, la Banca d'Italia continuerà a svolgere tutte le funzioni operative in cui è già impegnata. Le operazioni di regolazione monetaria si svolgeranno con modalità in parte diverse da quelle attuali; a rendere possibili i mutamenti richiesti è finalizzato il testo legislativo oggi all'attenzione del Parlamento.

La convergenza legale

Il Trattato pone agli Stati membri l'obbligo di rendere la propria legislazione, in primo luogo quella che regola le banche centrali nazionali, compatibile con le disposizioni in esso contenute e con lo Statuto del Sistema europeo di banche centrali. In particolare, il Trattato impone agli Stati membri che la propria banca centrale sia indipendente dai governi e da qualsiasi altro organismo politico; le necessarie riforme debbono essere realizzate prima del passaggio alla moneta unica.

Nel quadro generale delineato dal Trattato, l'Istituto monetario europeo e la Commissione hanno svolto un'utile opera di interpretazione e di approfondimento, indicando in maniera puntuale i criteri da seguire nell'adeguamento degli ordinamenti nazionali alla normativa comunitaria, anche in considerazione dell'esigenza che l'applicazione di tale normativa sia uniforme nei diversi paesi dell'Unione europea.

Aspetti qualificanti dell'indipendenza di ogni banca centrale nazionale ai fini della partecipazione del paese alla moneta unica sono:

- il compito di perseguire come obiettivo primario la stabilità dei prezzi;
- la piena autonomia nel governo degli strumenti della politica monetaria, tassi di interesse e aggregati monetari e creditizi, in funzione dell'obiettivo della difesa del valore interno ed esterno della moneta.

Alcune disposizioni previste nello schema di decreto sono volte a rafforzare l'indipendenza della nostra Banca centrale, che in verità, nei suoi aspetti fondamentali è già realizzata nel nostro ordinamento.

Su un piano più elevato si pone la proposta della Commissione Bicamerale intesa a riconoscere alla Banca d'Italia rilevanza costituzionale, sancendone, nell'esercizio delle sue funzioni monetarie e di vigilanza, l'indipendenza e l'autonomia.

L'integrazione nel Sistema europeo di banche centrali viene realizzata raccordando l'applicazione a livello nazionale degli atti relativi ai tassi di interesse ufficiali e alle riserve obbligatorie e alle operazioni sul mercato aperto a quanto deciso nella Banca centrale europea.

È importante sottolineare che, conformemente a quanto previsto dallo Statuto del Sistema europeo di banche centrali, la partecipazione della Banca d'Italia al Sistema non incide sullo svolgimento degli altri compiti che il legislatore nazionale le assegna, in primo luogo quelli di vigilanza bancaria.

Lo schema di decreto legislativo contiene le disposizioni necessarie per assicurare la compatibilità del nostro ordinamento con il Trattato e con lo Statuto del Sistema europeo di banche centrali. Esso, oltre che alle Commissioni parlamentari, è stato sottoposto per il prescritto parere all'Istituto monetario europeo. Le norme che garantiscono l'integrazione della nostra Banca entreranno in vigore per la gran parte al momento dell'adozione della moneta unica.

Lo Statuto della Banca d'Italia sarà modificato in coerenza con il decreto legislativo oggi in esame. Il Consiglio superiore della Banca ha già deliberato in merito alle proposte di modifica, che saranno sottoposte all'approvazione dell'Assemblea straordinaria dei partecipanti, convocata per il prossimo 19 marzo; esse saranno rese compatibili con il testo definitivo del decreto.

Le modifiche dello Statuto della Banca seguiranno quindi la procedura prevista per l'approvazione del Presidente della Repubblica.

* * *

In Italia, la linea di condotta della politica monetaria attuata negli scorsi anni, quella che prevarrà negli anni a venire, è volta a indurre negli operatori, nei lavoratori, negli imprenditori la convinzione che aumenti dei redditi possano essere realizzati unicamente attraverso una espansione dell'attività produttiva.

L'azione monetaria, talora necessariamente dura, ha contribuito fortemente alla convergenza della nostra economia verso quelle dell'Europa con più consolidate tradizioni di stabilità.

Le decisioni che verranno prese dalla Banca centrale europea avranno l'obiettivo di preservare la stabilità dei prezzi.

Le condizioni di competitività e di profittabilità delle nostre imprese, la crescita della produzione, la ripresa dell'occupazione dovranno fare affidamento sempre più e soltanto su politiche del lavoro, salariali, del bilancio pubblico. Queste politiche dovranno infondere nuovo vigore all'investimento produttivo. Lo permette l'ampia disponibilità di risparmio, che attualmente si indirizza in misura significativa verso l'estero.

Il rilancio dell'attività produttiva in Europa nel suo complesso non potrà basarsi su manovre di competitività attuate attraverso il tasso di cambio della moneta comune; ciò contrasterebbe con l'obiettivo prioritario della stabilità della moneta. Questa dovrà fondarsi sulla solidità del sistema produttivo, da ricercare nel ridimensionamento dei bilanci pubblici e della pressione fiscale, nell'espansione dell'attività di investimento, in una maggiore flessibilità nell'impiego dei fattori produttivi. Sono le condizioni indispensabili per il rafforzamento della crescita e per la creazione di nuova occupazione.

INDAGINE CONOSCITIVA SULL'EVOLUZIONE DEL MERCATO MOBILIARE ITALIANO

Testo unico della disciplina in materia di intermediazione finanziaria*Audizione di Pierluigi Ciocca, Vice Direttore Generale della Banca d'Italia**Commissione Finanze della Camera dei Deputati**Roma, 27 gennaio 1998*

Il convincimento della Banca d'Italia riguardo all'articolato proposto dalla Commissione è che esso segna un progresso notevole del nostro ordinamento nella disciplina degli intermediari e dei mercati finanziari. In questi due campi, di primario rilievo per la Banca d'Italia, il Testo unico della Finanza si raccorda al Testo unico della Banca nel comporre una cornice giuridica moderna. Essa permette all'industria bancaria e finanziaria italiana di competere su un piede di parità con quelle degli altri paesi. Attività bancaria e finanziaria come attività d'impresa; apertura internazionale; concorrenza; autoregolamentazione; supervisione non troppo onerosa, attenta ai profili sia di efficienza-stabilità sia di informazione-trasparenza-correttezza: a questi principi - che la Banca d'Italia nell'ultimo decennio ha sottolineato e praticato, movendo da una eredità storica ben diversa - entrambi i testi unici si ispirano. Si configura un mercato regolato di concorrenza: chiave di progresso per le imprese bancarie e finanziarie che sapranno essere profittevoli offrendo servizi di qualità a minimi costi; al tempo stesso, miglior tutela, diretta e indiretta, del risparmio ai sensi dell'art. 47 della Costituzione.

In materia di diritto societario la Commissione ha lavorato in un ambito circoscritto da due circostanze. La prima è insita nella delega stessa che il Governo ha ricevuto, relativa alle società italiane "emittenti titoli sui mercati regolamentati", del nostro o di altro paese dell'Unione europea. La seconda è che, mentre nella banca e nei mercati finanziari il terreno era stato preparato nel corso di oltre un decennio, nel campo delle società di capitali lo scarto fra la realtà e ogni archetipo desiderabile era molto ampio: tanto ampio da indurre a gradualismo, evitando sterili tentativi di far

politica economica, di breve respiro, attraverso una parziale riforma del diritto delle società per azioni.

Ciò induce a riguardare con occhio pragmatico le soluzioni prospettate in quest'ultimo campo. Esse sono nel loro complesso opportune. Segnano un significativo avanzamento nella tutela "del risparmio e degli azionisti di minoranza", come la delega richiede. Sono in linea con gli orientamenti della comunità finanziaria internazionale, raccolti anche attraverso un'apposita indagine condotta di recente dalla Banca d'Italia sulle piazze finanziarie di Londra e di New York. Rispondono a una impostazione di fondo, che la Banca d'Italia condivide e che rende la riforma del diritto societario prospettata dalla Commissione organica, seppure di necessità non completa. Non mancheranno nuove occasioni di confronto sui temi generali del diritto delle società. Anch'esse potranno utilmente muovere dal principio secondo cui concorrenza e contendibilità degli assetti proprietari, autonomia di chi amministra le imprese, tutela di soci e creditori sono obiettivi da perseguire congiuntamente e da ultimo fra loro non contrastanti. Nella legge delega l'accento è posto sul terzo elemento della triade: in particolare, sulla tutela diretta degli azionisti di minoranza attraverso specifici istituti giuridici. Questa precisa indicazione del Parlamento è stata ovviamente recepita dalla Commissione. Una miglior protezione degli azionisti di minoranza risponde a criteri di giustizia distributiva. Amplia altresì il mercato, accentua la concorrenza e la contendibilità degli assetti proprietari, abbassa il costo del capitale. Al tempo stesso, il presupposto fondamentale della tutela dei finanziatori e dei soci di minoranza è nella profittabilità dell'impresa, affidata ad amministratori dotati di au-

onomia in un sistema efficiente anche perché iscritto in mercati finanziari regolati e concorrenziali e imperniato su buone norme di diritto societario.

Le tre parti dell'articolato - mercati finanziari, intermediari finanziari, diritto societario - costituiscono quindi nell'intenzione della Commissione un tutto. Nel diritto societario, anche là dove la lettera e lo spirito della delega hanno portato a norme molto più garantiste delle attuali per le minoranze, vanno considerati i complementi, o temperamenti, a sostegno della contendibilità e dell'autonomia imprenditoriale rinvenibili in altre norme concernenti non solo il diritto societario, ma anche gli intermediari e i mercati finanziari.

Le scelte salienti dell'articolato vengono qui esposte in forma sintetica, rinviando al documento descrittivo consegnato agli atti per una più dettagliata analisi dei mutamenti normativi prospettati.

Disciplina dei mercati

In tema di mercati finanziari il testo unico sancisce e perfeziona le soluzioni profondamente innovative introdotte dal decreto legislativo n. 415/96, che ha recepito la direttiva comunitaria in materia di servizi di investimento.

La concorrenza tra mercati, accentuata dalla cosiddetta globalizzazione finanziaria internazionale e dall'integrazione europea, sollecita il potenziamento dell'imprenditorialità nell'offerta di servizi finanziari qualificati a prezzi competitivi. L'organizzazione della Borsa e dei mercati mobiliari come istituzioni pubbliche viene superata attraverso la costituzione di società a capitale privato deputate a gestire le strutture e dotate di poteri di autoregolamentazione.

È stata realizzata una netta ripartizione tra la gestione dei mercati privatizzati, attribuita agli operatori, e la vigilanza di competenza delle autorità. Le società di gestione della Borsa e degli altri mercati divengono parte attiva nel processo di produzione normativa. Godono di ambiti di autoregolamentazione nelle materie funzionali al loro scopo sociale e della possibilità di svolgere mansioni di vigilanza, proprie o su delega della Consob.

L'autoregolamentazione riguarda in particolare l'ammissione, l'esclusione, la sospensione degli strumenti finanziari e degli operatori dal mercato; le regole di negoziazione; la diffusione di informazioni sugli scambi. Le modalità di esercizio di questi poteri sono indicate nei regolamenti dei mercati, che le società di gestione presentano alle autorità per l'approvazione. Gli organismi pubblici di vigilanza verificano la coerenza dell'autoregolamentazione con i principi generali della supervisione, volti all'integrità dei mercati e alla tutela degli investitori.

Tale schema è in parte già realizzato. La Consob ha approvato il regolamento presentato dalla Borsa S.p.A. per la gestione dei mercati azionario, obbligazionario (MOT), dei derivati sull'indice MIB30 e delle opzioni su singoli titoli. Relativamente ai titoli di Stato, il Ministero del Tesoro - che ha varato un decreto quadro sul funzionamento del mercato - approverà i regolamenti che la MTS S.p.A. e la MIF S.p.A. stanno elaborando per le negoziazioni all'ingrosso e dei derivati. Il coordinamento fra le società di gestione che si sono costituite (Borsa, MTS e MIF) e il riassetto della configurazione dei mercati è in via di definizione. Sta ora agli operatori saper scegliere le soluzioni più idonee, meno costose, più funzionali, competitive.

La supervisione dei mercati regolamentati compete alla Consob, che può financo sostituirsi alle società di gestione dei mercati stessi in casi estremi di necessità e urgenza (art. 88).

Alla Banca d'Italia, anche nella prospettiva della banca centrale unica in Europa, viene formalmente riconosciuta la responsabilità di supervisione sui mercati rilevanti per la politica monetaria: i mercati che la Banca da sempre cura con attenzione e su cui si determina la struttura dei tassi di interesse sulle diverse scadenze. Sono tali attualmente il mercato telematico dei titoli di Stato (MTS) (art. 98) e quello dei fondi interbancari (MID) (art. 112). La centralità per le pubbliche finanze dei mercati "all'ingrosso" dei titoli di Stato assegna al Ministero del Tesoro i poteri di autorizzazione, disciplina e approvazione dei regolamenti.

I nuovi compiti di sorveglianza saranno volti alle condizioni ordinate e alla liquidità negli scambi, all'accesso paritario alle negoziazioni di tutti gli in-

termediari, all'efficienza informativa per una corretta trasmissione degli impulsi della politica monetaria. Nello svolgimento di questa attività l'Istituto si atterrà al principio di minimizzare i costi della regolamentazione, per sé e soprattutto per gli operatori.

La liberalizzazione, che ha già interessato la conduzione quotidiana dei mercati, viene estesa alla gestione accentrata di strumenti finanziari e di titoli di Stato. Oggi essa si impernia sulla Monte Titoli e sul sistema del Conto accentrato titoli di Stato (CAT) presso la Banca d'Italia, che custodiscono rispettivamente 286 mila miliardi di lire di azioni e obbligazioni private e 1,9 milioni di miliardi di titoli di Stato (valori nominali in lire al 31.12.1997). Ciò comporterà il venir meno del monopolio sull'accentramento dei titoli privati, oggi spettante per legge alla Monte Titoli; la dismissione della partecipazione della Banca d'Italia nella società sarà graduale. Al Ministro del Tesoro è altresì conferito il potere di disciplinare la gestione accentrata dei titoli di Stato, ivi compresi i soggetti responsabili e i criteri per lo svolgimento dell'attività.

Alla Banca d'Italia e alla Consob è stata attribuita la vigilanza sulle società di gestione accentrata di strumenti finanziari, con l'obiettivo di "assicurare la trasparenza, l'ordinata prestazione dei servizi, la tutela degli investitori". La possibilità che si realizzi una pluralità di società di gestione in concorrenza tra loro non è peraltro scontata. In prospettiva potrebbe imporsi un legame strutturale tra i due gestori di deposito accentrato (Monte Titoli e CAT), anche in relazione ai collegamenti tra i depositari centrali europei che renderebbero utile la creazione di un "singolo punto nazionale di accesso" per il regolamento delle transazioni internazionali. Per i titoli di Stato, il trasferimento delle procedure necessarie al funzionamento dei conti accentrati richiede tempi che consentano di non vanificare gli investimenti realizzati e di non impoverire la capacità del sistema di offrire un servizio efficiente, rilevante anche ai fini del finanziamento del Tesoro. Non a caso anche altre banche centrali europee (Belgio, Gran Bretagna, Grecia e Spagna) fungono da gestori accentrati per i titoli pubblici.

La definizione dei futuri assetti delle società di gestione accentrata dovrà infine tener conto della

emananda disciplina sulla dematerializzazione degli strumenti finanziari, obbligatoria per i titoli quotati e facoltativa per gli altri. La disciplina verrà emanata nell'ambito delle norme delegate previste dalla legge per l'introduzione dell'euro (n. 433/97). Nelle esperienze internazionali ove la dematerializzazione è stata introdotta per legge è previsto un regime di unicità delle istituzioni di deposito accentrato.

Disciplina degli intermediari

L'esigenza di una revisione normativa è particolarmente sentita nel comparto del risparmio gestito. In forte espansione, esso è interessato da una concorrenza estera potenzialmente agguerrita. Degli oltre 1.300 fondi comuni e comparti di società di investimento a capitale variabile (SICAV) operanti in Italia alla fine del 1997, più della metà fanno capo a soggetti esteri.

La quota delle attività finanziarie delle famiglie italiane amministrata da terzi è salita dal 10 per cento del 1990 al 33 del 1997 (un milione di miliardi di lire, di cui poco più di 1/3 costituito da gestioni patrimoniali individuali). Essa tuttavia è ancora inferiore a quella media dei paesi del G7 (41 per cento).

L'espansione del risparmio dato in gestione è fondamentalmente connessa con un duplice processo, altrove in atto da tempo e avviatosi nell'ultimo decennio anche in Italia. Da un lato, una quota crescente del flusso del risparmio nazionale (più di 1/3) è espressa dai lavoratori dipendenti o pensionati e dalle loro famiglie. Dall'altro lato, una quota crescente del risparmio di tali lavoratori si investe in attività finanziarie - depositi, prima, titoli oggi e in prospettiva - piuttosto che in beni immobili. In Italia la ricchezza finanziaria di queste famiglie costituisce oggi il 70 per cento circa dello *stock* totale delle attività finanziarie delle famiglie (3,5 milioni di miliardi). Fra il 1987 e il 1995 essa è mediamente salita da 37 a 67 milioni di lire per famiglia di lavoratore dipendente e da 47 a 142 milioni per famiglia di pensionato (Banca d'Italia, *Relazione annuale*, 1997, Tav. D6, pag. 156). La relativa esiguità e il costo di amministrazione diretta dei possessi individuali e la gigantesca dimensione del loro aggregato rendono economicamente sempre più conveniente l'affida-

mento in gestione di questi fondi dei lavoratori-*rentiers* a investitori professionali.

La professionalità richiesta per le gestioni in monte e per quelle individuali è analoga. Nonostante ciò, nell'ordinamento vigente tali attività non possono essere svolte da uno stesso soggetto, ma richiedono l'intervento di distinti operatori:

- le SIM, le banche e le società fiduciarie, per le gestioni individuali;
- gli organismi di investimento collettivo del risparmio (fondi comuni aperti e chiusi, SICAV) per quelle in monte.

Inoltre, la gamma dei prodotti è ristretta da una disciplina di legge che fissa analiticamente i vari aspetti della gestione del portafoglio e fa dei tipi di organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) un "numero chiuso". Nuovi tipi di OICR possono essere dunque introdotti solo con apposite leggi.

Lo schema predisposto dalla Commissione scioglie entrambi i nodi.

La segmentazione di attività viene superata con la creazione della figura del *gestore unico* (art. 34). Le società di gestione del risparmio vengono abilitate in via esclusiva a offrire congiuntamente i servizi di gestione individuale e collettiva (fondi comuni, SICAV, fondi pensione). Le SIM, le banche e le società fiduciarie continueranno a poter prestare in via diretta il solo servizio di gestione individuale. Il divieto per la società di gestione di prestare altri servizi di investimento limita i conflitti d'interesse tra gestore e gestito.

La nuova impostazione avvicina il nostro sistema a quelli esteri, dove simili soluzioni si sono già affermate da tempo. Anticipa il progetto di direttiva comunitaria sulle gestioni collettive in discussione presso l'Unione europea.

L'accentramento delle funzioni di *asset management* è consentito anche nell'ambito della sola gestione dei fondi comuni. Superando l'attuale normativa che riserva la gestione del fondo alla società che lo ha istituito, si rimette all'autonomia organizzativa degli intermediari l'eventuale separazione delle attività di promozione e di quelle di gestione: queste potranno essere affidate a distinte società.

L'unificazione della funzione di *asset manager* si riflette sull'autorizzazione delle società di gestione del risparmio. Essa diviene unica, si incentra sul soggetto gestore e non più sui singoli fondi. A conferma del carattere tecnico dei controlli, la competenza autorizzativa viene trasferita dal Ministero del Tesoro alla Banca d'Italia, sentita la Consob.

La distinzione tra la gestione individuale e quella collettiva permane. L'elemento fiduciario, presente in ambedue, assume rilevanza particolare nella gestione collettiva. Nelle gestioni effettivamente individuali spetta all'investitore di definire i contenuti del contratto gestorio, di concorrere alla scelta delle caratteristiche dei titoli oggetto di investimento. Ne consegue che il controllo di tale forma di attività deve consistere essenzialmente in regole di informazione alla clientela, di corretto comportamento negoziale, di trasparenza delle operazioni, regole che compete istituzionalmente alla Consob dettare e far rispettare. Nelle gestioni collettive è invece il gestore ad assumere un ruolo preminente. Il risparmiatore può solo aderire alla proposta del gestore o recedere attraverso la liquidazione o la cessione della quota. Ne consegue un maggior rilievo della tutela del risparmiatore attraverso la vigilanza prudenziale.

L'accentramento delle due forme di risparmio gestito presso un unico soggetto consentirà di superare il diffuso fenomeno delle gestioni solo formalmente personalizzate e di valorizzare i tratti distintivi dei due servizi. Per un verso, la riduzione dei costi indotta dalle economie di scala abbasserà l'importo minimo oltre il quale la gestione può essere effettivamente individuale. Per l'altro, l'offerta congiunta di entrambi i servizi permetterà agli intermediari di indirizzare i risparmiatori verso la forma di gestione più coerente con le loro esigenze. I più ampi poteri di vigilanza attribuiti agli organi di controllo contribuiranno a rendere effettiva questa distinzione.

Estendendo alle gestioni collettive la delegificazione - come nel T.U. bancario e nel decreto Eurosim - le norme attuali di rango primario, che fissano le categorie di fondi comuni, vengono sostituite da previsioni che demandano alle autorità amministrative la definizione di tutti gli aspetti connessi con il funzionamento di tali organismi. Il relativo potere regola-

mentare è ripartito tra il Ministero del Tesoro (art. 38), la Consob e la Banca d'Italia (art. 10).

Al Ministero è attribuito il compito di definire gli schemi di funzionamento, le principali caratteristiche, delle varie categorie di prodotti offerti dalle società di gestione dei fondi aperti e chiusi e dalle SICAV.

Alla Consob spetta di stabilire, in base ai principi di correttezza e trasparenza, le regole di comportamento e gli obblighi informativi ai quali devono attenersi le società di gestione e le SICAV.

Alla Banca d'Italia viene demandata la definizione degli aspetti concernenti la gestione del portafoglio degli OICR, ora affidata prevalentemente alla legge. Vengono confermati gli altri compiti della Banca d'Italia in materia prudenziale e di organizzazione amministrativa e contabile degli OICR e delle società di gestione. Questa scelta è parsa opportuna per:

- l'esigenza di assicurare ai risparmiatori che il tipo di rischio assunto dal fondo sia coerente con le caratteristiche dell'investimento prescelto;
- la stretta relazione tra norme prudenziali rivolte al fondo e stabilità dell'intermediario: anche se i rischi dell'investimento ricadono sul risparmiatore, il mancato rispetto dei limiti operativi da parte del gestore implica la responsabilità patrimoniale di quest'ultimo per i danni causati ai partecipanti da una gestione non coerente con la politica di investimento dichiarata;
- l'appartenenza, nella realtà italiana, di gran parte dei gestori a gruppi bancari (delle 54 società di gestione italiane operative alla fine del 1997, 35 sono di emanazione bancaria). Eventuali fenomeni di *mala gestio* nell'amministrazione dei fondi possono avere ripercussioni sulla reputazione e, in casi estremi, sulla stabilità dei gruppi bancari italiani, che attraversano oggi una delicata transizione con margini di profitto stretti fra acuta concorrenza e alti costi.

La ripartizione per finalità dei compiti di supervisione è riferita a tutti gli intermediari: il contenimento del rischio e la stabilità patrimoniale sono di competenza della Banca d'Italia, la trasparenza e la correttezza dei comportamenti sono demandati alla Consob

(art. 3).

La rilevanza che i fenomeni di gruppo vanno assumendo per l'esercizio dell'attività finanziaria e la connessa esigenza di un rafforzamento dei controlli prudenziali hanno indotto a introdurre regole di vigilanza su base consolidata applicabili ai gruppi finanziari che comprendono SIM o società di gestione del risparmio.

Il governo societario

La nuova disciplina del diritto societario realizza indubbi progressi sul versante della tutela delle minoranze attraverso gli istituti di tutela diretta. Le modifiche riguardano segnatamente: la riduzione delle soglie di partecipazione azionaria previste dal codice civile per la convocazione dell'assemblea, per la denuncia al collegio sindacale, per la denuncia al tribunale; l'attribuzione a una minoranza qualificata della legittimazione a esperire in via surrogatoria l'azione sociale di responsabilità; la nomina da parte della minoranza di uno o più membri del collegio sindacale; l'applicazione all'assemblea straordinaria di nuovi *quorum* deliberativi volti a tutelare le minoranze "attive".

Le modifiche proposte mirano altresì ad accrescere l'efficacia del controllo del collegio sindacale sulla gestione nel suo complesso, senza ingerenze del collegio nel merito delle scelte gestionali e senza introdurre istituti quali il comitato di sorveglianza dell'ordinamento tedesco. Vengono rafforzati i poteri informativi dei sindaci e la collaborazione tra il loro collegio e le società di revisione dei bilanci. L'inserimento di membri del collegio espressi dalla minoranza - ferma restando l'autonomia e l'imparzialità di tutti i componenti del collegio sindacale - concorre alla dialettica interna alla società. L'interdipendenza tra rilevazioni contabili e fatti gestionali impegna comunque i sindaci a esercitare una vigilanza di alto profilo sull'adeguatezza e sull'affidabilità del sistema amministrativo-contabile, mentre le verifiche di contabilità vengono affidate alle società di revisione, supervedute dalla Consob, eliminando così le duplicazioni oggi esistenti.

Le modifiche al reato di *insider trading* - riqualificato come abuso di informazioni privilegiate - inaspriscono le pene e precisano la condotta penalmente rilevante. La fattispecie principale ricorre quando l'agente compie operazioni su strumenti finanziari "avvalendosi" di informazioni privilegiate: deve sussistere un nesso causale tra possesso dell'informazione privilegiata e compimento dell'operazione.

Muovono decisamente nella direzione di favorire la concorrenza e l'efficienza del mercato mobiliare e del sistema produttivo, come pure la contendibilità degli assetti proprietari, le innovazioni in materia di partecipazioni incrociate, sollecitazione all'investimento, deleghe di voto, patti di sindacato.

La Commissione ha ritenuto di riproporre i limiti agli incroci azionari oggi vigenti. La soglia del 2 per cento sia per la comunicazione delle partecipazioni rilevanti sia per le partecipazioni reciproche tra società quotate è stata confermata come regola generale. È stato consentito tuttavia l'innalzamento del limite degli incroci al 5 per cento previa autorizzazione dell'assemblea di entrambe le società. Pur rendendo meno disagiata la realizzazione di accordi industriali attraverso partecipazioni incrociate, i limiti restano più stringenti di quelli previsti in altri paesi (10 per cento in Francia, 25 per cento in Germania). Si privilegia la contendibilità del controllo. La soluzione tiene conto del ruolo importante che nella realtà italiana i possessori di blocchi di partecipazioni anche di entità limitata tuttora svolgono attraverso patti di sindacato e altre forme coalizionali di controllo.

Nella materia della sollecitazione all'investimento viene favorita l'informativa al mercato. Le innovazioni più significative consistono nel prolungamento degli obblighi di informazione a carico degli emittenti (dal momento della sollecitazione, fissata nel prospetto, a tutto il periodo di vita dei titoli diffusi tra il pubblico) e nella sottoposizione delle società non quotate ma con titoli diffusi alle regole in tema di comunicazioni al pubblico e ai poteri informativi e ispettivi della Consob.

Le nuove norme ipotizzano altresì il venir meno del regime esonerativo vigente per l'offerta delle obbligazioni bancarie non destinate alla quotazione. Gli strumenti finanziari emessi dalle banche per la raccolta di fondi rimborsabili sono in tal modo sottoposti al-

le regole della sollecitazione, anche se in una forma attenuata stabilita dalla Consob previa intesa con la Banca d'Italia. L'attuale regime di esonero per le banche discende da una previsione comunitaria che basa la deroga sull'esistenza di forme di controllo pubblico finalizzate alla tutela del risparmio. Altri paesi - Germania, Belgio, Olanda, Spagna - si avvalgono, sia pure con modalità differenziate, della facoltà di esenzione accordata dal diritto comunitario. La specificità della funzione bancaria suggerisce di procedere con la massima cautela nel processo di assimilazione degli obblighi informativi delle banche a quelli delle altre società. Il regolamento Consob dovrà essere selettivo nella determinazione degli obblighi di un'informazione continua a favore dei sottoscrittori di obbligazioni e altri strumenti finanziari emessi dalle banche.

La disciplina delle deleghe di voto accoglie in gran parte soluzioni prospettate in precedenti iniziative parlamentari. È apprezzabile per il coinvolgimento degli azionisti di minoranza nelle vicende rilevanti della società, per la visibilità dei processi di aggregazione del consenso, per le possibilità insite nello strumento delle deleghe di procedere al ricambio del management.

Oltre a rimuovere gli ostacoli normativi che a partire dal 1974 hanno posto limiti quantitativi e soggettivi alla rappresentanza in assemblea, la normativa delinea una procedura trasparente e flessibile per la sollecitazione e la raccolta delle deleghe. La sollecitazione può essere promossa da uno o più soci (commitenti) in possesso di una partecipazione qualificata nella società (1 per cento); ad associazioni di numerosi piccoli azionisti in possesso di determinati requisiti è consentito di raccogliere deleghe con modalità semplificate esclusivamente tra i propri associati e di riportare in assemblea la volontà unica, o diversificata, di questi. Il controllo sulla trasparenza e sulla correttezza in materia di deleghe - nei diversi momenti della committenza, intermediazione, sollecitazione, raccolta - è attribuito alla Consob.

L'elemento personalistico che caratterizza il settore della cooperazione risulta intaccato dalla estensione ad esso della normativa in tema di deleghe concepita per le società di capitali. Tuttavia la Commissione ha ritenuto preferibile applicare la disciplina in modo generalizzato a tutte le società quotate nei

mercati regolamentati italiani e comunitari, incluse le banche popolari. Per questa categoria di banche, importante nel sistema bancario italiano, ci si potrebbe limitare ad ampliare la portata della vigente disciplina civilistica che regola la rappresentanza in assemblea nelle società cooperative.

Anche in connessione con la disciplina delle deleghe, si è tenuto in considerazione l'interesse di quegli investitori che, non avendo intenzione di partecipare alle vicende della società neppure mediante lo strumento delle deleghe di voto, preferiscono un rendimento dei titoli più elevato o più sicuro. Il testo proposto dalla Commissione opportunamente riconosce ampi margini all'autonomia statutaria nel definire i privilegi patrimoniali spettanti alle azioni di risparmio, a fronte dell'assenza del diritto di voto.

Al fine di rendere più trasparenti gli assetti di controllo delle società quotate e di facilitarne il ricambio, è ispirata la disciplina dei patti parasociali. Essa prevede precise regole di pubblicità (pena la nullità del patto); fissa in tre anni l'eventuale limite temporale di durata; stabilisce la possibilità di recedere senza preavviso nel caso in cui uno dei contraenti aderisca a un'offerta pubblica di acquisto totalitaria.

L'istituto che più degli altri rischia di configurare in termini di conflitto le due finalità fondamentali - tutela delle minoranze e contendibilità degli assetti proprietari - è naturalmente quello dell'offerta pubblica d'acquisto. Il rischio è più grave qualora l'ipotesi della Commissione in materia di OPA venga considerata a sé stante. Se si trascura il forte impulso che l'articolato dà attraverso altre norme e istituti alla informazione, alla efficienza dei mercati finanziari, alla concorrenza e quindi alla stessa contendibilità degli assetti proprietari, può apparire che la soluzione in materia di OPA vada a scapito della contendibilità, tutelando "eccessivamente" gli azionisti di minoranza.

Nel 1992 il legislatore italiano, ispirandosi all'esperienza della maggior parte dei paesi europei, ha introdotto nel nostro ordinamento l'OPA obbligatoria parziale a prezzo pieno per il trasferimento del controllo di una società quotata. La disciplina ha subito mostrato gravi difetti: la complessità e quindi la onerosità delle acquisizioni; vistose lacune, come la mancata considerazione degli acquisti concertati; l'eccessivo dettaglio e la scarsa flessibilità, causa di

frequenti elusioni; l'assenza di coordinamento con i controlli sugli assetti proprietari di talune categorie di imprese, tra cui le banche; la mancanza di un generale potere regolamentare di attuazione delle norme legislative, cosicché la soluzione di delicate questioni, come l'ammissibilità dei rilanci, ha potuto essere fornita solo a livello di casi concreti. Il collegamento nella legge vigente dell'obbligo di OPA all'acquisizione del controllo rende oneroso, talvolta dubbio, l'accertamento delle soglie di partecipazione rilevanti. Il carattere parziale dell'OPA tutela in modo inadeguato gli azionisti che non abbiano fiducia nei nuovi controllanti. D'altra parte, l'obbligo di corrispondere il prezzo pieno agli azionisti di minoranza accresce il costo del trasferimento del controllo.

Il testo proposto dalla Commissione prevede una positiva, drastica semplificazione, che dà certezza alla normativa. Sono ridotte le fattispecie di OPA obbligatoria e delegificate le procedure di svolgimento dell'offerta, in gran parte rimesse al regolamento della Consob.

Nella disciplina dell'OPA obbligatoria, alla tutela degli azionisti di minoranza è funzionale la natura totalitaria dell'OPA, all'efficienza del mercato del controllo la determinazione di un prezzo che, tenendo anche conto di quelli di mercato, risulta inferiore a quello previsto dalla disciplina vigente.

Sul piano dell'equità non è pacifico che gli azionisti di minoranza abbiano diritto di condividere pienamente il premio per l'acquisizione del pacchetto di controllo. Il prezzo pagato, infatti, può incorporare, attualizzati, anche i maggiori utili che l'acquirente ritiene di poter far conseguire alla società per la qualità speciale della propria conduzione. Ciò spiega come sistemi finanziari particolarmente evoluti, come quello statunitense, non conoscano l'istituto dell'OPA obbligatoria.

L'introduzione di una soglia fissa risolve i problemi connessi con la difficoltà di determinare caso per caso la sussistenza del controllo. È di necessità strumento imperfetto, in quanto destinato a operare in un sistema duale quale quello italiano, caratterizzato dalla netta prevalenza di società con assetti proprietari fortemente concentrati e da un numero esiguo di grandi società a capitale diffuso. La Commissione ha individuato la soglia fissa nel 30 per cento del capitale

(come nel Regno Unito, 33 per cento in Francia); inoltre, tenendo conto della realtà delle società ad azionariato diffuso, ha consentito alla Consob di abbassare il limite sino al 15 per cento. Si tratta di soluzioni senz'altro ragionevoli e nondimeno opinabili. Un eventuale innalzamento e l'unificazione della soglia accrescerebbero la contendibilità del controllo, ampliando i margini per le acquisizioni esenti da obbligo di OPA; una riduzione produrrebbe effetti di segno contrario. Analogamente, la contendibilità del controllo sarebbe favorita da una ulteriore riduzione, pure praticabile, del prezzo rispetto a quanto proposto nello schema di decreto.

L'obbligo di OPA non sussiste in capo a chi acquisti la partecipazione rilevante a seguito di un'offerta preventiva totalitaria. Se si accordasse l'esenzione anche in caso di OPA volontaria parziale si favorirebbe l'efficienza del mercato del controllo societario, a scapito tuttavia della tutela degli investitori e della certezza e semplicità della normativa.

Altre novità di rilievo sono costituite dall'applicazione della normativa anche agli azionisti che abbiano effettuato acquisti di concerto, dall'introduzione del diritto del controllore di acquistare coat-

tivamente il capitale residuo quando questo si sia ridotto al di sotto del 2 per cento (c.d. *squeeze-out*), dall'ammissione di un sistema di asta per le offerte concorrenti, dalla possibilità per l'assemblea di autorizzare tattiche difensive in caso di OPA ostili.

Conclusioni

In conclusione, il risultato del lavoro svolto dalla Commissione è positivo.

L'ammodernamento della normativa dei mercati e degli intermediari realizzato dal nuovo testo unico accresce il potenziale di competitività, efficienza e trasparenza del sistema finanziario italiano.

In materia societaria gli interventi, secondo un criterio di gradualità che tiene conto della configurazione attuale del sistema delle imprese, rafforzano la tutela delle minoranze e del risparmio sia con specifici istituti giuridici, sia favorendo il mercato e la concorrenza. La collocazione delle modifiche in un testo unico non implica la definitività delle soluzioni né preclude che futuri progetti di riforma possano coinvolgere altri istituti del diritto societario.

In data 20 febbraio, il Consiglio dei Ministri ha approvato, in via definitiva, il Testo unico delle disposizioni in materia di mercati finanziari. Rispetto all'articolato approvato in prima lettura dal Consiglio dei ministri il 19 dicembre 1997 - in ordine al quale il Vice Direttore Generale della Banca d'Italia, dott. Pierluigi Ciocca, ha riferito nel corso dell'Audizione parlamentare, il cui testo precede questa nota - si riportano di seguito le principali modifiche, apportate dal Governo anche al fine di tener conto dei pareri trasmessi dalle competenti Commissioni parlamentari.

1. *La soglia rilevante ai fini dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto successiva è stata fissata per tutte le società al 30 per cento, essendo venuta meno la possibilità per la Consob di fissare soglie inferiori, fino a un minimo del 15 per cento, per le società a elevata capitalizzazione e ad azionariato particolarmente frazionato. Inoltre è stata prevista l'esclusione dell'OPA totalitaria successiva quando l'acquisto di una partecipazione superiore al 30 per cento sia avvenuto in seguito a un'offerta pubblica preventiva promossa su almeno il 60 per cento delle azioni ordinarie. L'efficacia dell'OPA preventiva è condizionata all'approvazione dei soci di minoranza.*
2. *L'applicabilità della disciplina delle deleghe di voto è stata esclusa per le società cooperative - tra cui rientrano le banche popolari - per le quali è stata annunciata la presentazione di un'apposita iniziativa legislativa.*
3. *Le obbligazioni, gli altri titoli di debito emessi da banche e i prodotti assicurativi sono stati esentati dalla disciplina della sollecitazione all'investimento e dei conseguenti obblighi di informazione al mercato.*
4. *L'ampliamento dei poteri investigativi della Consob in materia di insider trading non è stato confermato, per tener conto del parere delle competenti Commissioni del Senato che lo hanno giudicato non in linea con i principi del nostro ordinamento.*

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 — Indice dei prezzi al consumo per le famiglie di operai e impiegati
 » a17 — Indice dei prezzi alla produzione dei prodotti industriali venduti sul mercato interno
 » a18 — Valori medi unitari in lire dei manufatti esportati
 » a19 — Valori medi unitari in lire dei manufatti importati
 » a20 — Bilancia dei pagamenti
 » a21 — Posizione della Banca d'Italia e dell'UIC verso l'estero

Moneta, credito e tassi d'interesse

- Tav. a22 — Formazione del fabbisogno del settore statale
 » a23 — Copertura del fabbisogno del settore statale
 » a24 — Consistenza del debito delle Amministrazioni pubbliche
 » a25 — Base monetaria (*variazioni*) e finanziamento del Tesoro
 » a26 — Base monetaria e operazioni della Banca d'Italia: medie di dati giornalieri
 » a27 — Base monetaria (*consistenze*)
 » a28 — Operazioni in titoli di Stato di BI-UIC
 » a29 — Aste dei Buoni ordinari del Tesoro
 » a30 — Operazioni pronti contro termine in titoli da parte della Banca d'Italia
 » a31 — Acquisti pronti contro termine di valuta da parte della Banca d'Italia
 » a32 — Operazioni in BOT in via definitiva della Banca d'Italia: metodo dell'asta competitiva
 » a33 — Tassi ufficiali
 » a34 — Tassi d'interesse
 » a35 — Tassi d'interesse bancari: operazioni di raccolta in lire con la clientela residente
 » a36 — Tassi d'interesse bancari: operazioni di prestito in lire alla clientela residente
 » a37 — Banche: principali voci di situazione
 » a38 — Banche: impieghi e titoli
 » a39 — Banche: depositi e obbligazioni
 » a40 — Patrimonio di vigilanza e requisiti patrimoniali
 » a41 — Fondi comuni mobiliari di diritto italiano: portafoglio titoli e patrimonio netto
 » a42 — Fondi comuni mobiliari di diritto italiano: acquisti netti di titoli
 » a43 — Attività di gestione patrimoniale
 » a44 — Emissioni nette di valori mobiliari
 » a45 — Condizioni di emissione dei BTP, CCT e CTZ
 » a46 — Mercato mobiliare: rendimenti attesi e indici di capitalizzazione
 » a47 — Moneta
 » a48 — Attività liquide
 » a49 — Attività finanziarie
 » a50 — Credito
 » a51 — 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. 63a-70a.

Prodotto lordo, deflatore e saldo delle partite correnti

PERIODO	Stati Uniti	Giappone	Germania	Francia	Italia	Regno Unito	Canada
Prodotto interno lordo reale (variazioni percentuali sul periodo precedente; dati trimestrali destagionalizzati)							
1992	2,7	1,0	2,2	1,2	0,6	-0,5	0,9
1993	2,3	0,3	-1,2	-1,3	-1,2	2,1	2,5
1994	3,5	0,6	2,7	2,8	2,2	4,3	3,9
1995	2,0	1,5	1,8	2,1	2,9	2,7	2,2
1996	2,8	3,9	1,4	1,5	0,7	2,3	1,2
1997	(3,8)	....	(2,2)	(2,4)	1,5	....	....
1996 - III trim.	0,3	-0,4	0,5	0,8	0,4	0,6	1,0
IV "	1,1	1,1	0,2	0,3	-0,4	1,0	0,6
1997 - I trim.	1,2	2,0	0,3	0,3	..	1,1	1,0
II "	0,8	-2,8	1,0	1,1	1,9	0,8	1,3
III "	0,8	0,8	(0,7)	0,9	0,6	0,9	1,0
IV "	(1,1)	....	(0,3)	(0,8)	0,2	....	....
Deflatore del prodotto interno lordo (variazioni percentuali sul periodo precedente; dati trimestrali destagionalizzati)							
1992	2,7	1,7	5,6	2,1	4,7	4,6	1,3
1993	2,6	0,6	4,0	2,5	4,4	3,2	1,3
1994	2,4	0,2	2,4	1,5	3,5	1,6	1,2
1995	2,5	-0,6	2,1	1,6	5,1	2,5	2,6
1996	2,3	-0,5	1,0	1,1	5,0	3,0	1,4
1997	(2,0)	....	....	....	2,6	....	....
1996 - III trim.	0,6	-0,1	0,2	0,1	0,8	0,7	0,4
IV "	0,5	-0,4	0,1	0,1	0,9	0,9	0,7
1997 - I trim.	0,5	0,3	0,6	0,2	0,2	0,2	-0,1
II "	0,4	0,7	-0,2	0,5	0,7	0,8	-0,2
III "	0,4	0,4	..	0,1	0,6	0,7	-0,1
IV "	(0,4)	....	....	....	0,7	....	....
Saldo delle partite correnti (miliardi di dollari; dati trimestrali destagionalizzati)							
1992	-56,4	112,3	-19,5	6,5	-29,3	-18,4	-21,0
1993	-90,8	132,0	-14,2	11,7	10,0	-15,5	-21,9
1994	-133,5	130,6	-21,1	7,4	14,2	-2,3	-14,8
1995	-129,1	111,4	-23,6	10,8	26,8	-5,9	-5,5
1996	-148,2	65,8	-13,1	20,5	41,2	2,7	2,7
1997 .....	....	(94,1)	(-6,3)	....	(36,4)	....	....
1996 - III trim.	-42,8	16,6	-3,5	6,2	11,9	-1,0	1,2
IV "	-36,9	16,4	-2,5	6,0	9,3	0,5	-0,4
1997 - I trim.	-40,0	15,4	-8,0	8,4	11,2	2,7	-0,7
II "	-37,9	26,4	-0,6	11,7	7,2	2,5	-2,8
III "	-42,2	24,9	1,6	9,2	8,7	0,6	-4,6
IV " .....	....	(27,4)	(0,1)	....	(9,3)	....	....

Produzione industriale*(variazioni percentuali sul periodo precedente; dati destagionalizzati)*

PERIODO	Stati Uniti	Giappone	Germania	Francia	Italia	Regno Unito	Canada
1992	3,2	-6,1	-2,6	-1,1	-0,2	0,3	....
1993	3,5	-4,5	-7,2	-3,8	-2,4	2,2	5,1
1994	5,4	0,8	3,6	3,8	5,2	5,4	6,0
1995	4,9	3,5	2,0	2,1	5,4	2,1	4,1
1996	3,5	2,7	0,5	0,5	-1,7	1,1	1,5
1997	5,0	4,2	4,0	3,6	2,2	1,4	....
1995 -IV trim.	0,3	2,1	-1,4	-2,0	-0,9	-0,1	..
1996 -I trim.	0,5	0,6	0,3	1,3	-2,6	0,2	0,1
II "	1,8	-0,4	1,2	0,4	-0,5	0,3	0,7
III "	0,9	2,1	1,3	1,0	0,9	0,7	1,9
IV "	1,0	2,1	-0,3	-0,7	-2,4	0,4	0,7
1997 -I trim.	1,3	2,5	1,4	..	1,7	..	1,1
II "	1,1	-0,1	1,0	2,9	1,7	0,6	1,6
III "	1,5	-0,3	2,0	1,8	0,9	1,3	1,6
IV "	1,7	-2,3	0,1	1,6	1,1	-1,1	....
1997 -Gen.	0,3	5,3	0,6	-0,4	1,7	-0,1	0,8
Feb.	0,7	-3,5	0,2	0,6	2,9	-0,4	0,7
Mar.	0,3	-0,3	1,0	-0,3	0,6	-0,4	-0,1
Apr.	0,5	-0,5	-0,1	3,2	0,4	0,9	1,3
Mag.	0,2	4,5	-0,6	-0,6	..	-0,8	0,3
Giu.	0,2	-3,2	2,3	0,2	0,1	1,7	-0,2
Lug.	0,8	1,7	4,0	1,9	0,2	1,1	2,2
Ago.	0,6	-3,0	-4,4	..	2,1	-0,9	-0,7
Set.	0,3	2,4	-0,8	-0,3	-2,2	-0,2	-0,1
Ott.	0,7	0,1	2,2	2,1	1,4	-0,3	0,8
Nov.	0,7	-5,0	-0,1	-1,5	0,5	-0,5	-0,5
Dic.	0,4	1,1	..	2,2	0,3	-0,2	....
1998 -Gen. ....	..	....	....	....	....	....	....

Prezzi al consumo

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

PERIODO	Stati Uniti	Giappone	Germania	Francia	Italia	Regno Unito	Canada
1992	3,0	1,7	5,1	2,4	5,4	4,7	1,5
1993	3,0	1,2	4,5	2,1	4,2	3,0	1,8
1994	2,6	0,7	2,7	1,7	3,9	2,4	0,2
1995	2,8	-0,1	1,8	1,8	5,4	2,8	2,2
1996	2,9	0,1	1,5	2,0	3,9	2,9	1,6
1997	2,3	1,7	1,8	1,2	1,7	2,8	1,6
1995 - IV trim.	2,7	-0,6	1,7	1,9	5,9	2,9	2,1
1996 - I trim.	2,7	-0,3	1,6	2,1	5,0	2,9	1,4
II "	2,8	0,1	1,5	2,4	4,2	2,8	1,4
III "	2,9	0,2	1,4	1,8	3,5	2,9	1,4
IV "	3,2	0,5	1,4	1,7	2,7	3,2	2,0
1997 - I trim.	2,9	0,6	1,7	1,5	2,4	2,9	2,1
II "	2,3	2,0	1,6	0,9	1,6	2,6	1,6
III "	2,2	2,1	1,9	1,3	1,5	2,8	1,7
IV "	1,9	2,1	1,8	1,2	1,6	2,8	1,0
1997 - Gen.	3,0	0,6	1,8	1,8	2,6	3,1	2,2
Feb.	3,0	0,6	1,7	1,6	2,4	2,9	2,2
Mar.	2,8	0,5	1,5	1,1	2,2	2,7	2,0
Apr.	2,5	1,9	1,4	0,9	1,7	2,5	1,7
Mag.	2,2	1,9	1,6	0,9	1,6	2,5	1,5
Giu.	2,3	2,2	1,7	1,0	1,4	2,7	1,8
Lug.	2,2	1,9	1,9	1,0	1,6	3,0	1,8
Ago.	2,2	2,1	2,1	1,5	1,5	2,8	1,8
Set.	2,2	2,4	1,9	1,3	1,4	2,7	1,6
Ott.	2,1	2,5	1,8	1,0	1,6	2,8	1,5
Nov.	1,8	2,1	1,9	1,3	1,6	2,8	0,9
Dic.	1,7	1,8	1,8	1,1	1,5	2,7	0,7
1998 - Gen.	1,6	....	1,3	0,5	1,6	2,5	....

Prezzi alla produzione dei manufatti

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

PERIODO	Stati Uniti	Giappone	Germania	Francia	Italia	Regno Unito	Canada
1991	0,7	1,1	2,2	0,8	3,5	5,5	-1,1
1992	0,8	-0,9	1,6	-0,3	2,2	3,5	0,5
1993	1,4	-1,6	0,1	-0,5	4,0	3,7	3,7
1994	1,4	-1,7	0,7	0,7	3,6	2,5	6,1
1995	4,0	-0,7	2,2	1,7	7,7	3,9	7,4
1996	1,4	-0,8	0,2	-1,1	2,4	3,0	0,4
1995 - III trim.	3,6	-0,8	2,4	1,9	8,7	4,2	6,8
IV "	2,8	-0,8	1,7	1,3	7,3	4,3	5,0
1996 - I trim.	1,7	-1,0	0,7	0,2	5,2	3,9	1,0
II "	0,9	-0,9	0,1	-1,0	2,2	3,5	0,6
III "	1,0	-0,8	-0,2	-1,7	1,1	2,6	0,1
IV "	2,1	-0,6	0,1	-1,8	1,3	2,1	..
1997 - I trim.	1,9	-0,3	0,2	-1,4	0,6	1,3	0,4
II "	-0,3	1,8	0,5	-0,6	0,5	1,4	1,2
III " .....	..	1,8	1,0	..	0,9	1,4	0,7
1996 - Nov.	2,0	-0,6	0,1	....	1,2	2,3	..
Dic.	2,8	-0,4	0,2	....	1,1	1,8	-0,1
1997 - Gen.	3,0	-0,4	0,2	....	0,9	1,6	..
Feb.	2,1	-0,3	0,2	....	0,6	1,3	0,3
Mar.	0,6	-0,2	0,3	....	0,3	1,2	1,0
Apr.	-0,5	1,9	0,3	....	0,3	1,3	1,8
Mag.	-0,4	1,8	0,5	....	0,5	1,4	0,8
Giu. ....	..	1,9	0,8	....	0,7	1,5	1,0
Lug. ....	..	2,0	0,9	....	0,8	1,4	0,9
Ago.	-0,1	1,8	1,2	....	1,0	1,4	0,9
Set.	0,2	1,8	1,0	....	1,0	1,5	0,4
Ott.	0,5	1,6	0,9	....	0,6	1,5	0,7
Nov.	0,2	1,3	1,0	....	0,9	1,1	1,3

Tassi d'interesse sui mercati monetari*(valori percentuali)*

PERIODO	Stati Uniti	Giappone	Germania	Francia	Italia	Regno Unito	Canada
Tassi ufficiali di riferimento <i>(dati di fine periodo)</i>							
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	5,25	0,50	3,00	4,45	9,00	6,50	5,79
1996	5,00	0,50	2,50	3,15	7,50	6,00	3,25
1997 - Gen.	5,00	0,50	2,50	3,10	6,75	6,00	3,25
Feb.	5,00	0,50	2,50	3,10	6,75	6,00	3,25
Mar.	5,00	0,50	2,50	3,10	6,75	6,00	3,25
Apr.	5,00	0,50	2,50	3,10	6,75	6,00	3,25
Mag.	5,00	0,50	2,50	3,10	6,75	6,25	3,25
Giu.	5,00	0,50	2,50	3,10	6,25	6,50	3,25
Lug.	5,00	0,50	2,50	3,10	6,25	6,75	3,50
Ago.	5,00	0,50	2,50	3,10	6,25	7,00	3,50
Set.	5,00	0,50	2,50	3,10	6,25	7,00	3,50
Ott.	5,00	0,50	2,50	3,30	6,25	7,00	3,75
Nov.	5,00	0,50	2,50	3,30	6,25	7,25	4,00
Dic.	5,00	0,50	2,50	3,30	5,50	7,25	4,50
1998 - Gen.	5,00	0,50	2,50	3,30	5,50	7,25	5,00
Tassi di mercato monetario <i>(dati medi nel periodo)</i>							
1994	4,63	2,28	5,31	5,85	8,51	5,51	5,54
1995	5,92	1,25	4,48	6,58	10,46	6,68	7,13
1996	5,39	0,62	3,27	3,94	8,82	6,03	4,45
1997	5,62	0,64	3,30	3,46	6,88	6,83	3,56
1997 - Gen.	5,43	0,55	3,09	3,35	7,23	6,33	3,15
Feb.	5,37	0,55	3,16	3,33	7,36	6,20	3,12
Mar.	5,53	0,59	3,24	3,36	7,43	6,20	3,22
Apr.	5,71	0,57	3,21	3,40	7,13	6,38	3,46
Mag.	5,70	0,61	3,15	3,48	6,83	6,45	3,32
Giu.	5,66	0,64	3,11	3,43	6,88	6,66	3,27
Lug.	5,60	0,69	3,13	3,39	6,89	6,96	3,53
Ago.	5,60	0,61	3,24	3,43	6,87	7,15	3,64
Set.	5,60	0,60	3,29	3,41	6,66	7,21	3,63
Ott.	5,65	0,55	3,55	3,59	6,65	7,26	3,80
Nov.	5,74	0,59	3,70	3,69	6,49	7,54	3,99
Dic.	5,80	1,09	3,71	3,69	6,08	7,62	4,57
1998 - Gen.	5,54	1,12	3,55	3,62	6,09	7,48	4,65

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							
1994	7,08	4,20	6,88	7,21	10,52	8,15	8,37
1995	6,58	3,29	6,85	7,53	12,21	8,32	8,16
1996	6,44	3,01	6,21	6,31	9,40	7,94	7,23
1997	6,35	2,13	5,64	5,58	6,86	7,13	6,14
1997 - Gen.	6,58	2,43	5,80	5,68	7,38	7,66	6,63
Feb.	6,42	2,39	5,55	5,46	7,36	7,29	6,30
Mar.	6,69	2,31	5,71	5,65	7,87	7,55	6,54
Apr.	6,89	2,18	5,87	5,80	7,74	7,74	6,78
Mag.	6,71	2,53	5,76	5,69	7,32	7,26	6,57
Giu.	6,49	2,44	5,72	5,65	7,07	7,24	6,27
Lug.	6,22	2,26	5,56	5,47	6,52	7,13	5,96
Ago.	6,30	2,08	5,66	5,58	6,66	7,17	5,99
Set.	6,21	1,96	5,59	5,52	6,36	6,88	5,88
Ott.	6,03	1,72	5,58	5,59	6,20	6,57	5,61
Nov.	5,88	1,67	5,56	5,57	6,13	6,70	5,50
Dic.	5,81	1,64	5,33	5,32	5,74	6,43	5,67
1998 - Gen.	5,55	1,68	5,11	5,11	5,43	6,16	5,36
Indici azionari							
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
1996	252,40	75,40	189,35	166,52	119,39	203,43	159,49
1997	328,69	65,57	263,38	221,08	163,66	240,20	195,53
1997 - Gen.	288,44	64,74	215,08	191,86	141,71	219,28	184,97
Feb.	300,81	65,07	230,80	207,23	148,47	226,13	186,43
Mar.	298,01	64,44	242,60	211,00	142,47	227,56	177,12
Apr.	287,57	64,58	241,81	205,74	144,86	224,73	180,94
Mag.	313,61	69,99	256,16	215,55	148,30	236,61	193,22
Giu.	329,87	71,73	265,68	220,29	152,76	237,10	194,90
Lug.	348,32	71,69	291,58	237,35	172,11	243,75	208,23
Ago.	349,24	69,39	294,95	235,62	172,67	249,52	200,18
Set.	352,74	66,24	282,89	235,48	181,03	253,00	213,15
Ott.	358,06	63,03	284,90	235,26	185,67	260,16	207,16
Nov.	353,45	58,00	266,54	222,85	180,80	246,28	197,18
Dic.	362,27	56,49	283,84	232,26	191,57	256,45	202,83
1998 - Gen.	362,65	56,86	291,19	240,39	217,22	263,63	202,85

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 britannica	Dollaro USA	Yen giapponese	Marco tedesco	Lira italiana	Sterlina britannica
Eurotassi a 3 mesi					Eurotassi a 12 mesi					
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
1996	5,40	0,41	3,18	8,65	5,98	5,66	0,66	3,29	8,31	6,23
1997	5,67	0,35	3,43	6,43	7,31	5,89	0,41	3,78	5,79	7,52
1997 - Gen.	5,44	0,33	3,01	7,09	6,28	5,81	0,38	3,11	6,37	6,74
Feb.	5,38	0,34	3,05	7,17	6,18	5,70	0,38	3,14	6,64	6,58
Mar.	5,51	0,37	3,15	7,29	6,16	5,98	0,45	3,26	6,72	6,66
Apr.	5,73	0,40	3,13	6,95	6,33	6,25	0,52	3,27	6,64	6,90
Mag.	5,71	0,43	3,07	6,72	6,40	6,15	0,67	3,25	6,61	6,86
Giu.	5,68	0,44	3,03	6,75	6,62	6,02	0,68	3,18	6,50	7,02
Lug.	5,63	0,45	3,05	6,71	6,91	5,91	0,60	3,25	6,42	7,36
Ago.	5,60	0,44	3,20	6,74	7,11	5,92	0,52	3,49	6,46	7,42
Set.	5,60	0,45	3,20	6,54	7,18	5,90	0,49	3,58	6,03	7,42
Ott.	5,64	0,41	3,46	6,52	7,22	5,86	0,43	3,91	5,73	7,43
Nov.	5,72	0,21	3,64	6,42	7,49	5,87	0,29	4,01	5,57	7,70
Dic.	5,77	0,23	3,63	5,92	7,57	5,89	0,31	3,93	5,16	7,65
1998 - Gen.	5,52	0,38	3,46	5,93	7,44	5,58	0,41	3,72	5,08	7,43
Premio (-) / Sconto (+) del dollaro statunitense a 3 mesi					Premio (-) / Sconto (+) del dollaro statunitense a 12 mesi					
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
1996		4,99	2,22	-3,26	-0,58		5,00	2,37	-2,65	-0,57
1997		5,32	2,24	-0,76	-1,65		5,48	2,10	0,10	-1,64
1997 - Gen.		5,11	2,43	-1,65	-0,84		5,43	2,70	-0,56	-0,93
Feb.		5,04	2,33	-1,79	-0,80		5,32	2,56	-0,94	-0,88
Mar.		5,14	2,36	-1,78	-0,65		5,53	2,72	-0,74	-0,68
Apr.		5,33	2,60	-1,22	-0,60		5,73	2,98	-0,39	-0,65
Mag.		5,28	2,64	-1,01	-0,69		5,48	2,90	-0,46	-0,71
Giu.		5,24	2,65	-1,07	-0,94		5,34	2,84	-0,48	-1,00
Lug.		5,18	2,58	-1,08	-1,28		5,31	2,66	-0,51	-1,45
Ago.		5,16	2,40	-1,14	-1,51		5,40	2,43	-0,54	-1,50
Set.		5,15	2,40	-0,94	-1,58		5,41	2,32	-0,13	-1,52
Ott.		5,23	2,18	-0,88	-1,58		5,43	1,95	0,13	-1,57
Nov.		5,51	2,08	-0,70	-1,77		5,58	1,86	0,30	-1,83
Dic.		5,54	2,14	-0,15	-1,80		5,58	1,96	0,73	-1,76
1998 - Gen.		5,14	2,06	-0,41	-1,92		5,17	1,86	0,50	-1,85

Quotazioni delle principali valute e dell'oro

PERIODO	Lire per una unità di valuta								Oro (dollari per oncia)
	Dollaro statuni- tense	Yen giapponese	Marco tedesco	Franco francese	Sterlina britannica	Franco svizzero	DSP	Ecu	
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
1996	1.543,0	14,2043	1.026,25	301,75	2.408,1	1.250,94	2.240,0	1.932,7	369,25
1997	1.703,4	14,1147	982,21	291,78	2.789,5	1.173,98	2.344,0	1.923,6	290,20
1995 – IV trim	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	2.209,2	1.918,5	379,00
IV "	1.522,1	13,4982	994,72	294,17	2.488,7	1.184,89	2.197,3	1.911,2	369,25
1997 – I trim.	1.637,8	13,5215	987,69	292,67	2.670,0	1.140,27	2.280,7	1.917,5	348,10
II "	1.690,1	14,1656	986,21	292,49	2.764,4	1.169,78	2.336,2	1.924,4	334,55
III "	1.761,6	14,9522	975,37	289,55	2.864,1	1.183,82	2.402,6	1.918,7	332,10
IV "	1.720,3	13,7741	979,97	292,49	2.853,4	1.200,68	2.349,9	1.933,9	290,20
1997 – Gen.	1.568,1	13,2977	976,76	289,43	2.601,0	1.126,31	2.219,4	1.896,1	345,50
Feb.	1.655,2	13,4661	988,20	292,70	2.691,1	1.138,67	2.291,2	1.918,4	358,60
Mar.	1.693,5	13,8121	998,67	296,05	2.721,2	1.156,52	2.333,9	1.939,1	348,10
Apr.	1.692,9	13,4831	989,66	293,86	2.758,5	1.158,17	2.321,8	1.930,9	340,15
Mag.	1.682,4	14,1813	987,62	292,88	2.747,5	1.176,04	2.330,4	1.925,1	345,60
Giu.	1.694,9	14,8323	981,35	290,74	2.787,1	1.175,13	2.356,5	1.917,3	334,55
Lug.	1.744,2	15,1467	973,56	288,57	2.915,3	1.177,75	2.402,2	1.920,1	326,35
Ago.	1.798,8	15,2649	976,91	289,84	2.882,9	1.188,56	2.435,5	1.922,0	325,35
Set.	1.746,1	14,4645	975,87	290,31	2.793,6	1.185,87	2.373,7	1.914,3	332,10
Ott.	1.720,9	14,2269	979,73	292,04	2.807,3	1.185,80	2.357,4	1.925,2	311,40
Nov.	1.697,4	13,5618	979,79	292,60	2.865,2	1.206,46	2.332,2	1.938,5	296,80
Dic.	1.742,6	13,4656	980,42	292,88	2.894,6	1.212,03	2.359,8	1.939,1	290,20
1998 – Gen.	1.787,7	13,8316	984,34	293,92	2.924,2	1.212,25	2.401,1	1.944,0	304,85

Tassi di cambio effettivi nominali

(dati medi nel periodo; indici, 1993=100)

PERIODO	Stati Uniti	Giappone	Germania	Francia	Italia	Regno Unito	Canada	Svizzera
1992	97,6	83,2	97,6	97,9	120,1	110,4	106,2	97,9
1993	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
1994	99,1	107,6	100,2	100,7	95,6	100,1	93,8	106,5
1995	99,3	113,5	106,1	104,3	87,1	95,9	93,1	114,4
1996	104,9	98,9	103,6	104,5	95,3	97,8	95,1	112,7
1997	112,9	94,4	98,6	100,9	95,6	113,3	95,8	105,7
1995 - IV trim.	101,7	104,4	106,6	105,3	88,6	94,8	94,8	117,4
1996 - I trim.	103,9	101,1	105,2	105,1	92,1	94,7	94,5	115,6
II "	104,8	100,1	103,1	104,5	95,2	95,9	95,1	112,7
III "	105,0	98,6	103,7	104,6	96,4	97,0	94,7	113,4
IV "	106,0	95,6	102,4	103,9	97,5	103,6	96,4	108,9
1997 - I trim.	110,6	91,9	100,2	102,1	96,3	109,4	97,1	103,5
II "	111,9	94,6	98,8	101,0	95,4	112,2	95,4	105,2
III "	113,1	97,7	96,5	99,2	94,6	115,0	95,9	105,6
IV "	116,0	93,4	98,7	101,4	95,9	116,8	94,8	108,6
1997 - Gen.	108,4	92,9	100,9	102,5	98,0	108,6	97,2	103,8
Feb.	111,1	90,8	100,0	101,8	96,1	110,0	97,5	103,1
Mar.	112,2	91,9	99,8	101,9	94,9	109,7	96,5	103,5
Apr.	113,3	89,9	99,4	101,6	95,5	112,1	95,2	104,3
Mag.	111,5	94,7	99,1	101,2	95,4	111,6	95,7	105,7
Giu.	110,9	99,0	98,0	100,2	95,2	112,8	95,3	105,6
Lug.	111,8	99,3	96,4	98,8	94,7	117,3	96,1	105,1
Ago.	113,8	98,3	96,0	98,7	94,0	115,0	95,7	105,3
Set.	113,7	95,4	97,2	100,0	95,2	112,8	95,8	106,4
Ott.	113,3	94,7	98,0	100,8	95,3	113,9	95,7	106,6
Nov.	115,3	92,1	98,7	101,4	96,0	117,5	94,3	109,3
Dic.	119,5	93,4	99,2	101,9	96,2	118,9	94,5	109,9
1998 - Gen.	121,7	95,5	99,1	101,7	95,7	119,4	94,1	109,2

Tassi di cambio effettivi reali

(dati medi nel periodo; indici 1993=100)

PERIODO	Stati Uniti	Giappone	Germania	Francia	Italia	Regno Unito	Canada	Svizzera
1991	100,1	83,7	95,2	98,2	118,6	108,8	110,9	101,6
1992	98,0	86,1	98,8	99,7	116,4	107,5	103,8	98,8
1993	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
1994	98,1	103,6	99,1	99,7	97,8	101,1	98,1	104,5
1995	96,3	104,0	103,7	101,2	93,2	97,3	100,2	108,6
1996	100,0	88,2	100,4	99,1	103,8	101,4	100,9	103,4
1995 - III trim.	95,4	102,7	103,2	101,6	94,8	96,8	101,3	107,9
IV "	97,3	94,7	104,0	101,9	96,0	97,0	102,1	110,2
1996 - I trim.	99,1	91,0	102,1	100,7	100,0	98,0	100,8	107,3
II "	100,1	89,5	99,8	99,2	103,7	99,5	100,7	103,7
III "	99,8	87,9	100,5	98,9	105,0	100,7	100,6	103,7
IV "	100,9	84,6	99,1	97,6	106,3	107,5	101,5	99,0
1997 - I trim.	105,0	81,0	96,8	95,6	104,7	114,0	102,0	94,0
II "	103,8	85,2	95,3	94,4	103,5	117,1	101,8	95,9
III "	104,9	87,5	93,0	92,4	102,7	119,5	101,8	96,2
1996 - Nov.	100,2	84,7	99,5	97,7	106,0	108,4	102,4	98,9
Dic.	102,2	84,0	98,4	96,8	106,6	110,3	100,3	96,4
1997 - Gen.	104,3	81,7	97,4	95,3	106,5	112,9	101,1	94,1
Feb.	105,7	80,0	96,5	95,4	104,3	114,4	102,3	93,7
Mar.	105,1	81,4	96,4	95,9	103,1	114,5	102,5	94,3
Apr.	104,9	81,3	95,8	95,2	103,6	117,0	101,9	95,0
Mag.	103,4	85,3	95,4	94,5	103,5	116,4	102,1	96,4
Giu.	103,0	89,1	94,6	93,5	103,4	117,8	101,2	96,4
Lug.	103,8	89,4	93,0	91,5	102,9	122,2	101,9	96,0
Ago.	105,3	88,0	92,5	92,0	101,9	119,3	102,0	95,9
Set.	105,5	85,1	93,6	93,7	103,3	117,1	101,6	96,7
Ott.	105,5	84,2	94,4	94,4	103,4	118,1	100,9	96,8
Nov.	107,2	81,6	95,0	95,0	104,2	121,6	99,9	99,0

Tassi di cambio effettivi reali intra UE

(dati medi nel periodo; indici 1993=100)

PERIODO	Germania	Francia	Italia	Regno Unito	Spagna	Paesi Bassi	Belgio
1991	90,8	95,3	115,7	104,6	112,6	98,0	98,9
1992	93,7	96,0	112,5	102,1	109,4	97,5	99,3
1993	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
1994	99,6	100,0	98,1	101,5	95,9	99,4	102,3
1995	102,6	100,1	91,8	95,2	97,3	102,1	104,8
1996	98,1	97,4	102,0	98,9	98,4	100,3	102,3
1995 - III trim.	102,0	100,4	93,4	94,6	98,5	101,5	104,5
IV "	101,9	100,0	93,9	93,8	98,3	100,7	104,7
1996 - I trim.	100,0	98,9	98,1	95,2	99,7	100,6	103,6
II "	98,0	97,9	102,3	97,5	98,8	100,3	102,4
III "	98,1	97,1	103,2	98,0	97,9	100,7	102,0
IV "	96,3	95,7	104,3	104,9	97,3	99,5	101,0
1997 - I trim.	94,9	94,5	103,6	113,5	95,8	98,5	99,9
II "	94,2	93,9	103,2	117,8	95,3	98,1	99,8
III "	93,1	92,8	103,6	122,3	94,9	97,9	99,9
1996 - Nov.	96,4	95,5	103,7	105,5	97,5	99,7	100,8
Dic.	95,7	94,9	104,7	108,2	96,8	98,9	100,4
1997 - Gen.	95,0	93,8	105,1	111,6	96,5	99,1	100,0
Feb.	94,8	94,5	103,5	114,2	95,4	97,8	100,1
Mar.	94,9	95,1	102,4	114,6	95,4	98,7	99,7
Apr.	94,3	94,3	102,9	117,1	95,5	98,1	99,6
Mag.	94,3	93,9	103,1	117,0	95,5	98,8	100,3
Giu.	94,1	93,4	103,7	119,4	95,1	97,5	99,6
Lug.	92,9	91,8	103,7	125,1	94,8	97,3	99,4
Ago.	93,0	92,7	103,2	122,8	94,7	98,1	100,0
Set.	93,2	93,8	103,8	119,1	95,1	98,4	100,1
Ott.	93,4	94,1	103,3	119,3	95,1	98,3	100,0
Nov.	93,1	94,0	103,2	121,6	95,1	98,4	99,5

Esposizione verso l'estero del sistema creditizio italiano

(consistenze di fine periodo in miliardi di lire)

GRUPPI DI PAESI E PAESI	1997 I trimestre	1997 II trimestre	1997 III trimestre
Paesi industriali	371.831	412.618	419.621
Paesi OPEC	9.136	8.765	8.568
Altri PVS	26.787	28.897	30.299
di cui: <i>America latina</i>	17.664	19.115	19.876
<i>Africa</i>	971	1.004	1.009
<i>Asia</i>	7.772	8.284	8.777
<i>Medio Oriente</i>	379	495	636
Paesi dell'Est europeo	9.581	9.953	9.518
Centri <i>offshore</i>	39.778	41.163	43.194
Organizzazioni internazionali	8.506	8.069	7.506
Totale	465.618	509.465	518.705
<i>Per memoria:</i>			
Albania	132	133	135
Argentina	6.451	6.763	7.029
Bolivia	5	1	3
Brasile	4.837	5.342	5.400
Bulgaria	393	357	296
Cile	667	789	870
Colombia	855	899	977
Costa d'Avorio	23	24	26
Croazia	79	145	216
Ecuador	141	147	144
Filippine	189	165	255
Marocco	427	439	459
Messico	2.535	2.842	2.994
Nigeria	472	374	351
Perù	1.263	1.360	1.563
Polonia	597	594	516
Repubblica ceca	288	236	244
Romania	359	368	357
Russia	7.280	7.687	7.376
Slovenia	333	306	314
Ungheria	427	463	448
Uruguay	634	646	604
Venezuela	1.046	1.054	1.110

Conto economico delle risorse e degli impieghi (1)

(variazioni percentuali sul periodo precedente)

PERIODO	Risorse				Impieghi					
	Stima preliminare del PIL (2)	Prodotto interno lordo	Importa- zioni	Totale	Investimenti fissi lordi			Consumi delle famiglie	Altri impieghi interni	Esporta- zioni
					Costru- zioni	Macchine, attrezzature e mezzi di trasporto	Totale			
Quantità a prezzi 1990										
1991	1,1	1,1	2,7	1,4	1,4	0,2	0,8	2,7	-0,1	-0,8
1992	0,6	0,6	5,4	1,4	-2,4	-1,2	-1,8	1,0	1,5	5,9
1993	-1,2	-1,2	-8,1	-2,3	-6,3	-19,5	-12,8	-2,4	-2,6	9,1
1994	2,2	2,2	8,4	3,2	-5,9	8,2	0,5	1,4	2,9	10,7
1995	2,9	2,9	9,6	4,0	0,7	13,4	6,9	1,8	-0,5	11,6
1996	0,7	0,7	-2,6	0,1	1,1	1,3	1,2	0,7	-2,7	-0,3
1997	1,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-
1995 III trim. ...	0,6	0,4	0,7	0,5	0,6	3,3	2,0	0,4	4,6	-3,2
IV " ...	0,4	0,4	0,3	0,4	2,0	0,9	1,4	-0,1	3,7	-1,8
1996 -I trim. ...	0,7	0,6	-2,0	0,2	-0,2	-1,0	-0,6	0,2	-0,1	0,8
II " ...	-0,9	-0,9	-4,6	-1,5	-0,6	0,1	-0,3	..	-10,8	0,7
III " ...	0,4	0,5	2,2	0,8	..	-1,0	-0,5	0,1	3,0	1,9
IV " ...	-0,4	..	3,9	0,6	-0,4	-0,6	-0,5	0,7	2,8	..
1997 -I trim. ...	..	-0,2	-3,0	-0,7	-1,7	1,0	-0,3	0,7	-1,5	-4,0
II " ...	1,9	1,9	12,8	3,7	1,5	1,0	1,2	0,4	10,9	9,0
III " ...	0,6	0,4	5,9	1,5	-0,1	1,5	0,7	0,4	-2,3	7,1
IV " ...	0,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Prezzi impliciti										
1991	7,7	7,7	-0,3	6,4	7,9	2,7	5,4	6,9	9,2	2,9
1992	4,7	4,7	1,1	4,0	5,2	2,4	3,9	5,6	1,6	1,6
1993	4,4	4,4	11,6	5,5	3,2	5,6	4,6	5,1	3,7	10,1
1994	3,5	3,5	5,1	3,7	3,5	3,5	3,3	4,6	3,3	1,8
1995	5,1	5,0	12,2	6,2	3,7	6,6	5,0	5,7	4,3	10,2
1996	5,0	5,1	-1,8	3,8	2,5	3,5	3,0	4,4	5,0	2,0
1997	2,6	-	-	-	-	-	-	-	-	-
1995 III trim. ...	1,3	1,3	0,8	1,2	0,3	1,6	1,0	1,5	-1,8	3,1
IV " ...	1,4	1,4	..	1,1	0,7	1,6	1,2	1,3	..	1,7
1996 -I trim. ...	1,3	1,6	-1,8	1,0	0,3	0,6	0,5	1,0	3,9	-1,0
II " ...	1,0	0,9	-1,6	0,5	0,3	0,4	0,3	0,9	1,3	-1,3
III " ...	0,8	0,8	-0,7	0,5	1,4	0,5	0,9	0,8	0,3	-0,3
IV " ...	0,9	0,9	0,3	0,7	0,9	-0,4	0,2	0,6	1,9	0,7
1997 -I trim. ...	0,2	0,5	-1,0	0,3	-0,2	0,6	0,2	0,5	1,2	-0,9
II " ...	0,7	0,5	0,5	0,4	0,4	0,6	0,5	0,4	1,0	0,5
III " ...	0,6	0,7	2,1	0,9	0,8	0,8	0,8	0,4	3,4	1,0
IV " ...	0,7	-	-	-	-	-	-	-	-	-

(1) Dati provvisori di contabilità nazionale fino al III trimestre del 1997 diffusi il 31.12.1997. - (2) Cfr. il comunicato stampa dell'Istat del 27.2.1998.

Produzione industriale e indicatori d'opinione Isco

(dati destagionalizzati)

PERIODO	Produzione industriale				Indicatori congiunturali Isco				
	Indice generale	Beni di consumo	Beni di investimento	Beni intermedi	Livello degli ordini			Domanda attesa a 3-4 mesi	Scorte di prodotti finiti rispetto al normale
					Interno	Estero	Totale		
	<i>(indici 1990=100)=</i>				<i>(media dei saldi mensili delle risposte all'inchiesta)</i>				
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	1,4	21,8	-1,2
1996	105,2	106,2	105,6	104,6	-29,6	-16,9	-22,7	7,5	3,8
1997	107,5	109,3	102,3	108,2	-14,6	-6,0	-8,5	20,7	-3,1
1991 - I trim.	98,7	100,6	97,4	98,6	-28,2	-34,7	-27,4	9,6	9,7
II "	98,8	99,0	96,0	99,2	-28,2	-32,7	-27,9	11,0	9,7
III "	99,0	100,0	95,2	99,7	-26,6	-30,2	-25,0	12,8	8,3
IV "	99,9	102,0	94,9	100,0	-27,2	-28,3	-26,6	11,4	6,3
1992 - I trim.	101,2	102,9	95,0	101,9	-24,7	-30,3	-23,7	10,7	11,3
II "	100,9	102,0	94,0	101,7	-27,5	-39,0	-29,4	8,5	11,0
III "	96,0	98,6	88,6	98,2	-34,1	-38,2	-35,0	-3,5	5,3
IV "	97,4	101,0	90,7	97,2	-41,9	-40,0	-40,0	-8,2	1,0
1993 - I trim.	98,8	102,3	93,1	98,7	-44,7	-34,2	-42,5	-2,8	3,3
II "	96,6	97,9	89,6	97,6	-46,4	-28,1	-40,4	-0,2	7,0
III "	94,5	97,2	86,2	96,1	-44,8	-18,2	-33,8	3,5	6,7
IV "	96,2	97,3	86,7	98,2	-36,6	-6,2	-25,7	10,8	1,3
1994 - I trim.	97,5	100,8	86,3	99,2	-31,3	-1,1	-18,5	17,7	-2,3
II "	101,1	104,2	92,4	102,1	-20,1	8,4	-7,9	25,2	-1,0
III "	103,3	106,2	94,6	104,5	-15,7	11,5	-5,8	28,9	-4,7
IV "	104,2	105,0	95,7	106,2	-4,6	16,6	4,6	28,5	-9,3
1995 - I trim.	104,6	106,2	97,1	106,2	-1,4	25,3	6,8	23,6	-4,7
II "	105,1	106,9	100,1	106,0	-2,5	21,0	4,9	21,5	0,3
III "	109,6	109,6	109,2	109,0	-5,2	13,9	1,2	24,3	-1,7
IV "	108,6	108,3	113,8	107,6	-13,6	6,3	-7,4	17,9	1,3
1996 - I trim.	105,7	105,0	107,2	105,6	-23,9	-7,7	-17,3	10,1	5,0
II "	105,2	105,7	107,5	104,6	-32,4	-20,8	-24,3	5,7	6,3
III "	106,2	107,7	106,0	105,4	-31,4	-18,8	-23,5	6,4	5,7
IV "	103,6	106,5	101,9	102,9	-30,9	-20,4	-25,7	7,8	-2,0
1997 - I trim.	105,4	107,7	102,3	105,2	-19,7	-14,0	-15,8	16,6	-5,0
II "	107,2	108,4	103,6	107,6	-15,6	-8,3	-12,2	16,5	..
III "	108,2	111,0	101,2	109,3	-13,1	-1,6	-4,5	22,9	-4,3
IV "	109,3	110,2	102,0	110,7	-9,9	0,0	-1,5	26,5	-3,0

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				
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
1996	1.402	4.876	1.599	12.211	20.088	2.764	22.851	12,1	40,3
1997	1.370	4.857	1.593	12.268	20.087	2.804	22.892	12,3	40,3
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
IV "	1.465	4.851	1.590	12.226	20.132	2.791	22.922	12,2	40,4
1997 - I trim.	1.310	4.794	1.538	12.182	19.823	2.809	22.634	12,4	39,8
II "	1.311	4.804	1.585	12.388	20.087	2.875	22.962	12,5	40,4
III "	1.413	4.909	1.638	12.350	20.310	2.688	22.998	11,7	40,5
IV "	1.447	4.919	1.609	12.150	20.126	2.845	22.972	12,4	40,4

Indice dei prezzi al consumo per le famiglie di operai e impiegati (1)

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

PERIODO	Beni e servizi a prezzo libero							Beni e servizi a prezzo controllato				Totale generale (4)
	Beni non alimentari e non energetici	Beni alimentari			Beni energetici	Servizi	Totale	Beni controllati (3)	Tariffe	Affitti	Totale	
		Trasformati	Non trasformati	Totale								
<i>Pesi (2)</i>	35,6	10,0	9,7	19,7	3,7	23,6	82,6	2,6	11,4	3,4	17,4	100,0
1992	4,3	5,0	4,2	4,6	0,9	7,5	5,1	2,4	7,4	6,5	6,7	5,4
1993	4,3	4,4	-0,2	2,1	5,9	5,5	4,2	6,1	2,8	8,1	4,7	4,2
1994	3,8	4,0	2,9	3,4	4,6	4,0	3,8	0,8	3,5	8,3	4,6	3,9
1995	5,0	6,9	5,1	6,0	8,1	5,2	5,4	-5,4	5,5	7,5	5,0	5,4
1996	3,9	5,1	3,8	4,5	4,5	3,9	4,1	1,3	1,7	9,3	3,1	3,9
1997	1,5	0,8	-0,8	0,0	1,8	2,4	1,4	4,4	1,9	7,0	3,3	1,7
1995 - III trim.	5,5	7,7	5,1	6,4	8,2	5,3	5,8	-5,8	6,2	7,7	5,4	5,7
IV "	5,8	7,5	4,3	5,9	9,6	5,3	5,9	-4,5	6,6	7,9	5,8	5,9
1996 - I trim.	5,2	6,6	3,6	5,1	7,6	4,5	5,1	2,0	4,6	7,8	5,0	5,0
II "	4,4	5,8	4,0	4,9	2,6	4,1	4,4	3,0	2,6	9,3	4,0	4,2
III "	3,4	4,8	4,5	4,6	3,4	3,8	3,8	0,4	0,0	10,1	2,1	3,5
IV "	2,7	3,5	3,1	3,3	4,4	3,3	3,1	-0,2	-0,4	9,7	1,4	2,7
1997 - I trim.	2,1	2,1	1,5	1,8	4,1	3,0	2,4	2,7	0,6	9,1	2,6	2,4
II "	1,5	0,7	-1,3	-0,3	1,0	2,5	1,3	3,7	1,3	7,2	2,9	1,6
III "	1,2	0,3	-2,3	-1,0	1,6	2,2	1,0	5,1	2,9	6,2	4,0	1,5
IV "	1,4	0,2	-1,1	-0,4	0,4	2,1	1,1	6,1	2,8	5,7	3,9	1,6
1996 - Ott. ..	3,0	3,8	3,4	3,6	4,3	3,6	3,4	-0,2	-0,8	9,7	1,1	3,0
Nov. ..	2,5	3,5	3,1	3,3	4,7	3,2	3,0	-0,2	-0,2	9,7	1,6	2,6
Dic. ..	2,5	3,1	2,9	3,0	4,3	3,1	2,9	-0,1	-0,2	9,7	1,5	2,6
1997 - Gen. ..	2,4	2,8	2,2	2,5	4,3	3,0	2,7	2,3	0,5	9,1	2,4	2,6
Feb. ..	2,1	2,0	1,4	1,7	4,6	3,0	2,4	2,6	0,4	9,1	2,5	2,4
Mar. ..	1,8	1,5	0,9	1,2	3,6	2,9	2,0	3,2	0,9	9,1	2,9	2,2
Apr. ..	1,6	1,1	-0,2	0,4	0,5	2,8	1,6	3,5	0,6	7,2	2,4	1,7
Mag. ..	1,4	0,6	-1,6	-0,5	1,0	2,4	1,3	3,6	1,7	7,2	3,1	1,6
Giu. ..	1,4	0,4	-2,2	-0,8	1,7	2,2	1,1	3,9	1,7	7,2	3,2	1,4
Lug. ..	1,3	0,3	-2,3	-1,0	1,5	2,3	1,0	4,8	3,3	6,2	4,1	1,6
Ago. ..	1,2	0,3	-2,3	-1,0	2,0	2,1	1,0	4,8	3,1	6,2	4,0	1,5
Set. ..	1,2	0,3	-2,1	-0,9	1,4	2,1	1,0	5,8	2,5	6,2	3,7	1,4
Ott. ..	1,3	0,3	-1,6	-0,6	1,0	2,3	1,1	6,0	3,2	5,7	4,1	1,6
Nov. ..	1,4	0,2	-1,1	-0,4	0,4	2,0	1,1	6,1	2,7	5,7	3,8	1,6
Dic. ..	1,3	0,2	-0,7	-0,2	-0,2	2,1	1,1	6,2	2,5	5,7	3,7	1,5
1998 - Gen. ..	1,6	0,3	-0,1	0,1	-1,1	2,3	1,3	2,4	2,1	5,5	2,9	1,6

Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Al netto dei tabacchi. Basi diverse; per il 1996 il confronto è con l'indice in base 1992, posto pari a 100 nella media del 1995. - (2) Relativi alla base 1995=100. - (3) Medicinali e pasta alimentare. Per i medicinali, si considera l'intero aggregato calcolato dall'Istat, circa un terzo del quale sarebbe in realtà relativo a prodotti inclusi nella cosiddetta "fascia C", e quindi a prezzo libero. L'acqua potabile, l'energia elettrica e il gas naturale sono inclusi nelle tariffe. - (4) Variazioni comunicate dall'Istat, calcolate a partire da indici approssimati alla prima cifra decimale.

Indice dei prezzi alla produzione dei manufatti venduti sul mercato interno (1)
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

PERIODO	Beni non energetici								Beni energetici	Totale generale
	Beni di consumo liberi				Beni di investimento	Beni intermedi	Altri beni (3)	Totale		
	Non alimentari		Beni alimentari	Totale						
	di cui: auto									
<i>Pesi (2)</i>	18,5	2,1	12,3	30,8	9,5	41,0	4,1	85,4	14,6	100,0
1992	3,2	4,6	3,8	3,4	3,3	1,0	5,3	2,2	-0,4	1,9
1993	3,1	6,0	3,9	3,4	3,6	3,2	6,0	3,4	6,3	3,8
1994	3,2	7,0	3,6	3,3	2,9	4,2	5,0	3,8	3,2	3,7
1995	5,1	5,4	6,0	5,4	5,0	10,7	4,4	8,1	6,4	7,9
1996	3,4	5,3	2,8	3,2	3,6	-0,1	3,5	1,7	3,4	1,9
1997	0,7	-1,7	1,1	0,9	1,8	0,5	0,9	0,8	4,3	1,3
1995 - III trim.	5,5	5,2	6,5	5,9	5,5	12,8	3,9	9,3	6,7	9,0
IV "	5,3	5,5	5,6	5,4	5,8	9,0	3,4	7,2	6,7	7,2
1996 - I trim.	4,7	5,2	5,1	4,9	4,9	4,5	4,4	4,8	5,0	4,8
II "	3,5	5,8	3,4	3,5	3,7	-0,3	3,6	1,6	1,5	1,6
III "	3,0	6,0	2,1	2,7	3,3	-2,3	3,4	0,3	1,4	0,4
IV "	2,4	4,2	0,9	1,8	2,7	-2,0	2,6	0,1	5,5	0,8
1997 - I trim.	1,1	1,0	0,3	0,8	2,1	-1,2	0,2	0,0	6,0	0,9
II "	0,8	-1,5	0,2	0,6	1,9	0,4	0,7	0,6	4,7	1,1
III "	0,4	-3,1	1,6	0,9	1,6	1,0	0,8	1,0	5,4	1,6
IV "	0,5	-3,2	2,5	1,3	1,6	1,8	2,0	1,6	1,1	1,5
1996 - Set.	2,9	5,8	1,6	2,4	3,1	-2,5	3,3	0,1	2,9	0,5
Ott.	2,6	4,9	1,4	2,1	2,9	-2,2	3,0	0,2	4,3	0,7
Nov.	2,3	3,9	0,8	1,7	2,6	-1,9	2,4	0,1	6,1	0,9
Dic.	2,2	3,9	0,5	1,5	2,7	-2,0	2,3	0,0	6,0	0,9
1997 - Gen.	1,6	2,1	0,5	1,1	2,3	-1,6	-0,1	-0,1	6,5	0,9
Feb.	1,1	1,2	0,1	0,7	2,1	-1,1	-0,2	0,0	6,0	0,8
Mar.	0,8	-0,2	0,4	0,7	1,8	-0,9	0,9	0,1	5,4	0,9
Apr.	1,0	-0,6	-0,3	0,5	1,9	-0,1	0,6	0,4	3,7	0,8
Mag.	0,9	-1,0	0,1	0,6	1,9	0,4	0,8	0,7	4,4	1,1
Giu.	0,6	-2,8	0,7	0,7	1,8	0,8	0,8	0,9	6,0	1,6
Lug.	0,3	-3,4	1,2	0,7	1,4	0,7	0,8	0,8	7,2	1,7
Ago.	0,5	-3,1	1,5	0,9	1,7	1,0	0,7	1,0	5,5	1,7
Set.	0,5	-2,9	2,0	1,1	1,7	1,2	0,9	1,2	3,7	1,6
Ott.	0,3	-4,0	2,1	1,0	1,6	1,6	1,6	1,4	2,7	1,6
Nov.	0,6	-2,7	2,6	1,4	1,6	1,7	2,1	1,6	1,2	1,6
Dic.	0,6	-2,9	2,7	1,4	1,5	2,0	2,4	1,7	-0,5	1,5

Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Basi diverse; per il 1996 il confronto è con l'indice in base 1990, posto pari a 100 nella media del 1995. - (2) Relativi alla base 1995=100. - (3) Comprende i tabacchi e i medicinali, il cui prezzo è sottoposto a controllo pubblico. Per i medicinali, non essendo disponibili gli indicatori elementari, si considera l'aggregato, calcolato dall'Istat, denominato "Prodotti chimici, farmaceutici e sanitari", che include anche prodotti a prezzo libero.

Valori medi unitari in lire dei manufatti esportati
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

PERIODO	Beni non energetici								Beni energetici	Totale generale
	Beni di consumo (1)				Beni di investimento	Beni intermedi	Altri beni (2)	Totale		
	Beni non alimentari	di cui: auto	Beni alimentari	Totale						
1992	2,2	2,4	1,7	1,9	4,6	-0,3	42,5	1,8	-8,5	1,0
1993	11,7	13,6	10,2	11,4	11,8	10,4	59,6	11,6	15,3	12,0
1994	2,1	6,3	6,4	2,9	3,4	3,5	5,9	3,2	5,8	3,7
1995	6,7	13,6	10,8	7,2	1,6	13,4	-3,9	8,6	18,7	9,3
1996	8,1	0,0	2,3	7,3	4,3	-1,6	35,6	3,1	-1,2	2,9
1995 - III trim.	8,8	14,5	9,1	8,9	0,5	17,7	-8,3	10,6	24,2	11,9
IV "	14,2	15,6	12,4	13,8	6,9	13,0	12,6	12,1	8,5	12,1
1996 - I trim.	15,8	8,6	8,6	14,7	8,1	7,3	37,7	10,4	1,9	9,8
II "	12,3	-1,2	0,7	10,7	4,8	-2,9	31,7	3,5	-2,7	3,4
III "	5,2	-4,0	1,9	4,8	3,6	-4,8	43,6	0,8	-5,8	0,3
IV "	-0,4	-3,4	-1,0	-0,5	1,2	-5,7	29,4	-1,9	2,5	-1,8
1997 - I trim.	-2,5	0,5	-4,6	-2,8	-3,0	-4,8	13,4	-3,6	3,5	-3,2
II "	-0,8	5,0	-4,0	-1,3	-0,8	-1,4	4,3	-1,1	-1,5	-1,4
III "	-0,5	3,8	-4,8	-1,3	1,3	-0,4	5,6	-0,3	7,3	0,1
1996 - Giu.	6,4	-4,8	-0,5	5,5	5,1	-2,5	52,9	2,4	-6,1	2,0
Lug.	9,0	-6,8	1,7	8,1	3,0	-4,9	54,1	1,8	-8,9	1,2
Ago.	3,9	-0,9	2,7	3,9	4,8	-4,0	60,2	1,6	-8,3	0,5
Set.	1,9	-2,3	1,4	1,8	3,6	-5,2	18,7	-0,8	-0,4	-0,8
Ott.	1,7	-3,5	-0,7	1,5	5,4	-5,9	23,0	-0,6	-0,2	-0,7
Nov.	-1,1	-2,8	0,3	-0,9	-1,9	-6,3	17,0	-3,2	-1,4	-3,6
Dic.	-2,5	-3,6	-2,8	-2,6	0,5	-4,9	47,9	-2,0	10,0	-1,1
1997 - Gen.	-4,1	-4,0	-4,3	-4,2	-3,1	-5,3	-11,2	-4,5	6,0	-3,8
Feb.	-1,8	2,1	-6,9	-2,5	-2,4	-5,3	21,0	-3,6	6,4	-3,0
Mar.	-1,6	3,3	-2,6	-1,6	-3,3	-3,9	36,0	-2,7	-1,5	-2,7
Apr.	-2,0	2,5	-4,0	-2,3	1,8	-0,6	14,6	-0,4	-0,5	-0,8
Mag.	-2,1	4,7	-3,3	-2,4	-1,2	-0,9	5,6	-1,2	-1,2	-1,4
Giu.	1,5	7,6	-4,9	0,7	-2,8	-2,7	-7,6	-1,7	-2,7	-2,1
Lug.	-0,4	5,9	-6,6	-1,2	-0,3	-0,8	8,9	-0,8	0,2	-0,8
Ago.	-1,0	2,0	-3,7	-1,6	4,5	-1,4	-5,3	-0,4	11,6	0,7
Set.	-0,4	1,9	-3,7	-1,0	1,1	0,5	11,3	0,3	11,3	0,8
Ott.	-1,2	1,3	-2,1	-1,3	-2,0	1,4	20,6	-0,1	9,3	0,4
Nov.	-1,6	-0,2	-5,1	-2,1	0,9	3,8	24,4	1,4	7,1	2,0
Gen.-Nov. ...	-1,4	2,4	-4,3	-1,8	-0,6	-1,4	9,9	-1,3	4,0	-1,0

Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Non inclusivi di tabacchi e medicinali - (2) Comprende i tabacchi e i medicinali. Per i medicinali, non essendo disponibili gli indicatori elementari, si considera l'aggregato, calcolato dall'Istat, denominato "Prodotti farmaceutici".

Valori medi unitari in lire dei manufatti importati
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

PERIODO	Beni non energetici								Beni energetici	Totale generale
	Beni di consumo liberi			Beni di investimento	Beni intermedi	Altri beni (1)	Totale			
	Non alimentari di cui: auto	Alimentari	Totale							
1992	3,1	8,5	4,8	3,9	2,1	-2,0	10,3	1,1	-8,3	-0,6
1993	6,5	5,0	11,2	7,3	22,5	9,0	9,7	10,1	19,2	11,2
1994	-1,0	-1,1	4,9	0,8	3,3	7,7	-11,9	3,8	4,8	4,8
1995	9,0	9,8	9,6	9,2	3,4	16,8	-5,6	11,7	15,6	13,1
1996	4,8	4,7	-5,0	2,0	3,0	-5,9	18,5	-0,9	3,6	-0,3
1995 - III trim.	13,1	11,4	8,5	11,7	2,3	19,8	-0,6	13,9	13,5	14,7
IV "	9,9	6,1	6,6	9,0	5,5	16,5	11,5	12,8	6,3	12,1
1996 - I trim.	10,9	7,0	-2,4	7,4	7,2	6,2	20,0	7,6	0,3	6,1
II "	4,8	1,8	-5,6	1,8	2,7	-5,4	33,7	-0,5	-2,6	-0,9
III "	3,0	7,5	-5,2	0,5	3,9	-11,4	18,5	-3,9	2,9	-3,2
IV "	0,5	4,0	-6,5	-1,5	-0,7	-12,9	0,2	-6,6	15,0	-3,0
1997 - I trim.	-4,3	-1,5	-2,5	-3,6	-5,3	-9,4	-3,4	-6,6	9,4	-3,6
II "	-3,0	-5,0	-0,8	-2,2	0,9	-2,9	0,9	-2,0	3,9	-0,3
III "	0,3	-6,2	3,2	1,6	2,7	2,4	-5,1	1,8	5,3	3,3
1996 - Giu.	0,9	2,7	-4,3	-0,6	2,3	-8,1	26,9	-2,9	-2,8	-2,8
Lug.	1,9	5,9	-5,0	-0,1	2,7	-11,0	29,0	-3,9	0,0	-3,0
Ago.	3,7	7,2	-4,9	0,6	4,7	-11,0	8,6	-3,0	5,4	-3,1
Set.	3,6	9,5	-5,7	0,8	4,8	-11,9	14,6	-4,2	3,8	-3,6
Ott.	4,0	11,7	-7,1	0,8	2,4	-12,7	9,3	-5,2	14,0	-2,4
Nov.	0,0	1,3	-6,1	-1,6	-1,8	-13,7	-7,2	-7,4	17,1	-3,5
Dic.	-3,0	-0,6	-6,3	-3,9	-2,3	-12,2	-1,8	-7,2	13,7	-3,3
1997 - Gen.	-3,6	0,1	-5,2	-4,1	-6,8	-12,9	-10,7	-8,7	10,4	-5,2
Feb.	-4,1	-3,1	-2,1	-3,6	-6,7	-9,0	-3,6	-6,8	12,4	-3,8
Mar.	-5,4	-1,9	0,1	-3,5	-2,5	-6,6	4,5	-4,5	5,6	-1,9
Apr.	-3,2	-4,0	-2,9	-2,8	-4,0	-5,0	-8,2	-4,3	4,5	-1,8
Mag.	-4,6	-6,4	1,3	-2,9	3,5	-2,8	0,8	-1,7	4,8	-0,2
Giu.	-1,1	-4,7	-0,8	-0,7	3,3	-0,7	10,0	0,3	2,3	1,1
Lug.	-1,3	-5,5	1,6	-0,2	5,5	0,8	5,1	1,1	4,6	2,4
Ago.	1,1	-7,5	2,7	2,0	-1,7	2,8	-10,7	1,0	9,9	4,4
Set.	1,4	-6,1	5,2	3,0	2,5	3,7	-11,1	2,9	2,5	3,4
Ott.	-0,8	-7,8	5,5	1,3	-1,2	4,7	0,7	2,5	-2,4	2,2
Nov.	-0,4	-1,3	6,5	1,8	-1,0	5,3	14,6	3,2	-3,1	2,1
Gen-Nov. ...	-2,0	-4,5	1,0	-0,9	-0,9	-2,0	-1,5	-1,2	4,5	0,2

Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Comprende i tabacchi e i medicinali, il cui prezzo al consumo è sottoposto a controllo pubblico. Per i medicinali, non essendo disponibili gli indicatori elementari, si considera l'aggregato, calcolato dall'Istat, denominato "Prodotti farmaceutici", che include anche prodotti a prezzo libero.

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						
1995	72.882	1.011	-25.533	-4.680	43.680	51.790	-58.102	-6.312	-34.458	-2.910
1996	93.753	3.061	-23.123	-10.336	63.355	(37.557)	-47.394	(-9.837)	(-32.921)	-20.597
1997	(80.126)	(3.597)	(-20.099)	(-1.703)	(61.921)	(-23.054)	(11.584)	(-11.470)	(-27.623)	(-22.828)
1995 - IV trim. ..	18.914	-357	-6.251	-2.462	9.844	30.812	-33.077	-2.265	-5.933	-1.646
1996 - I trim. ..	18.294	-1.161	-5.996	15	11.152	-15.636	19.010	3.374	-14.110	-416
II " ..	25.150	2.717	-7.279	-4.153	16.435	20.537	-14.465	6.072	1.573	-24.080
III " ..	26.551	2.189	-4.666	-2.232	21.842	434	-11.401	-10.967	-12.116	1.241
IV " ..	23.758	-684	-5.182	-3.966	13.926	(32.222)	-40.538	(-8.316)	(-8.268)	2.658
1997 - I trim. ..	16.861	-360	-5.200	3.177	14.478	(-13.057)	24.493	(11.436)	(-26.410)	496
II " ..	19.884	1.772	-6.797	-2.884	11.975	(20.813)	-42.718	(-21.905)	(8.215)	1.715
III " ..	23.664	2.592	-4.043	-1.948	20.265	(-5.492)	14.782	(9.290)	(-6.953)	-22.602
IV " ..	(19.717)	(-407)	(-4.059)	(-48)	(15.203)	(-25.318)	(15.027)	(-10.291)	(-2.475)	(-2.437)
1995 - Dic.	5.510	-417	-2.598	561	3.056	13.897	-13.248	649	2.095	-5.800
1996 - Gen.	3.617	-335	-2.661	303	924	-4.604	7.450	2.846	-3.777	7
Feb.	7.092	-408	-774	-155	5.755	-2.105	-550	-2.655	-4.017	917
Mar.	7.585	-418	-2.561	-133	4.473	-8.927	12.110	3.183	-6.316	-1.340
Apr.	6.729	218	-2.173	-1.224	3.550	27.746	-26.808	938	3.555	-8.043
Mag.	9.467	599	-1.986	-1.531	6.549	-8.214	13.151	4.937	-2.219	-9.267
Giu.	8.954	1.900	-3.120	-1.398	6.336	1.005	-808	197	237	-6.770
Lug.	14.435	1.614	-2.169	-675	13.205	-10.366	6.933	-3.433	-10.095	323
Ago.	7.336	321	-190	-872	6.595	3.953	-15.024	-11.071	1.668	2.808
Set.	4.780	254	-2.307	-685	2.042	6.847	-3.310	3.537	-3.689	-1.890
Ott.	10.234	-87	-1.690	-1.515	6.942	10.316	-5.718	4.598	-7.144	-4.396
Nov.	7.712	-486	-1.004	-1.110	5.112	(4.414)	-10.748	(-6.334)	(-1.320)	2.542
Dic.	5.812	-111	-2.488	-1.341	1.872	(17.492)	-24.072	(-6.580)	(196)	4.512
1997 - Gen.	4.158	-68	-1.599	4.431	6.922	(-10.701)	22.076	(11.375)	(-12.923)	-5.374
Feb.	6.085	-125	-1.128	-800	4.032	(1.429)	263	(1.692)	(-7.687)	1.963
Mar.	6.618	-167	-2.473	-454	3.524	(-3.785)	2.154	(-1.631)	(-5.800)	3.907
Apr.	6.437	70	-1.971	-349	4.187	(-2.194)	-4.343	(-6.537)	(204)	2.146
Mag.	7.070	406	-2.323	-1.151	4.002	(15.154)	-17.029	(-1.875)	(-556)	-1.571
Giu.	6.377	1.296	-2.503	-1.384	3.786	(7.853)	-21.346	(-13.493)	(8.567)	1.140
Lug.	13.279	1.548	-1.050	-2	13.775	(-5.760)	181	(-5.579)	(3.928)	-12.124
Ago.	6.668	123	-1.199	-1.425	4.167	(-8.897)	11.821	(2.924)	(-2.292)	-4.799
Set.	3.717	921	-1.794	-521	2.323	(9.165)	2.780	(11.945)	(-8.589)	-5.679
Ott.	8.513	394	-1.642	-788	6.477	(-5.509)	646	(-4.863)	(-4.013)	2.399
Nov.	(6.174)	(-321)	(-399)	(-58)	(5.396)	(-15.692)	(15.292)	(-400)	(-4.159)	(-837)
Dic.	(5.030)	(-480)	(-2.018)	(798)	(3.330)	(-4.117)	(-911)	(-5.028)	(5.697)	(-3.999)

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			Posizione riserva su FMI	Oro	Totale riserve ufficiali
	Valute convertibili	Ecu ufficiali	DSP	Totale		Attività		Passività			
						Totale	di cui: Titoli esteri				
<i>(miliardi di lire)</i>											
1994 - Dic. ...	39.197	7.554	204	46.955	790	2.290	1.817	1.671	3.314	41.338	91.436
1995 - Dic. ...	38.377	9.377	0	47.754	2.462	4.470	3.533	1.655	3.112	40.257	91.476
1996 - Dic. ...	44.846	16.323	45	61.214	366	6.234	5.259	1.546	2.839	38.366	106.741
1997 - Gen. ...	52.228	15.510	66	67.804	179	6.405	5.411	1.579	2.821	38.366	113.638
Feb. ...	51.408	15.744	61	67.213	285	6.976	5.934	1.641	2.926	38.366	113.555
Mar. ...	47.662	15.782	56	63.500	309	6.739	5.694	1.629	2.855	37.491	108.647
Apr. ...	46.111	15.844	54	62.009	121	6.725	5.676	1.640	2.873	37.491	107.337
Mag. ...	47.711	15.841	65	63.617	240	6.804	5.755	1.653	2.889	37.491	108.908
Giu. ...	46.473	15.707	67	62.247	235	6.704	5.655	1.660	2.889	38.301	108.246
Lug. ...	60.533	15.166	92	75.791	370	6.827	5.758	1.706	2.996	38.301	121.839
Ago. ...	64.154	15.166	97	79.417	281	7.471	6.413	1.685	3.032	38.301	126.255
Set. ...	68.839	15.101	95	84.035	261	7.721	6.679	1.655	3.026	37.940	130.806
Ott. ...	65.722	15.870	97	81.689	232	7.410	6.374	1.644	3.006	37.940	128.169
Nov. ...	66.347	15.948	115	82.410	233	7.649	6.809	1.653	3.306	37.940	129.419
Dic. ...	69.766	15.932	118	85.816	359	8.325	7.480	1.668	3.942	37.578	133.634
<i>(milioni di dollari)</i>											
1994 - Dic. ...	24.052	4.635	125	28.812	485	1.405	1.115	1.025	2.034	26.342	57.082
1995 - Dic. ...	24.217	5.917	0	30.134	1.554	2.821	2.229	1.044	1.964	25.654	57.975
1996 - Dic. ...	29.300	10.664	29	39.993	239	4.073	3.436	1.010	1.855	24.630	69.302
1997 - Gen. ...	32.397	9.621	41	42.059	111	3.973	3.356	979	1.750	24.630	71.322
Feb. ...	30.475	9.333	36	39.844	169	4.135	3.518	973	1.735	24.630	69.202
Mar. ...	28.419	9.410	33	37.863	184	4.018	3.395	971	1.702	24.272	66.700
Apr. ...	26.962	9.264	32	36.258	71	3.932	3.319	959	1.680	24.272	65.113
Mag. ...	28.221	9.370	38	37.630	142	4.025	3.404	978	1.709	24.272	66.515
Giu. ...	27.303	9.228	39	36.571	138	3.939	3.322	975	1.697	22.463	63.556
Lug. ...	33.863	8.484	51	42.398	207	3.819	3.221	954	1.676	22.463	69.195
Ago. ...	36.461	8.619	55	45.136	160	4.246	3.645	958	1.723	22.463	72.451
Set. ...	39.874	8.747	55	48.676	151	4.472	3.869	959	1.753	21.806	75.598
Ott. ...	38.840	9.379	57	48.277	137	4.379	3.767	972	1.776	21.806	75.130
Nov. ...	38.409	9.232	67	47.708	135	4.428	3.942	957	1.914	21.806	74.764
Dic. ...	39.658	9.056	67	48.781	204	4.732	4.252	948	2.241	19.371	73.973

Formazione del fabbisogno del settore statale

(miliardi di lire)

PERIODO	Bilancio			Tesoreria	Impieghi della Cassa DD. PP.	Fabbisogno aggiuntivo Anas, Foreste e altri enti	Fabbisogno lordo	Regolazioni di debiti pregressi (-)	Dismissioni (-)	Fabbisogno netto
	Incassi	Pagamenti (-)	Saldo							
1991	445.914	576.566	-130.652	-10.274	-4.498	-1.087	-146.512	-73	2.100	-148.538
1992	499.612	609.933	-110.321	-45.269	-3.515	-3.674	-162.779	-31	-	-162.748
1993	470.685	615.237	-144.552	-2.662	-11.094	521	-157.787	-10.837	-	-146.950
1994	477.160	616.426	-139.266	2.064	-15.346	-550	-153.099	-9.342	5.921	-149.677
1995	523.486	639.846	-116.360	9.200	-12.923	-2.515	-122.598	-4.085	8.354	-126.867
1996	549.509	682.686	-133.177	5.705	-10.086	1.349	-136.209	-13.502	6.226	-128.934
1997	626.441	614.181	12.260	-38.901	-6.079	1.615	-31.105	409	21.179	-52.693
1996 - I trim.	108.581	124.786	-16.204	-27.724	-2.297	-19	-46.244	-	-	-46.244
II "	149.363	171.338	-21.975	15.500	-3.268	436	-9.308	-3.477	-	-5.831
III "	116.317	163.598	-47.281	2.580	-2.987	6	-47.682	-3.761	493	-44.414
IV "	175.247	222.964	-47.717	15.350	-1.533	925	-32.975	-6.263	5.733	-32.445
1997 - I trim.	110.054	102.252	7.802	-36.655	-1.594	6	-30.440	-	-6.297	-24.144
II "	155.862	118.199	37.664	-39.529	-2.093	435	-3.523	-451	-1.885	-1.187
III "	149.581	176.253	-26.672	12.804	-963	5	-14.826	-1.420	12.848	-26.254
IV "	210.943	217.478	-6.534	24.479	-1.429	1.169	17.685	2.280	16.513	-1.109
1997 - Gen.	44.902	33.223	11.679	-10.026	-502	6	1.157	-	3	1.154
Feb.	34.210	38.915	-4.705	-2.394	-506	-	-7.605	-	-	-7.605
Mar.	30.942	30.114	829	-24.235	-585	-	-23.992	-	-6.300	-17.692
Apr.	37.588	37.626	-38	-17.463	-767	264	-18.004	-	-	-18.004
Mag.	46.041	33.753	12.287	-24.446	-675	-	-12.834	-218	37	-12.653
Giu.	72.233	46.819	25.415	2.380	-651	171	27.315	-233	-1.922	29.470
Lug.	64.845	91.844	-27.000	34.551	159	1	7.711	-757	12.848	-4.380
Ago.	48.507	37.450	11.056	-12.925	-463	-	-2.332	-370	-	-1.962
Set.	36.230	46.959	-10.729	-8.822	-658	4	-20.205	-293	-	-19.912
Ott.	38.777	55.616	-16.839	577	-670	283	-16.649	-738	-	-15.911
Nov.	69.399	54.471	14.928	-3.920	-527	-	10.481	-425	21.510	-10.604
Dic.	102.767	107.390	-4.622	27.821	-232	886	23.852	3.444	-4.997	25.406

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 lordo
			Conti correnti	Altri				
1991	113.915	11.589	2.011	461	7.036	5.506	5.994	146.512
1992	91.121	46.479	7.706	-590	9.111	173	8.779	162.779
1993	163.120	5.577	-35.244	732	8.922	12.374	2.307	157.787
1994	225.609	11.706	-109.474	-2.245	21.738	9.569	-3.803	153.099
1995	88.677	-1.506	-8.195	-244	15.791	25.598	2.477	122.598
1996	126.939	-27.453	17.370	304	13.263	15.380	-9.594	136.209
1997	98.904	-82.310	-3.020	599	10.974	4.059	1.900	31.105
1996 - I trim.	27.702	-4.288	19.810	1.085	373	2.801	-1.239	46.244
II "	41.369	-3.463	-32.667	-1.076	1.560	4.973	-1.387	9.308
III "	36.437	-4.952	11.984	1.179	2.577	3.725	-3.267	47.682
IV "	21.432	-14.750	18.244	-884	8.753	3.882	-3.701	32.975
1997 - I trim.	41.309	-19.560	1.897	-1.814	4.438	1.173	2.996	30.440
II "	20.885	-18.250	-8.818	2.244	1.952	2.185	3.326	3.523
III "	29.947	-19.750	-325	177	2.060	3.349	-632	14.826
IV "	6.762	-24.750	4.227	-8	2.524	-2.648	-3.791	-17.685
1997 - Gen.	483	-7.750	-846	427	3.205	-5	3.329	-1.157
Feb.	19.273	-5.810	-6.949	-395	1.204	-90	371	7.605
Mar.	21.553	-6.000	9.692	-1.846	29	1.267	-703	23.992
Apr.	1.375	-6.000	16.217	2.265	486	-610	4.271	18.004
Mag.	15.428	-6.250	1.185	-1.335	289	2.795	721	12.834
Giu.	4.082	-6.000	-26.221	1.314	1.177	-1	-1.666	-27.314
Lug.	19.378	-6.250	-23.491	173	-998	3.444	33	-7.711
Ago.	-4.555	-5.500	11.707	32	693	-13	-32	2.332
Set.	15.125	-8.000	11.458	-28	2.366	-82	-634	20.205
Ott.	13.220	-9.000	12.916	7	122	-293	-322	16.649
Nov.	5.019	-8.500	-6.357	-178	37	-106	-395	-10.481
Dic.	-11.476	-7.250	-2.332	163	2.365	-2.249	-3.073	-23.852

Consistenza del debito delle Amministrazioni pubbliche

(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	Debiti emessi all'estero	Passività verso BI-UIC	Totale (definizione UE)		Attività presso BI-UIC	Totale	Per memoria: debito del settore statale
									in perc. del PIL			
1991	732.625	338.254	96.198	81.141	3.205	54.987	142.858	1.449.266	101,5	-1.095	1.448.171	1.412.037
1992	805.338	393.827	105.308	93.994	3.458	64.575	167.385	1.633.885	108,7	-1.406	1.632.480	1.595.122
1993	958.951	399.434	114.230	107.803	3.599	85.505	176.990	1.846.512	119,1	-32.507	1.814.005	1.765.516
1994	1.104.569	397.016	135.968	106.525	3.632	96.022	203.541	2.047.274	124,9	-65.754	1.981.520	1.931.848
1995 - I trim.	1.140.949	405.135	140.993	108.063	3.693	108.036	201.168	2.108.037	-	-59.041	2.048.996	2.001.525
II "	1.159.449	405.678	144.487	113.053	3.773	124.170	205.993	2.156.602	-	-87.689	2.068.913	2.017.791
III "	1.182.287	406.671	148.752	111.662	3.845	119.398	203.938	2.176.553	-	-71.533	2.105.020	2.055.128
IV "	1.203.577	407.144	151.759	111.641	3.844	119.274	204.061	2.201.301	124,2	-74.184	2.127.116	2.072.707
1996 - I trim.	1.235.755	403.039	152.132	109.329	3.915	119.119	200.282	2.223.571	-	-53.318	2.170.254	2.117.000
II "	1.281.572	390.226	153.692	111.736	3.975	119.954	206.490	2.267.645	-	-86.982	2.180.663	2.123.025
III "	1.322.783	389.322	156.269	109.524	4.027	122.972	201.391	2.306.289	-	-73.849	2.232.440	2.172.105
IV "	1.366.059	381.599	165.022	108.773	4.103	125.592	171.018	2.322.167	124,0	-56.459	2.265.708	2.204.375
1997 - Gen.	1.368.291	370.147	168.227	109.237	4.132	128.110	173.392	2.321.536	-	-56.854	2.264.683	2.206.505
Feb.	1.386.619	361.456	169.431	110.621	4.143	131.994	177.272	2.341.535	-	-64.227	2.277.308	2.218.130
Mar.	1.408.697	352.638	169.460	108.537	4.163	132.394	181.625	2.357.514	-	-56.367	2.301.147	2.242.969
Apr.	1.420.186	347.508	169.947	111.401	4.184	132.304	172.552	2.358.081	-	-37.876	2.320.205	2.261.853
Mag.	1.441.106	339.701	170.235	111.377	4.205	136.855	170.238	2.373.718	-	-38.051	2.335.666	2.278.173
Giu.	1.448.143	328.845	171.412	111.742	4.209	139.434	172.665	2.376.450	-	-62.962	2.313.488	2.251.000
Lug.	1.478.146	320.497	170.414	110.015	4.243	145.860	164.878	2.394.053	-	-86.300	2.307.752	2.247.353
Ago.	1.473.649	317.495	171.107	108.135	4.259	144.320	160.979	2.379.944	-	-74.551	2.305.393	2.247.125
Set.	1.491.503	309.972	173.472	108.815	4.278	142.257	158.672	2.388.970	-	-63.005	2.325.965	2.265.849
Ott.	1.504.509	302.122	173.594	108.578	4.320	141.155	157.045	2.391.323	-	-50.083	2.341.240	2.281.037
Nov.	1.512.432	291.981	173.631	108.796	4.337	140.992	157.058	2.389.228	-	-56.617	2.332.612	2.271.116
Dic.	1.499.290	287.195	175.996	110.644	4.355	139.738	154.995	2.372.212	121,6	-58.790	2.313.422	2.248.026

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.								di cui: riserve obbligatorie	Altre voci	Totale	
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
1996	20.449	-24.227	17.370	-23.834	6.291	-5.647	-10.477	4.152	1.826	684	-1.779	1.641	2.326
1997	22.841	-2.921	-3.020	(-46.502)	32.024	862	7.220	(13.425)	(7.246)	6.111	10.669	-67	6.179
1997 - Gen. ...	5.363	..	-846	-2.493	-8.171	-146	-1.065	-7.358	-3.773	-397	1.866	-3.189	-3.586
Feb. ...	-1.608	..	-6.949	-3.204	16.388	31	378	5.036	-614	5.863	5.889	-212	5.651
Mar. ...	-4.262	..	9.692	-3.576	167	-36	-331	1.654	3.608	-2.858	-3.202	904	-1.954
Apr. ...	-2.131	..	16.217	-2.275	-14.349	-18	-1.395	-3.951	-2.459	-1.286	289	-205	-1.491
Mag. ...	1.571	..	1.185	-4.146	7.716	-22	159	6.463	2.481	4.089	515	-106	3.982
Giu. ...	-1.139	..	-26.221	-3.915	19.978	12	7.801	-3.483	-1.661	-2.184	1.729	362	-1.822
Lug. ...	12.134	-2.921	-23.491	-2.527	24.721	7	-1.699	9.143	3.720	5.336	-882	87	5.423
Ago. ...	4.804	..	11.707	-2.125	-20.377	-114	1	-6.103	-2.526	-3.027	1.832	-550	-3.577
Set. ...	4.544	..	11.458	-5.797	-7.494	-85	152	2.779	1.054	1.246	-265	478	1.725
Ott. ...	-1.278	..	12.916	-5.974	418	133	-2.155	4.061	-770	5.017	438	-187	4.830
Nov. ...	823	..	-6.357	(-6.981)	7.644	8	4.496	(-367)	(4.021)	-5.734	2.204	1.346	-4.388
Dic. ...	4.021	..	-2.332	(-3.489)	5.381	1.092	879	(5.552)	(4.165)	48	256	1.339	1.387

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				
1995	122.598	-21.957	26.922	-100.043	-22.688	-117.766	-38.200	-155.967	-8.195	-25.174
1996	136.209	14.356	-35.575	-65.985	-40.097	-127.302	-15.372	-142.673	17.370	-23.834
1997	31.105	(49.861)	(-17.471)	(-77.705)	(-27.872)	(-73.186)	-7.441	(-80.627)	-3.020	(-46.502)
1997 - Gen. ...	-1.157	6.110	-7.409	8.271	-2.629	4.343	-6.525	-2.182	-846	-2.493
Feb. ...	7.605	3.366	1.184	-19.308	-1.520	-16.278	-1.480	-17.758	-6.949	-3.204
Mar. ...	23.992	4.302	-1.871	-14.720	-5.000	-17.289	-588	-17.876	9.692	-3.576
Apr. ...	18.004	3.036	-852	-2.349	244	80	-4.141	-4.062	16.217	-2.275
Mag. ...	12.834	4.599	-2.368	-7.448	-6.780	-11.996	-3.799	-15.795	1.185	-4.146
Giu. ...	-27.315	4.832	-2.210	-8.718	2.777	-3.319	498	-2.821	-26.221	-3.915
Lug. ...	-7.711	3.532	1.461	-14.095	-6.737	-15.839	-2.468	-18.308	-23.491	-2.527
Ago. ...	2.332	3.998	-204	4.687	-586	7.896	-645	7.251	11.707	-2.125
Set. ...	20.205	4.553	-1.685	-11.624	-4.148	-12.904	-1.639	-14.544	11.458	-5.797
Ott. ...	16.649	3.880	-2.010	-11.944	-157	-10.231	524	-9.707	12.916	-5.974
Nov. ...	-10.481	3.312	-1.508	-5.602	-6.124	-9.922	7.065	-2.857	-6.357	(-6.981)
Dic. ...	-23.852	(4.342)	..	(5.145)	(2.787)	(12.274)	5.757	(18.032)	-2.332	(-3.489)

Base monetaria e operazioni della Banca d'Italia: medie di dati giornalieri*(consistenze in miliardi di lire e valori percentuali)*

PERIODO	Base monetaria						
	Circolante	Riserve bancarie				Totale	Variazioni percentuali (12 mesi)
		Depositi presso B.I.	di cui: riserve in eccesso	Cassa contante	Margine disponibile anticipazioni ordinarie		
1995 – Dic.	98.380	73.921	202	5.736	179	79.836	0,6
1996 – Dic.	101.768	72.202	244	6.494	359	79.056	2,0
1997 – Gen.	96.348	74.089	266	6.118	189	80.396	5,6
Feb.	95.846	79.992	280	5.396	197	85.584	8,5
Mar.	98.101	76.769	260	5.670	187	82.626	10,0
Apr.	97.079	77.055	257	5.939	222	83.216	10,4
Mag.	98.925	77.584	271	5.781	182	83.547	9,8
Giu.	98.601	79.309	267	5.711	237	85.257	11,0
Lug.	101.554	78.499	338	5.868	219	84.586	11,7
Ago.	99.486	80.320	327	5.908	307	86.535	13,1
Set.	100.100	80.019	291	6.028	222	86.269	13,5
Ott.	99.835	80.463	297	6.158	196	86.817	12,7
Nov.	104.045	82.741	371	6.376	540	89.657	12,9
Dic.	108.955	82.958	323	7.171	415	90.544	11,3

Segue: **Tav. a26**

		Operazioni della Banca d'Italia						PERIODO	
Totale	Variazioni percentuali (12 mesi)	Operazioni temporanee				Acquisti di valuta	Anticipazioni a scadenza fissa		Totale
		In titoli			Acquisti di valuta				
		Acquisti	Vendite	Totale					
178.216	1,2	15.852	1.277	14.575	42.143	3.819	60.537	..... Dic. - 1995
180.823	2,6	23.853	571	23.282	14.933	..	38.214	..... Dic. - 1996
176.743	4,8	26.636	722	25.913	14.887	..	40.801	..... Gen. - 1997
181.431	7,3	34.661	952	33.708	15.748	8	49.464	..... Feb.
180.727	8,1	21.807	1.309	20.498	16.352	16	36.866	..... Mar.
180.295	8,2	8.651	1.190	7.460	16.356	..	23.816	..... Apr.
182.472	8,3	28.506	1.232	27.275	16.376	13	43.663	..... Mag.
183.858	8,5	41.205	1.280	39.925	16.374	7	56.305	..... Giu.
186.140	9,1	38.202	1.147	37.054	13.998	..	51.053	..... Lug.
186.021	9,5	31.727	1.226	30.501	13.702	..	44.204	..... Ago.
186.369	10,1	20.269	729	19.539	14.025	..	33.564	..... Set.
186.652	9,5	14.842	256	14.586	14.100	36	28.722	..... Ott.
193.701	10,0	17.052	246	16.806	13.910	74	30.790	..... Nov.
199.499	8,9	20.679	1.417	19.261	13.817	76	33.154	..... Dic.

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			
1994	91.572	32.129	192.911	-	-58.018	-5.921	2.903	1.816	43.741	2.819	-80.517
1995	91.617	41.791	193.582	-	-63.122	-9.012	2.794	1.951	35.836	7.676	-81.808
1996	106.733	15.193	165.665	-	-54.751	-13	3.201	2.055	48.225	2.029	-89.376
1997 - Gen. .	113.619	15.857	166.452	-	-55.143	-468	3.633	2.059	34.741	1.884	-90.363
Feb. .	113.891	16.486	170.350	-	-53.647	-8.911	3.244	2.065	44.416	1.914	-91.865
Mar. .	108.628	16.411	174.752	-	-50.252	-2.615	1.403	2.070	38.445	1.878	-91.194
Apr. .	107.333	16.652	165.963	-	-33.747	-2.903	3.673	2.076	20.889	9.313	-93.425
Mag. .	108.903	16.504	163.874	-	-32.561	-2.903	2.345	2.082	27.876	9.291	-93.267
Giu. .	108.242	16.545	166.949	-	-60.982	-703	3.667	2.090	39.542	9.303	-85.944
Lug. .	121.845	14.301	159.061	-	-84.347	-830	3.851	2.101	58.333	20.416	-89.112
Ago. .	126.266	14.076	155.165	-	-72.639	-830	3.886	2.104	39.693	20.302	-88.728
Set. .	129.683	13.811	153.091	-	-61.181	-830	3.868	2.114	28.494	20.217	-87.448
Ott. .	128.167	13.536	151.722	-	-35.105	-13.990	3.905	2.144	24.271	20.350	-89.365
Nov. .	129.413	13.819	151.869	-	-28.397	-27.055	(3.726)	(2.144)	24.965	20.358	-85.292
Dic. .	133.650	14.074	149.607	-	-53.547	-4.237	(3.890)	(2.144)	28.955	21.450	-84.629

PERIODO	Utilizzo					Totale base monetaria
	Circolante	Riserve bancarie			Totale	
		Depositi presso B.I.		Altre voci		
		di cui: riserva obbligatoria				
1994	96.221	87.377	92.464	5.893	93.270	189.490
1995	98.281	72.067	73.736	7.215	79.282	177.562
1996	100.107	72.751	71.958	8.856	81.607	181.714
1997 - Gen. .	96.334	72.354	73.823	5.667	78.022	174.356
Feb. .	95.720	78.217	79.712	5.455	83.672	179.392
Mar. .	99.327	75.359	76.509	6.359	81.718	181.046
Apr. .	96.868	74.073	76.798	6.154	80.227	177.095
Mag. .	99.349	78.162	77.313	6.047	84.209	183.558
Giu. .	97.688	75.978	79.042	6.409	82.387	180.075
Lug. .	101.408	81.314	78.161	6.496	87.810	189.218
Ago. .	98.883	78.286	79.993	5.946	84.232	183.115
Set. .	99.937	79.532	79.728	6.425	85.957	185.894
Ott. .	99.167	84.549	80.166	6.238	90.787	189.954
Nov. .	(103.188)	78.814	82.370	7.585	86.399	(189.587)
Dic. .	(107.353)	78.862	82.626	(8.923)	(87.786)	(195.139)

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	
	Sottoscrizioni	Rimborsi	Sottoscrizioni nette						
Totale									
1996	202	24.444	-24.242	-6.099	-30.341	11.782	608	12.389	-17.951
1997	(91)	(47.282)	(-47.191)	51.293	(4.103)	-15.078	-4.191	-19.270	(-15.167)
1997 - Gen.	11	2.936	-2.925	5.313	2.388	-13.211	-273	-13.484	-11.096
Feb.	7	2.822	-2.815	6.713	3.898	9.634	41	9.675	13.573
Mar.	8	1.743	-1.735	6.137	4.402	-5.570	-400	-5.971	-1.568
Apr.	7	4.552	-4.546	3.208	-1.338	-17.969	412	-17.556	-18.894
Mag.	23	2.841	-2.818	729	-2.089	7.149	-162	6.987	4.898
Giu.	8	5.244	-5.237	8.312	3.075	12.077	-410	11.666	14.742
Lug.	7	2.718	-2.712	5.930	3.218	18.699	92	18.791	22.009
Ago.	7	2.166	-2.159	-1.737	-3.896	-18.639	-1	-18.640	-22.536
Set.	7	5.786	-5.780	3.706	-2.074	-11.885	686	-11.199	-13.274
Ott.	5	6.015	-6.010	4.641	-1.369	-4.421	198	-4.223	-5.592
Nov.	3	6.806	-6.803	6.950	147	361	333	694	841
Dic. ....	..	(3.652)	(-3.652)	1.391	(-2.261)	8.697	-4.707	3.990	1.729
di cui: BOT									
1996 .....	..	13.097	-13.097	11.461	-1.636	4.459	..	4.459	2.823
1997 .....	..	(32.448)	(-32.448)	45.101	(12.653)	-6.748	..	-6.748	(5.906)
1997 - Gen. ....	..	1.640	-1.640	5.259	3.619	-4.014	..	-4.014	-395
Feb. ....	..	2.444	-2.444	5.633	3.189	-742	..	-742	2.447
Mar. ....	..	1.698	-1.698	4.507	2.809	-1.451	..	-1.451	1.358
Apr. ....	..	2.964	-2.964	2.186	-779	-2.832	..	-2.832	-3.611
Mag. ....	..	1.651	-1.651	3.102	1.452	933	..	933	2.385
Giu. ....	..	1.168	-1.168	6.141	4.973	-84	..	-84	4.889
Lug. ....	..	2.718	-2.718	4.830	2.112	879	..	879	2.992
Ago. ....	..	1.502	-1.502	-1.003	-2.505	-1.204	..	-1.204	-3.709
Set. ....	..	3.448	-3.448	3.443	-5	-853	..	-853	-858
Ott. ....	..	5.120	-5.120	3.552	-1.567	399	..	399	-1.168
Nov. ....	..	5.188	-5.188	6.904	1.716	1.212	..	1.212	2.928
Dic. ....	..	(2.908)	(-2.908)	546	(-2.362)	1.009	..	1.009	(-1.353)

continua ►

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	
	Sottoscrizioni	Rimborsi	Sottoscrizioni nette						
di cui: CCT									
1996	17	2.803	-2.787	-1.211	-3.998	1.355	-139	1.216	-2.782
1997	(12)	(2.167)	(-2.156)	2.142	(-14)	-3.850	144	-3.706	(-3.723)
1997 - Gen.	2	7	-5	128	123	-3.358	36	-3.322	-3.199
Feb.	1	257	-256	-3	-259	3.319	148	3.467	3.208
Mar.	1	34	-33	1	-32	-4.175	5	-4.170	-4.202
Apr. ....	..	766	-766	183	-583	-2.375	..	-2.375	-2.958
Mag.	6	173	-167	-234	-401	2.844	..	2.844	2.443
Giu.	1	23	-22	302	280	1.797	..	1.797	2.077
Lug.	1	..	..	106	106	5.106	..	5.106	5.211
Ago. ....	..	12	-11	-5	-17	-5.327	..	-5.327	-5.344
Set. ....	..	893	-893	139	-754	-2.707	-116	-2.823	-3.577
Ott. ....	..	..	..	711	711	-3.775	-11	-3.786	-3.075
Nov. ....	..	2	-2	104	102	1.413	127	1.540	1.640
Dic. ....	..	..	..	710	(710)	3.388	-45	3.343	(4.053)
di cui: BTP									
1996	75	7.163	-7.088	-17.375	-24.463	5.953	747	6.700	-17.763
1997	(79)	(7.127)	(-7.048)	2.923	(-4.124)	-2.875	-4.335	-7.210	(11.335)
1997 - Gen.	10	509	-499	-32	-532	-5.824	-310	-6.134	-6.666
Feb.	6	..	6	1.106	1.112	7.952	-105	7.847	8.959
Mar.	7	..	7	1.371	1.378	2.363	-406	1.957	3.335
Apr.	7	175	-168	533	365	-12.057	411	-11.646	-11.281
Mag.	17	1.016	-999	-1.891	-2.889	349	-161	188	-2.701
Giu.	7	2.241	-2.234	1.529	-706	12.160	-411	11.749	11.043
Lug.	6	..	6	926	932	9.734	91	9.825	10.757
Ago.	6	595	-588	-977	-1.566	-10.345	..	-10.345	-11.911
Set.	7	689	-682	134	-548	-6.725	802	-5.923	-6.471
Ott.	5	..	5	409	413	406	209	615	1.028
Nov.	3	1.617	-1.614	-57	-1.671	-3.767	227	-3.540	-5.211
Dic. ....	..	(286)	(-286)	-127	(-413)	2.879	-4.682	-1.803	(-2.216)

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										
1997 - metà Feb. ...	3.490	10	3.500	3.000	90	9.835	3.000	98,52	5,43	6,23
fine " ...	10.706	544	11.250	10.500	91	11.617	10.500	98,35	6,01	6,90
metà Mar. ...	3.250	..	3.250	3.000	94	5.473	3.000	98,48	5,34	6,13
fine " ...	10.673	327	11.000	10.000	94	12.418	10.000	98,18	6,43	7,39
metà Apr. ...	3.000	..	3.000	3.500	91	5.804	3.500	98,52	5,37	6,16
fine " ...	10.441	309	10.750	9.750	94	12.708	9.750	98,30	5,99	6,88
metà Mag. ...	2.985	15	3.000	4.000	91	6.256	4.000	98,40	5,82	6,68
fine " ...	10.150	350	10.500	8.000	91	9.312	8.000	98,50	5,44	6,25
metà Giu. ...	3.000	..	3.000	3.500	91	6.705	3.500	98,39	5,86	6,73
fine " ...	10.000	..	10.000	8.000	92	11.712	8.000	98,40	5,75	6,61
metà Lug. ...	3.500	..	3.500	3.500	92	6.235	3.500	98,40	5,75	6,61
fine " ...	9.244	506	9.750	8.000	92	10.096	8.000	98,43	5,64	6,48
metà Ago. ...	3.843	157	4.000	3.500	92	6.889	3.500	98,39	5,79	6,65
fine " ...	8.000	..	8.000	7.000	91	11.392	7.000	98,45	5,63	6,47
metà Set. ...	3.492	8	3.500	3.500	91	7.330	3.500	98,53	5,33	6,12
fine " ...	7.950	50	8.000	6.500	91	11.622	6.500	98,64	4,92	5,65
metà Ott. ...	3.371	129	3.500	3.500	92	8.372	3.500	98,43	5,64	6,48
fine " ...	7.760	240	8.000	7.000	76	9.937	7.000	98,78	5,24	6,07
metà Nov. ...	3.426	74	3.500	3.500	94	5.817	3.500	98,50	5,26	6,04
fine " ...	6.975	24	7.000	6.500	80	8.178	6.500	98,75	5,13	5,91
metà Dic. ...	3.468	32	3.500	3.500	91	5.465	3.500	98,64	4,92	5,65
fine " ...	6.400	100	6.500	6.000	76	7.907	6.000	99,01	4,17	4,89
1998 - metà Gen. ...	10.458	42	10.500	9.000	90	9.750	9.000	98,66	4,90	5,62
fine " ...	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
metà Feb. ...	10.000	..	10.000	9.500	88	11.896	9.500	98,56	5,40	6,20
6 Mesi										
1997 - metà Feb. ...	5.891	109	6.000	5.000	181	7.398	5.000	96,85	5,80	6,67
fine " ...	12.762	798	13.560	12.000	182	13.923	12.000	96,70	6,05	6,96
metà Mar. ...	5.950	50	6.000	4.500	185	7.377	4.500	96,88	5,61	6,45
fine " ...	12.830	420	13.250	12.000	186	14.816	12.000	96,37	6,54	7,53
metà Apr. ...	4.990	10	5.000	4.000	183	7.301	4.000	97,08	5,30	6,09
fine " ...	12.354	1.146	13.500	11.000	186	14.227	11.000	96,74	5,84	6,72
metà Mag. ...	4.855	145	5.000	4.500	183	6.757	4.500	96,93	5,58	6,42
fine " ...	11.865	385	12.250	10.500	182	11.652	10.500	96,92	5,63	6,48
metà Giu. ...	4.120	130	4.250	3.750	182	5.309	3.750	96,87	5,73	6,59
fine " ...	11.335	165	11.500	10.000	183	11.901	10.000	96,89	5,66	6,50
metà Lug. ...	4.995	5	5.000	4.500	184	6.726	4.500	96,88	5,64	6,49
fine " ...	11.805	695	12.500	11.000	183	15.263	11.000	96,83	5,77	6,64
metà Ago. ...	4.656	344	5.000	4.500	186	9.670	4.500	96,76	5,81	6,68
fine " ...	11.565	435	12.000	11.000	182	16.385	11.000	96,92	5,63	6,48
metà Set. ...	4.475	25	4.500	4.000	182	9.635	4.000	97,02	5,44	6,26
fine " ...	11.795	205	12.000	10.500	182	21.097	10.500	97,22	5,06	5,82
metà Ott. ...	4.000	..	4.000	3.500	167	5.857	3.500	97,29	5,43	6,19
fine " ...	10.562	438	11.000	10.000	181	12.271	10.000	97,22	5,09	5,85
metà Nov. ...	4.445	55	4.500	4.000	167	4.887	4.000	97,41	5,15	5,90
fine " ...	9.743	757	10.500	9.000	182	11.222	9.000	97,25	5,01	5,75
metà Dic. ...	3.647	103	3.750	3.000	165	4.760	3.000	97,60	4,78	5,52
fine " ...	9.452	548	10.000	8.500	182	10.375	8.500	97,60	4,35	4,99
1998 - metà Gen. ...	4.413	87	4.500	4.500	166	6.056	4.500	97,67	4,67	5,32
fine " ...	10.668	332	11.000	10.000	182	14.493	10.000	97,27	4,97	5,71
metà Feb. ...	4.030	470	4.500	4.000	165	6.677	4.000	97,48	5,07	5,81

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										
1997 - metà Feb. ...	6.991	9	7.000	6.000	367	9.624	6.000	93,85	5,66	6,52
fine " ...	14.026	974	15.000	14.000	364	18.520	14.000	93,70	5,85	6,74
metà Mar. ...	5.374	126	5.500	5.000	367	10.449	5.000	93,55	5,95	6,86
fine " ...	12.225	775	13.000	11.500	368	14.652	11.500	93,05	6,42	7,41
metà Apr. ...	4.305	195	4.500	4.000	365	6.430	4.000	93,85	5,69	6,55
fine " ...	11.196	1.304	12.500	11.000	367	15.470	11.000	93,55	5,95	6,86
metà Mag. ...	4.686	314	5.000	4.500	365	9.229	4.500	93,85	5,69	6,55
fine " ...	10.058	442	10.500	8.500	364	11.338	8.500	94,00	5,56	6,40
metà Giu. ...	3.831	669	4.500	4.000	364	10.642	4.000	93,75	5,80	6,68
fine " ...	9.769	204	10.000	8.000	365	15.589	8.000	94,05	5,49	6,33
metà Lug. ...	4.825	175	5.000	4.500	365	12.199	4.500	94,05	5,49	6,33
fine " ...	11.663	1.337	13.000	11.000	365	17.050	11.000	94,00	5,54	6,38
metà Ago. ...	4.934	566	5.500	5.000	365	12.497	5.000	93,90	5,64	6,50
fine " ...	12.000	..	12.000	10.000	367	16.341	10.000	93,95	5,56	6,40
metà Set. ...	5.681	819	6.500	5.000	365	10.474	5.000	94,20	5,35	6,16
fine " ...	12.160	2.341	14.500	11.500	365	18.821	11.500	94,75	4,81	5,54
metà Ott. ...	6.482	518	7.000	5.000	365	10.879	5.000	94,30	5,25	6,04
fine " ...	12.706	3.794	16.500	12.000	349	13.068	12.000	94,75	5,01	5,79
metà Nov. ...	4.867	1.633	6.500	4.000	367	9.590	4.000	94,50	5,03	5,79
fine " ...	10.356	2.645	13.000	9.500	353	17.373	9.500	94,95	4,75	5,50
metà Dic. ...	4.127	373	4.500	3.500	365	7.983	3.500	94,98	4,59	5,29
fine " ...	12.249	1.751	14.000	10.500	350	11.099	10.500	95,49	4,25	4,93
1998 - metà Gen. ...	5.926	74	6.000	5.500	365	15.488	5.500	95,16	4,42	5,09
fine " ...	13.134	1.616	14.750	12.000	350	15.958	12.000	95,21	4,59	5,25
metà Feb. ...	5.470	530	6.000	5.500	364	11.500	5.500	94,98	4,61	5,30
Totale										
1997 - metà Feb. ...	16.372	128	16.500	14.000	-	26.857	14.000	-	5,66	6,51
fine " ...	37.494	2.316	39.810	36.500	-	44.060	36.500	-	5,96	6,86
metà Mar. ...	14.574	176	14.750	12.500	-	23.299	12.500	-	5,68	6,54
fine " ...	35.728	1.522	37.250	33.500	-	41.886	33.500	-	6,47	7,45
metà Apr. ...	12.295	205	12.500	11.500	-	19.535	11.500	-	5,45	6,27
fine " ...	33.991	2.759	36.750	31.750	-	42.405	37.750	-	5,93	6,82
metà Mag. ...	12.526	474	13.000	13.000	-	22.242	13.000	-	5,69	6,54
fine " ...	32.073	1.177	33.250	27.000	-	32.202	27.000	-	5,55	6,39
metà Giu. ...	10.951	799	11.750	11.250	-	22.655	11.250	-	5,79	6,67
fine " ...	31.131	369	31.500	26.000	-	39.202	26.000	-	5,64	6,48
metà Lug. ...	13.320	180	13.500	12.500	-	25.160	12.500	-	5,62	6,47
fine " ...	32.712	2.538	35.250	30.000	-	42.410	30.000	-	5,65	6,50
metà Ago. ...	13.433	1.067	14.500	13.000	-	29.056	13.000	-	5,74	6,60
fine " ...	31.565	435	32.000	28.000	-	44.117	28.000	-	5,61	6,45
metà Set. ...	13.648	852	14.500	12.500	-	27.439	12.500	-	5,37	6,18
fine " ...	31.905	2.596	34.500	28.500	-	51.540	28.500	-	4,93	5,67
metà Ott. ...	13.853	647	14.500	12.000	-	25.107	12.000	-	5,42	6,21
fine " ...	31.028	4.473	35.500	29.000	-	35.277	29.000	-	5,09	5,88
metà Nov. ...	12.738	1.762	14.500	11.500	-	20.294	11.500	-	5,14	5,90
fine " ...	27.075	3.426	30.500	25.000	-	36.773	25.000	-	4,94	5,70
metà Dic. ...	11.242	508	11.750	10.000	-	18.208	10.000	-	4,76	5,48
fine " ...	28.101	2.399	30.500	25.000	-	29.381	25.000	-	4,26	4,94
1998 - metà Gen. ...	20.797	203	21.000	19.000	-	31.294	19.000	-	4,71	5,40
fine " ...	23.802	1.948	25.750	22.000	-	30.451	22.000	-	4,76	5,46
metà Feb. ...	19.500	1.000	20.500	19.000	-	30.073	19.000	-	5,10	5,86

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						
1997 - Apr. 28	9.000	9.000	4	4	7,09	7,11
1997 - Mag. 5	6.500	6.500	28	28	6,99	7,01
1997 - Mag. 13	5.500	5.500	2	2	7,29	7,34
1997 - Mag. 19	8.000	8.000	28	28	6,78	6,83
1997 - Mag. 26	13.000	13.000	21	21	6,77	6,81
1997 - Giu. 2	17.000	17.000	27	28	6,82	6,89
1997 - Giu. 9	12.500	12.500	23	23	6,76	6,82
1997 - Giu. 16	9.500	9.500	29	29	6,82	6,83
1997 - Giu. 24	5.000	5.000	21	21	6,90	6,93
1997 - Giu. 25	15.000	11.319	36	37	6,26	6,69
1997 - Lug. 3	7.500	7.500	29	29	6,83	6,85
1997 - Lug. 8	10.000	10.000	6	6	6,93	6,96
1997 - Lug. 14	8.500	8.500	18	18	6,88	6,94
1997 - Lug. 15	9.000	9.000	20	20	6,85	6,87
1997 - Lug. 23	6.000	6.000	26	27	6,85	6,87
1997 - Lug. 25	13.500	13.500	35	38	6,27	6,58
1997 - Ago. 4	9.000	9.000	25	25	6,77	6,79
1997 - Ago. 8	5.000	5.000	10	10	6,96	6,98
1997 - Ago. 18	8.000	8.000	14	14	6,82	6,85
1997 - Ago. 25	5.000	5.000	18	18	6,75	6,77
1997 - Ago. 26	12.000	12.000	20	20	6,71	6,76
1997 - Set. 1	8.500	8.500	30	30	6,79	6,81
1997 - Set. 8	4.000	4.000	7	7	6,89	6,90
1997 - Set. 15	8.500	8.500	17	17	6,78	6,80
1997 - Set. 26	10.000	10.000	19	19	6,61	6,65
1997 - Ott. 2	10.000	10.000	8	8	6,83	6,85
1997 - Ott. 10	11.500	11.500	5	5	7,05	7,06
1997 - Ott. 15	9.000	9.000	19	19	6,77	6,78
1997 - Ott. 24	13.500	13.500	10	10	6,79	6,80
1997 - Nov. 4	9.500	9.500	27	27	6,77	6,78
1997 - Nov. 6	5.500	5.500	11	11	6,81	6,81
1997 - Nov. 25	14.000	14.000	6	6	6,21	6,30
1997 - Dic. 1	8.000	8.000	16	16	6,21	6,22
1997 - Dic. 9	12.000	12.000	24	24	6,17	6,23
1997 - Dic. 10	12.500	12.500	23	23	6,10	6,17
1997 - Dic. 11	4.500	4.500	4	4	6,16	6,21
1997 - Dic. 17	7.000	7.000	16	16	6,16	6,18
1998 - Gen. 7	9.000	9.000	8	8	6,23	6,25
1998 - Gen. 22	16.000	16.000	38	38	6,07	6,17
1998 - Gen. 23	15.000	15.000	7	7	6,07	6,22
1998 - Feb. 2	13.500	13.500	10	10	6,16	6,19
1998 - Feb. 12	6.500	6.500	28	28	6,17	6,19
1998 - Feb. 16	9.000	9.000	30	30	5,95	6,10
1998 - Feb. 23	8.000	8.000	17	17	5,91	6,03
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
1996 - Nov. 4	14.000	14.000	2	2	8,30	8,10
1996 - Nov. 6	5.000	5.000	5	5	8,05	8,02
1996 - Nov. 11	4.000	4.000	15	15	8,03	8,03
1996 - Nov. 15	7.000	7.000	10	10	8,08	8,05
1997 - Dic. 29	4.500	4.500	9	9	6,29	6,24

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 statunitensi								
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	8,27	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
1996 - Nov. 21	4.000	4.000	92	1.493,00	6,38	6,44	7,20	7,21
1996 - Nov. 22	4.000	4.000	92	1.498,50	6,20	6,31	7,14	7,17
1997 - Feb. 21	4.000	4.000	28	1.667,50	2,55	2,57	7,35	7,37
1997 - Feb. 24	4.000	4.000	90	1.659,00	7,29	7,32	7,25	7,26
1997 - Mar. 21	4.000	4.000	92	1.690,00	7,15	7,23	7,40	7,42
1997 - Mag. 22	4.000	4.000	92	1.668,00	3,57	3,61	6,66	6,67
1997 - Giu. 23	4.000	4.000	92	1.689,25	4,22	4,26	6,77	6,78
1997 - Ago. 25	4.000	4.000	93	1.779,50	4,75	4,90	6,76	6,79
1997 - Set. 23	4.000	4.000	95	1.745,50	2,73	2,75	6,30	6,31
1997 - Nov. 25	4.000	4.000	91	1.708,25	1,55	1,62	6,24	6,26
1997 - Dic. 23	4.000	4.000	91	1.746,25	-0,50	-0,24	5,80	5,86
1998 - Feb. 25	4.000	4.000	91	1.778,25	1,65	1,69	6,02	6,03
Marchi tedeschi								
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
1996 - Nov. 13	3.000	3.000	31	1.007,50	3,94	3,95	7,68	7,69
1996 - Dic. 12	3.000	3.000	31	988,25	3,62	3,65	7,58	7,61
1997 - Gen. 14	3.000	3.000	33	973,25	3,75	3,76	7,34	7,36
1997 - Feb. 13	3.000	3.000	28	982,00	3,22	3,24	7,41	7,44
1997 - Mar. 14	3.000	3.000	31	996,25	3,49	3,51	7,33	7,35
1997 - Apr. 16	3.000	3.000	32	985,75	3,33	3,34	7,03	7,05
1997 - Mag. 15	3.000	3.000	31	986,00	3,12	3,13	6,83	6,85
1997 - Giu. 18	3.000	3.000	31	980,50	3,17	3,19	6,85	6,88

**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
1996 - 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
23 Ottobre	-1.500	-6.800	-1.500	84	114	7,84	7,81
14 Novembre	2.000	2.628	2.000	15	92	6,95	7,04
13 Dicembre	-3.750	-5.350	-3.750	49	105	7,59	7,51
1997 - 14 Gennaio	2.750	5.746	2.750	17	104	6,52	6,86
29 Gennaio	1.500	3.535	1.500	30	121	6,80	6,86
10 Febbraio	2.000	3.364	2.000	18	140	6,75	6,78
17 Febbraio	2.500	2.246	2.246	39	164	6,50	6,62
5 Marzo	2.000	7.092	2.000	117	300	6,76	6,82
14 Marzo	2.000	5.467	2.000	108	291	6,86	6,87
2 Aprile	1.500	3.685	1.500	120	240	6,80	6,86
23 Maggio	4.500	9.711	4.500	69	342	6,37	6,41
20 Giugno	2.500	5.304	2.500	38	311	6,37	6,46
26 Giugno	3.000	2.884	2.884	35	187	6,06	6,28
11 Luglio	2.500	4.028	2.500	20	203	6,19	6,26
29 Luglio	2.000	2.485	2.000	31	154	6,05	6,11
5 Agosto	1.500	2.071	1.500	24	147	6,10	6,17
12 Agosto	-2.000	-5.175	-2.000	17	17	6,92	6,88
20 Agosto	2.000	4.700	2.000	72	191	6,17	6,24
4 Settembre	1.000	2.934	1.000	26	148	6,21	6,27
5 Settembre	1.000	1.910	1.000	25	147	6,12	6,22
11 Settembre	1.000	2.748	1.000	141	231	6,02	6,09
6 Ottobre	1.500	2.842	1.500	25	116	5,80	5,95
7 Ottobre	1.000	3.482	1.000	24	143	5,95	5,95
13 Ottobre	1.000	3.002	1.000	109	228	6,00	6,02
12 Novembre	2.500	5.530	2.500	79	230	5,95	6,00
13 Novembre	1.000	3.281	1.000	78	229	5,96	6,00
14 Novembre	2.750	3.393	2.750	77	228	5,70	5,83
1998 - 9 Gennaio	3.500	6.908	3.500	111	340	4,95	5,04

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
1997 - Gen. 22	6,75	6,75	1,50	8,25
Giu. 30	6,25	6,25	1,50	7,75
Dic. 24	5,50	5,50	1,50	7,00

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				
1995	9,00	10,50	10,13	10,15	10,08	10,12	-	-	10,73	10,85	10,96	10,85
1996	7,50	9,00	8,85	8,86	9,07	9,13	8,65	8,60	8,61	8,48	8,32	8,46
1997	5,50	7,00	6,77	6,80	6,92	6,96	6,29	6,24	6,40	6,36	6,26	6,33
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
Ott. . .	7,50	9,00	8,25	8,25	-	-	8,55	8,51	7,68	7,56	7,28	7,48
Nov. . .	7,50	9,00	7,34	7,36	7,97	7,99	8,12	8,05	7,11	6,98	6,74	6,93
Dic. . .	7,50	9,00	7,58	7,61	7,46	7,68	-	-	6,95	6,79	6,58	6,76
1997 - Gen. .	6,75	8,25	7,34	7,36	7,45	7,50	-	-	6,98	6,78	6,55	6,74
Feb. . .	6,75	8,25	7,34	7,36	7,39	7,41	-	-	6,75	6,87	6,67	6,76
Mar. . .	6,75	8,25	7,37	7,39	7,40	7,42	-	-	7,10	7,24	7,24	7,20
Apr. . .	6,75	8,25	7,03	7,05	7,20	7,21	-	-	6,69	6,55	6,78	6,67
Mag. . .	6,75	8,25	6,75	6,76	6,96	7,00	-	-	6,39	6,46	6,45	6,44
Giu. . .	6,25	7,75	6,81	6,83	6,71	6,83	-	-	6,65	6,52	6,45	6,54
Lug. . .	6,25	7,75	-	-	6,77	6,85	-	-	6,52	6,60	6,37	6,49
Ago. . .	6,25	7,75	6,76	6,79	6,80	6,83	-	-	6,53	6,54	6,43	6,50
Set. . .	6,25	7,75	6,30	6,31	6,77	6,79	-	-	5,81	5,94	5,73	5,82
Ott. . .	6,25	7,75	-	-	6,86	6,87	-	-	6,21	5,94	5,86	5,98
Nov. . .	6,25	7,75	6,24	6,26	6,60	6,63	-	-	5,96	5,80	5,59	5,76
Dic. . .	5,50	7,00	5,80	5,86	6,16	6,20	6,29	6,24	5,17	5,13	5,02	5,10
1998 - Gen. .	5,50	7,00	-	-	6,12	6,21	-	-	5,62	5,59	5,20	5,43

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
1993	5,55	6,95	7,88	....	....	....	....	....
1994	5,03	5,90	6,88	....	....	....	....	....
1995	5,86	6,87	8,62	8,86	8,66	9,20	11,06	10,86
1996 - Nov.	4,45	5,81	7,05	8,24	6,51	6,64	9,43	7,00
Dic.	4,51	5,80	7,10	8,13	6,24	6,26	9,08	6,70
1997 - Gen.	4,36	5,60	6,81	7,99	6,08	6,04	8,65	6,42
Feb.	4,11	5,39	6,47	7,82	5,72	5,65	8,54	6,14
Mar.	4,07	5,28	6,40	7,69	5,67	5,58	8,36	6,19
Apr.	4,01	5,18	6,34	7,56	5,69	5,59	8,19	6,18
Mag.	3,99	5,10	6,30	7,45	5,64	5,58	8,03	6,19
Giu.	3,84	4,95	6,20	7,34	5,56	5,56	7,90	6,03
Lug.	3,55	4,69	5,91	7,24	5,36	5,34	7,77	5,91
Ago.	3,44	4,55	5,83	7,12	5,21	5,17	7,69	5,74
Set.	3,46	4,49	5,84	7,01	5,21	5,18	7,58	5,82
Ott.	3,29	4,29	5,66	6,89	5,05	4,90	7,46	5,17
Nov.	3,33	4,24	5,80	6,76	4,97	4,82	7,33	4,93
Dic.	(3,37)	(4,19)	(5,79)	(6,63)	(4,95)	(4,77)	(7,15)	(5,07)

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 prestiti 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	
1993	9,05	11,99	12,26	....	....	....	9,88
1994	8,31	11,10	11,47	....	....	....	9,38
1995	10,18	12,88	13,22	12,45	11,71	13,35	11,50
1996 - Nov.	7,91	11,22	11,72	11,31	9,67	12,00	10,00
Dic.	7,48	10,82	11,35	11,02	9,10	11,22	9,88
1997 - Gen.	7,31	10,64	11,18	10,58	8,84	11,50	9,63
Feb.	7,20	10,37	10,92	10,43	8,74	11,27	9,50
Mar.	7,15	10,20	10,72	10,37	8,84	11,27	9,38
Apr.	7,08	10,10	10,61	10,23	8,66	11,14	9,38
Mag.	6,96	9,96	10,48	10,24	8,67	11,00	9,38
Giu.	6,81	9,78	10,32	10,06	8,04	10,73	9,38
Lug.	6,73	9,61	10,18	9,85	8,12	10,46	9,00
Ago.	6,67	9,46	9,99	9,78	8,35	10,54	9,00
Set.	6,61	9,37	9,92	9,72	8,18	10,32	9,00
Ott.	6,47	9,28	9,85	9,65	8,03	10,17	9,00
Nov.	6,37	9,20	9,75	9,56	7,95	9,98	9,00
Dic.	(6,12)	(9,02)	(9,60)	(9,42)	(6,92)	(9,39)	8,88

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
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	78.996	1.073.410	352.260	1.661	49.544	14.771	110.269	151.979	231.119	72.370
1996 - Nov. ...	75.658	1.061.475	378.339	2.468	54.879	23.071	120.779	168.038	276.630	72.830
Dic. ...	80.892	1.090.928	383.583	2.565	55.101	22.264	123.117	182.128	295.728	74.231
1997 - Gen. ...	77.437	1.094.693	380.157	2.505	54.963	21.335	114.776	164.582	274.788	67.009
Feb. ...	82.933	1.095.694	384.000	2.817	54.570	22.276	115.671	156.331	283.072	67.378
Mar. ...	81.056	1.087.863	386.502	2.791	54.116	22.086	117.319	151.705	279.423	67.012
Apr. ...	79.557	1.093.013	377.051	2.950	54.422	19.484	117.410	150.504	282.738	65.699
Mag. ...	83.489	1.095.852	377.854	3.613	54.802	21.457	118.096	157.324	292.920	67.951
Giu. ...	84.138	1.119.360	360.901	3.090	55.204	20.858	118.458	160.922	312.503	69.408
Lug. ...	86.901	1.127.010	359.524	2.903	55.402	23.351	119.260	149.213	317.404	70.451
Ago. ...	83.269	1.109.681	354.333	3.597	55.332	21.487	119.590	146.802	291.322	71.043
Sett. ...	85.114	1.112.102	350.128	3.427	55.412	18.688	117.325	154.579	313.090	68.294
Ott. ...	89.946	1.111.467	352.722	3.439	56.844	17.870	118.588	158.353	304.466	69.629
Nov. ...	85.237	1.120.226	351.950	3.694	57.763	18.241	118.542	164.323	305.038	69.956
Dic. ...	(86.805)	(1.160.948)	(344.300)	(3.450)	(59.515)	(27.543)	(119.504)	(187.398)	(311.881)	(70.666)
PERIODO	Passivo									
	Depositi in lire di residenti	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
1993	919.115	194.113	5.204	2.722	140.386	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	935.199	215.286	2.272	7.989	164.501	166.069	232.439	343.580	-3.326	171.776
1996 - Nov. ...	905.969	269.564	2.495	1.957	161.767	183.568	248.048	362.828	25.142	180.674
Dic. ...	959.577	280.213	2.486	1.897	174.006	193.714	250.188	364.080	10.147	182.305
1997 - Gen. ...	919.505	288.856	2.514	1.881	174.287	176.839	254.969	362.373	4.011	182.305
Feb. ...	912.620	298.384	2.539	1.915	192.492	170.051	255.092	373.305	-9.033	182.305
Mar. ...	900.406	305.468	2.456	1.877	189.614	164.737	256.362	375.223	-13.282	183.101
Apr. ...	890.821	313.222	2.485	1.849	178.973	162.799	258.970	370.332	-2.322	182.765
Mag. ...	890.330	321.916	2.411	1.835	189.404	168.407	257.578	368.507	5.020	182.873
Giu. ...	897.890	329.774	2.396	1.835	184.700	174.944	258.696	370.704	14.495	182.785
Lug. ...	871.333	335.563	2.278	1.817	209.498	164.556	257.934	369.578	28.411	182.519
Ago. ...	857.166	343.818	2.283	1.674	202.090	161.824	256.956	364.772	-5.169	183.453
Sett. ...	868.398	353.302	2.262	1.699	175.314	166.185	256.844	381.334	4.527	185.330
Ott. ...	861.539	363.280	2.235	1.751	170.076	175.121	253.092	374.084	12.518	185.364
Nov. ...	839.162	370.857	2.213	1.763	179.446	178.843	254.258	384.470	14.003	184.605
Dic. ...	(881.745)	(377.901)	(2.231)	(2.854)	(172.894)	(200.269)	(257.362)	(392.736)	(13.352)	(174.189)

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	
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	556.942	496.539	516.468	472.383	1.073.410	968.922	16.124
1996 - Nov. ...	534.016	478.985	527.459	492.001	1.061.475	970.987	13.328
Dic.	556.364	502.124	534.565	498.854	1.090.928	1.000.978	17.854
1997 - Gen. ...	555.783	494.753	539.910	506.566	1.094.693	1.001.319	17.052
Feb. ...	555.430	491.435	540.265	507.763	1.095.694	999.199	17.089
Mar. ...	548.909	483.658	538.954	506.654	1.087.863	990.312	15.675
Apr. ...	547.033	484.027	545.980	512.937	1.093.013	996.964	17.429
Mag. ...	545.926	484.013	549.926	516.887	1.095.852	1.000.899	16.720
Giu. ...	565.701	505.050	553.659	521.263	1.119.360	1.026.313	22.190
Lug. ...	573.247	507.487	553.763	522.050	1.127.010	1.029.537	19.472
Ago. ...	556.641	493.755	553.040	522.021	1.109.681	1.015.776	18.134
Sett. ...	557.122	495.628	554.980	524.820	1.112.102	1.020.447	18.745
Ott.	553.198	493.538	558.270	528.356	1.111.467	1.021.894	18.590
Nov. ...	556.768	497.245	563.458	533.633	1.120.226	1.030.878	19.161
Dic.	(590.665)	(530.714)	(570.283)	(540.764)	(1.160.948)	(1.071.479)	(23.150)

PERIODO	Titoli							Totale
	Titoli di Stato				Altri titoli			
	di cui:					di cui: obbligazioni emesse da banche		
	BOT e BTE	CTZ	CCT	BTP				
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	301.552	44.650	10.222	133.268	107.090	50.708	47.576	352.260
1996 - Nov.	332.347	45.356	22.528	155.080	102.384	45.992	44.214	378.339
Dic.	334.173	52.957	19.636	155.306	99.331	49.411	47.050	383.583
1997 - Gen.	332.707	44.207	20.590	165.200	95.176	47.451	45.267	380.157
Feb.	337.144	41.340	20.965	164.933	102.911	46.856	44.672	384.000
Mar.	340.137	36.118	21.708	162.345	113.047	46.365	43.826	386.502
Apr.	330.944	32.959	21.260	162.790	106.827	46.106	43.593	377.051
Mag.	331.704	32.140	22.204	163.394	107.164	46.150	43.489	377.854
Giu.	314.914	28.558	21.599	158.187	100.058	45.987	43.469	360.901
Lug.	317.665	27.992	21.656	154.452	107.482	41.860	39.242	359.524
Ago.	310.003	26.678	19.650	154.097	103.601	44.330	41.758	354.333
Sett.	306.647	27.965	19.575	157.368	95.902	43.481	40.840	350.128
Ott.	307.146	30.498	17.689	155.820	97.185	45.577	42.926	352.722
Nov.	306.517	29.843	18.453	156.329	96.806	45.433	42.768	351.950
Dic.	(296.772)	(32.042)	(18.661)	(154.803)	(86.215)	(47.528)	(44.092)	(344.300)

Banche: depositi e obbligazioni*(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					
			A breve	A medio/lungo	Totale			
1993	462.160	141.747	87.291	227.916	315.207	919.115	14.178	20.291
1994	478.186	135.806	71.778	237.601	309.379	923.371	14.830	13.858
1995	477.407	118.429	58.895	280.468	339.363	935.199	20.548	12.574
1996 - Nov.	452.073	110.500	65.370	278.025	343.395	905.969	20.522	14.008
Dic.	506.682	114.841	67.013	271.042	338.055	959.577	19.962	14.644
1997 - Gen.	475.242	113.136	70.324	260.804	331.128	919.505	19.704	14.424
Feb.	477.326	112.761	72.060	250.474	322.533	912.620	20.698	14.994
Mar.	473.496	113.009	73.679	240.222	313.901	900.406	21.395	15.380
Apr.	474.080	111.507	75.431	229.804	305.234	890.821	21.391	14.757
Mag.	482.609	110.959	77.054	219.709	296.763	890.330	23.430	15.476
Giu.	497.537	111.547	78.111	210.695	288.806	897.890	23.672	15.756
Lug.	484.733	111.521	79.198	195.881	275.079	871.333	25.150	16.014
Ago.	480.239	113.396	80.386	183.145	263.531	857.166	25.094	17.682
Set.	500.741	112.863	82.408	172.387	254.795	868.398	24.220	14.990
Ott.	506.279	112.374	83.704	159.181	242.886	861.539	24.953	15.028
Nov.	494.884	113.533	84.412	146.333	230.745	839.162	24.789	15.007
Dic.	(543.713)	(115.572)	(86.083)	(136.376)	(222.459)	(881.745)	(23.668)	(17.364)

PERIODO	Depositi in lire di residenti - dati medi				Obbligazioni		
	Depositi in c/c	Certificati di deposito			A tasso fisso	A tasso variabile	
		A breve	A medio/lungo	Totale			
1993	412.173	87.356	228.390	315.746	857.127	86.526	107.587
1994	425.175	70.281	237.511	307.792	862.415	98.981	116.695
1995	427.748	60.402	275.980	336.382	877.376	89.138	126.147
1996 - Nov.	443.030	66.535	277.030	343.566	896.028	115.534	154.030
Dic.	453.358	67.830	271.703	339.533	903.068	121.102	159.111
1997 - Gen.	482.835	69.931	262.929	332.860	930.146	125.708	163.148
Feb.	461.987	70.887	255.075	325.962	900.443	130.590	167.794
Mar.	461.887	74.703	242.251	316.954	890.737	134.184	171.283
Apr.	463.528	76.366	232.330	308.696	883.422	135.094	178.128
Mag.	473.304	77.613	222.042	299.654	883.985	139.667	182.249
Giu.	467.270	78.950	212.855	291.805	869.391	145.189	184.585
Lug.	475.082	79.933	199.902	279.835	866.045	152.404	183.160
Ago.	473.298	81.104	186.816	267.919	853.575	156.264	187.554
Set.	474.760	82.607	175.929	258.536	845.409	162.044	191.258
Ott.	486.705	83.993	163.560	247.552	846.829	167.616	195.664
Nov.	488.077	85.217	150.942	236.159	836.600	171.644	199.213
Dic.	(495.961)	(86.468)	(139.701)	(226.169)	(834.171)	(174.619)	(203.282)

Patrimonio di vigilanza e requisiti patrimoniali (1)*(miliardi di lire)*

PERIODO	Patrimonio di base	Patrimonio supplementare		Patrimonio di vigilanza	Coefficiente di solvibilità	Eccedenze patrimoniali	Deficienze patrimoniali		
			di cui: passività subordinate				Numero banche	Ammontare	Quota di mercato su impieghi
Dicembre 1994									
Banche del Centro-Nord	146.874	25.780	11.686	167.062	13,3	66.207	11	825	19,6
Banche del Mezzogiorno	16.422	4.171	2.962	19.928	11,1	6.007	12	424	7,9
Totale	163.296	29.951	14.648	186.991	13,0	72.214	23	1.249	27,5
Giugno 1995									
Banche del Centro-Nord	151.104	30.407	17.577	175.198	12,9	66.621	12	811	11,1
Banche del Mezzogiorno	15.321	4.201	3.071	18.767	10,1	6.083	13	2.255	5,6
Totale	166.425	34.608	20.649	193.966	12,6	72.704	25	3.066	16,7
Dicembre 1995									
Banche del Centro-Nord	151.840	33.211	18.769	178.832	13,0	67.595	9	590	8,7
Banche del Mezzogiorno	15.441	3.271	2.279	17.826	10,3	6.252	8	2.416	6,0
Totale	167.281	36.482	21.048	196.658	12,7	73.847	17	3.006	14,7
Giugno 1996									
Banche del Centro-Nord	155.799	34.102	18.556	183.807	13,2	71.519	5	308	4,9
Banche del Mezzogiorno	14.355	3.088	1.957	16.746	9,7	6.502	11	3.587	7,5
Totale	170.155	37.190	20.513	200.553	12,8	78.021	16	3.895	12,4
Dicembre 1996									
Banche del Centro-Nord	157.795	34.188	18.164	186.205	13,3	73.595	6	301	4,2
Banche del Mezzogiorno	13.828	3.091	2.040	16.029	10,3	7.261	8	3.661	6,6
Totale	171.623	37.279	20.204	202.234	13,0	80.855	14	3.962	10,8
Giugno 1997									
Banche del Centro-Nord	159.445	36.015	19.966	189.010	13,0	72.770	6	543	2,2
Banche del Mezzogiorno	13.865	3.058	2.098	16.583	12,7	7.096	9	964	5,7
Totale	173.310	39.073	22.064	205.593	12,9	79.866	15	1.507	7,9
Settembre 1996									
Banche del Centro-Nord	155.854	34.001	18.475	183.741	13,2	71.155	7	294	5,3
Banche del Mezzogiorno	14.362	3.089	1.958	16.753	9,1	6.540	11	4.446	7,4
Totale	170.216	37.090	20.433	200.494	12,7	77.989	18	4.740	12,7
Settembre 1997									
Banche del Centro-Nord	159.965	35.288	19.268	189.266	12,9	72.198	5	728	6,8
Banche del Mezzogiorno	13.755	2.923	1.980	16.334	13,2	7.226	4	785	3,3
Totale	173.720	38.211	21.248	205.600	12,9	79.424	9	1.513	10,1

(1) I dati si riferiscono al complesso del sistema, con esclusione delle succursali di banche estere comunitarie e di quelle provenienti da paesi che applicano strumenti di vigilanza equivalenti a quelli italiani.

Fondi comuni mobiliari di diritto italiano: portafoglio titoli e patrimonio netto*(valori di bilancio di fine periodo; miliardi di lire)*

PERIODO	Titoli in lire							
	Titoli di Stato				Obbligazioni	Azioni	Totale	
	di cui:							
	BOT	CTZ	BTP	CCT				
1994	52.400	6.981	-	20.551	22.960	2.600	20.598	75.599
1995	63.459	10.285	2.247	23.408	26.375	2.683	18.921	85.063
1996	123.819	25.764	20.125	41.897	34.931	3.833	20.651	148.304
1997	193.883	15.511	62.976	72.322	41.904	5.634	39.409	238.926
1995 - IV trim. ...	63.459	10.285	2.247	23.408	26.375	2.683	18.921	85.063
1996 - I trim. ...	66.344	11.472	4.256	22.597	26.890	2.960	18.333	87.637
II " ...	82.931	11.766	6.420	31.722	31.717	3.121	19.507	105.559
III " ...	100.868	16.543	12.547	37.200	33.435	3.404	18.678	122.950
IV " ...	123.819	25.764	20.125	41.897	34.931	3.833	20.651	148.304
1997 - I trim. ...	138.572	27.708	31.090	46.806	31.867	4.555	24.216	167.343
II " ...	145.998	21.778	45.614	48.880	28.780	4.914	26.994	177.906
III " ...	165.033	17.834	55.420	59.014	31.499	5.127	33.463	203.623
IV " ...	193.883	15.511	62.976	72.322	41.904	5.634	39.409	238.926
1996 - Dic.	123.819	25.764	20.125	41.897	34.931	3.833	20.651	148.304
1997 - Gen.	136.943	28.336	24.525	47.589	35.403	3.975	24.545	165.463
Feb.	138.147	28.328	27.902	47.848	32.974	4.405	24.205	166.756
Mar.	138.572	27.708	31.090	46.806	31.867	4.555	24.216	167.343
Apr.	141.320	26.815	35.117	44.899	33.417	4.759	24.767	170.845
Mag.	139.662	23.322	39.880	45.182	30.720	4.907	24.416	168.985
Giu.	145.998	21.778	45.614	48.880	28.780	4.914	26.994	177.906
Lug.	151.955	18.875	48.016	55.428	28.459	4.972	30.968	187.894
Ago.	153.946	18.124	50.451	53.518	30.693	4.971	28.664	187.581
Set.	165.033	17.834	55.420	59.014	31.499	5.127	33.463	203.623
Ott.	171.737	14.785	59.348	60.549	35.685	5.284	31.962	208.983
Nov.	180.678	12.941	60.741	64.906	40.625	5.421	33.784	219.883
Dic.	193.883	15.511	62.976	72.322	41.904	5.634	39.409	238.926

continua ►

Segue: **Tav. a41**

Titoli in valuta		Altre attività finanziarie	Portafoglio totale	Patrimonio netto	Per memoria:		PERIODO
	di cui: azioni				Raccolta lorda	Raccolta netta	
37.289	20.025	682	113.570	130.168	85.032	25.455	..... 1994
30.905	17.675	739	116.706	126.802	46.978	-10.490	..... 1995
30.967	15.707	980	180.251	197.544	123.936	58.226	..... 1996
91.522	39.000	161	330.609	368.432	287.426	143.333	..... 1997
30.905	17.675	739	116.706	126.802	13.668	-370	..... IV trim. - 1995
30.142	17.299	959	118.738	133.608	21.704	6.267	..... I trim. - 1996
28.642	16.460	1.002	135.203	149.603	27.831	10.547	..... II "
29.227	15.826	1.066	153.243	165.733	28.159	14.934	..... III "
30.967	15.707	980	180.251	197.544	46.242	26.478	..... IV "
44.202	20.581	302	211.847	239.243	72.931	39.511	..... I trim. - 1997
59.045	28.518	168	237.118	268.315	46.760	17.745	..... II "
80.542	37.979	121	284.286	321.233	82.774	43.616	..... III "
91.522	39.000	161	330.609	368.432	84.961	42.461	..... IV "
30.967	15.707	980	180.251	197.544	15.610	9.169	..... Dic. - 1996
36.255	17.467	806	202.525	219.985	28.850	18.508	..... Gen. - 1997
41.591	19.889	810	209.157	234.226	26.473	14.978	..... Feb.
44.202	20.581	302	211.847	239.243	17.608	6.025	..... Mar.
49.170	22.292	236	220.252	247.480	13.668	4.968	..... Apr.
53.176	24.643	204	222.365	255.338	14.823	5.702	..... Mag.
59.045	28.518	168	237.118	268.315	18.269	7.075	..... Giu.
72.407	36.150	178	260.480	291.563	32.645	16.013	..... Lug.
74.238	35.350	167	261.986	300.994	26.609	15.726	..... Ago.
80.542	37.979	121	284.286	321.233	23.520	11.877	..... Set.
80.498	34.384	144	289.625	333.053	34.724	18.144	..... Ott.
85.738	36.297	156	305.777	348.452	24.438	11.851	..... Nov.
91.522	39.000	161	330.609	368.432	25.799	12.466	..... Dic.

Fondi comuni mobiliari di diritto italiano: acquisti netti di titoli

(miliardi di lire)

PERIODO	Titoli in lire				
	Titoli di Stato				
	di cui:				
	BOT	CTZ	BTP	CCT	
1994	12.054	4.562	-	5.338	4.762
1995	11.407	2.177	2.262	3.731	4.005
1996	66.349	15.893	18.508	21.287	10.493
1997	67.939	-10.929	24.071	29.429	7.564
1995 - IV trim.	5.524	393	676	1.912	2.655
1996 - I trim.	6.449	1.563	2.121	1.400	1.337
II "	18.058	571	2.461	9.679	5.148
III "	18.798	4.710	6.175	5.833	2.170
IV "	23.043	9.048	7.751	4.376	1.839
1997 - I trim.	17.072	1.884	5.294	6.603	-2.600
II "	5.626	-6.228	7.017	1.002	-2.992
III "	17.623	-4.121	4.585	9.324	2.734
IV "	27.618	-2.465	7.175	12.500	10.422
1996 - Dic.	7.624	2.646	2.522	711	1.681
1997 - Gen.	13.461	2.510	2.570	5.847	594
Feb.	2.068	84	1.311	815	-2.272
Mar.	1.544	-710	1.414	-60	-922
Apr.	2.043	-1.027	1.240	-2.245	1.581
Mag.	-1.637	-3.593	2.793	355	-3.089
Giu.	5.220	-1.608	2.984	2.892	-1.485
Lug.	5.476	-2.976	406	6.208	-284
Ago.	2.557	-841	-273	-1.336	2.223
Set.	9.590	-304	4.452	4.452	796
Ott.	7.130	-3.076	4.061	1.757	4.206
Nov.	8.182	-1.914	1.344	3.857	4.940
Dic.	12.306	2.525	1.770	6.887	1.275

continua ►

Segue: **Tav. a42**

			Titoli in valuta		Altre attività finanziarie	Portafoglio totale	PERIODO
Obbligazioni	Azioni	Totale		di cui: azioni			
-3.997	8.863	16.920	6.112	7.083	-338	22.694	..... 1994
-2.043	125	9.489	-6.051	-2.862	284	3.722	..... 1995
-14.776	128	51.701	4.723	-400	1.260	57.684	..... 1996
12.559	6.362	86.860	55.339	19.996	-805	141.394	..... 1997
-438	781	5.867	505	-219	49	6.421	..... IV trim. - 1995
-1.289	-155	5.005	1.201	92	616	6.822	..... I trim. - 1996
-428	-787	16.843	241	-95	529	17.613	..... II "
-4.392	308	14.714	1.942	168	155	16.811	..... III "
-8.667	762	15.138	1.340	-565	-40	16.438	..... IV "
-1.179	1.324	17.217	10.804	3.194	-690	27.331	..... I trim. - 1997
6.555	122	12.303	11.253	4.818	-123	23.433	..... II "
4.265	1.384	23.272	20.694	9.002	-31	43.935	..... III "
2.917	3.532	34.067	12.586	2.981	39	46.692	..... IV "
-2.429	342	5.537	200	-29	-50	5.687	..... Dic. - 1996
-2.391	643	11.713	3.798	791	-217	15.294	..... Gen. - 1997
351	630	3.049	3.727	1.352	-187	6.589	..... Feb.
860	50	2.454	3.279	1.050	-286	5.447	..... Mar.
1.220	-266	2.997	4.220	1.157	-52	7.165	..... Apr.
3.753	-41	2.075	2.650	1.103	-29	4.696	..... Mag.
1.583	429	7.232	4.382	2.558	-43	11.571	..... Giu.
3.009	1.077	9.562	9.345	4.794	18	18.925	..... Lug.
841	-504	2.894	5.851	2.523	-13	8.732	..... Ago.
416	811	10.817	5.500	1.685	-36	16.281	..... Set.
3.233	882	11.264	4.301	124	34	15.599	..... Ott.
2.060	747	10.963	4.073	1.235	12	15.048	..... Nov.
-2.369	1.902	11.839	4.212	1.622	-6	16.045	..... Dic.

Attività di gestione patrimoniale (1)

(valori di mercato di fine periodo; miliardi di lire)

PERIODO	Titoli di Stato				Obbligazioni	
	di cui:				Italiane	Estere
	BOT	BTP	CCT			
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
1996 - III trim.						
SIM	25.527	595	11.756	12.254	6.821	4.824
Fiduciarie	11.341	1.937	2.704	5.508	1.414	1.446
Banche	124.766	13.080	34.419	69.270	13.088	8.718
Totale ...	161.634	15.612	48.879	87.032	21.323	14.988
1996 - IV trim.						
SIM	27.161	995	12.894	12.286	6.715	5.669
Fiduciarie	11.738	2.266	3.108	4.986	1.510	1.518
Banche	136.942	14.624	42.172	69.786	14.302	10.006
Totale ...	175.841	17.885	58.174	87.058	22.527	17.193
1997 - I trim.						
SIM	28.183	865	14.424	11.559	6.774	7.981
Fiduciarie	11.938	2.617	3.107	4.652	1.478	2.082
Banche	148.295	14.892	47.213	66.981	12.618	11.430
Totale ...	188.416	18.374	64.744	83.192	20.870	21.493
1997 - II trim. (2)						
SIM	28.879	635	17.246	9.571	6.577	8.570
Fiduciarie	13.379	2.470	3.721	4.968	1.453	2.081
Banche	154.811	13.436	48.035	66.483	13.575	12.264
Totale ...	197.069	16.541	69.002	81.022	21.605	22.915
1997 - III trim. (2)						
SIM	32.054	467	22.483	7.429	6.412	8.466
Fiduciarie	16.749	2.022	5.758	5.881	1.485	2.313
Banche	154.209	10.448	48.654	62.089	13.459	13.422
Totale ...	203.012	12.937	76.895	75.399	21.356	24.201

(1) Cfr. la sezione *Note Metodologiche*. - (2) Dati provvisori.

Segue: **Tav. a43**

Titoli azionari		Altre attività finanziarie	Portafoglio totale	Patrimonio gestito	Per memoria		PERIODO
Italiani	Esteri				Raccolta lorda	Raccolta netta	
1996 - I trim.							
2.388	1.883	1.832	37.474	40.652	4.954	1.856	..... SIM
1.397	74	2.350	17.063	19.110	2.667	83	..... Fiduciarie
4.201	365	4.020	135.336	143.394	14.387	5.445	..... Banche
7.986	2.322	8.202	189.873	203.156	22.008	7.384	... Totale
1996 - II trim.							
3.385	2.695	2.340	43.972	47.421	7.819	4.675	..... SIM
1.456	74	2.383	17.791	19.732	2.441	25	..... Fiduciarie
6.051	312	5.684	148.736	157.273	21.581	11.458	..... Banche
10.892	3.081	10.407	210.499	224.426	31.841	16.158	... Totale
1996 - III trim.							
3.739	2.585	2.604	46.100	49.562	4.157	1.356	..... SIM
1.367	71	2.349	17.988	20.289	2.335	301	..... Fiduciarie
5.658	374	7.295	159.899	169.822	19.830	10.019	..... Banche
10.764	3.030	12.248	223.987	239.673	26.322	11.676	... Totale
1996 - IV trim.							
4.096	3.079	2.888	49.608	52.659	4.649	1.070	..... SIM
1.473	92	2.326	18.657	20.454	2.649	39	..... Fiduciarie
6.206	393	7.968	175.817	187.471	25.934	14.130	..... Banche
11.775	3.564	13.182	244.082	260.584	33.232	15.239	... Totale
1997 - I trim.							
4.196	3.255	3.939	54.328	58.080	8.352	4.520	..... SIM
1.594	96	2.814	20.002	22.348	4.183	1.457	..... Fiduciarie
7.031	591	14.841	194.806	209.253	35.477	22.339	..... Banche
12.821	3.942	21.594	269.136	289.681	48.012	28.316	... Totale
1997 - II trim. (2)							
5.303	3.976	4.942	58.247	62.683	5.842	2.051	..... SIM
1.788	152	4.386	23.239	25.179	5.079	1.989	..... Fiduciarie
7.489	786	20.395	209.320	227.481	26.119	11.737	..... Banche
14.580	4.914	29.723	290.806	315.343	37.040	15.777	... Totale
1997 - III trim. (2)							
5.927	4.575	6.156	63.590	67.754	5.015	1.284	..... SIM
2.338	194	8.162	31.241	33.619	10.806	7.437	..... Fiduciarie
8.380	462	37.323	227.255	241.339	31.528	11.628	..... Banche
16.645	5.231	51.641	322.086	342.712	47.349	20.349	... Totale

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	
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	85.976	-521	-2.492	82.964	-1.702	-31.804	11.541	104.929	8.515
1996	100.784	64.715	1.205	166.704	-30.407	29.703	67.465	99.943	5.507
1997	(11.834)	(97.442)	(-699)	(108.577)	(-13.694)	(-37.785)	69.568	(90.488)	(7.829)
1995 - IV trim.	17.169	838	-603	17.403	357	-766	5.478	12.334	4.022
1996 - I trim.	23.556	5.310	715	29.582	-3.909	13.047	6.723	13.721	783
II "	38.218	4.538	318	43.074	6.445	-6.785	18.202	25.212	526
III "	31.799	19.292	597	51.688	-5.035	7.536	19.116	30.071	2.658
IV "	7.211	35.575	-426	42.361	-27.908	15.905	23.424	30.940	1.539
1997 - I trim.	(20.067)	(25.205)	(1.195)	(46.468)	10.468	(5.577)	17.777	(12.646)	540
II "	(-64)	(24.236)	(-2.114)	(22.058)	-7.287	(-27.387)	5.954	(50.778)	619
III "	(9.132)	(23.465)	(-22)	(32.576)	-13.536	(-11.419)	17.767	(39.764)	(475)
IV "	(-17.302)	(24.536)	(241)	(7.476)	(-3.338)	(-4.556)	28.071	(-12.701)	(6.195)
1996 - Dic.	9.670	10.613	302	20.585	-10.743	6.050	7.840	17.438	1.078
1997 - Gen.	(-7.288)	(8.626)	(-2)	(1.336)	2.173	(-3.612)	13.580	(-10.805)	327
Feb.	(11.666)	(9.513)	(1.847)	(23.026)	3.900	(5.213)	2.503	(11.410)	129
Mar.	(15.690)	(7.067)	(-650)	(22.106)	4.395	(3.976)	1.694	(12.041)	84
Apr.	(-6.237)	(7.728)	(.)	(1.491)	-8.331	(-11.446)	2.235	(19.033)	156
Mag.	(9.255)	(8.677)	(61)	(17.993)	-2.032	(1.263)	-1.477	(20.239)	56
Giu.	(-3.083)	(7.831)	(-2.174)	(2.574)	3.076	(-17.204)	5.195	(11.507)	407
Lug.	(13.435)	(5.764)	(-15)	(19.184)	-7.586	(-195)	5.509	(21.456)	..
Ago.	(-11.708)	(8.239)	(-6)	(-3.476)	-3.883	(-6.914)	2.557	(4.764)	(.)
Set.	(7.406)	(9.463)	(.)	(16.868)	-2.066	(-4.311)	9.702	(13.543)	(475)
Ott.	(2.865)	(9.954)	(497)	(13.316)	-1.417	(3.658)	7.306	(3.769)	(.)
Nov.	(-3.527)	(7.560)	(63)	(4.096)	143	(-906)	8.303	(-3.444)	(5.100)
Dic.	(-16.640)	(7.022)	(-319)	(-9.936)	(-2.065)	(-7.308)	12.462	(-13.025)	(1.096)

Condizioni di emissione dei BTP

CODICE TITOLO	Data di scadenza	Data di emissione	Prezzo di emissione	Rendimento all'emissione		Importo collocato (miliardi di lire)	Cedola	
				Lordo	Netto		Lorda	Netta
111950	15.5.2000	20.5.1997	99,60	6,24	5,45	3.003	3,000	2,625
111950	15.5.2000	3.6.1997	98,75	6,57	5,78	2.200	3,000	2,625
112425	15.5.2002	3.6.1997	97,75	6,90	6,04	3.300	3,125	2,734
111950	15.5.2000	19.6.1997	99,80	6,16	5,37	2.200	3,000	2,625
112425	15.5.2002	19.6.1997	99,90	6,37	5,51	2.750	3,125	2,734
113209	1.7.2007	1.7.1997	100,55	6,78	5,91	4.400	3,375	2,953
111950	15.5.2000	2.7.1997	100,45	5,90	5,12	1.500	3,000	2,625
112425	15.5.2002	2.7.1997	100,90	6,12	5,27	1.500	3,125	2,734
111950	15.5.2000	17.7.1997	100,40	5,92	5,14	2.200	3,000	2,625
112425	15.5.2002	17.7.1997	101,20	6,04	5,20	2.200	3,125	2,734
113209	1.7.2007	1.8.1997	103,40	6,38	5,53	4.400	3,375	2,953
111950	15.5.2000	4.8.1997	100,75	5,78	5,00	2.000	3,000	2,625
112425	15.5.2002	4.8.1997	101,85	5,88	5,04	2.000	3,125	2,734
111950	15.5.2000	20.8.1997	99,95	6,10	5,32	1.597	3,000	2,625
112425	15.5.2002	20.8.1997	100,35	6,25	5,40	2.200	3,125	2,734
113209	1.7.2007	1.9.1997	101,20	6,68	5,82	4.400	3,375	2,953
111950	15.5.2000	2.9.1997	100,10	6,05	5,26	2.502	3,000	2,625
112425	15.5.2002	2.9.1997	100,70	6,17	5,32	2.500,5	3,125	2,734
115638	15.9.2000	18.9.1997	100,70	5,31	4,61	3.300	2,750	2,406
115639	15.9.2002	18.9.1997	101,25	5,53	4,80	3.300	2,875	2,516
113209	1.7.2007	1.10.1997	104,95	6,16	5,31	3.115	3,375	2,953
115638	15.9.2000	2.10.1997	101,10	5,15	4,45	2.500	2,750	2,406
115639	15.9.2002	2.10.1997	101,60	5,44	4,71	2.000	2,875	2,516
115638	15.9.2000	17.10.1997	101,20	5,11	4,41	2.011	2,750	2,406
115639	15.9.2002	17.10.1997	101,40	5,49	4,76	2.056	2,875	2,516
115638	15.9.2000	3.11.1997	100,75	5,28	4,58	1.503	2,750	2,406
117000	1.11.2007	3.11.1997	99,90	6,10	5,33	4.003	3,000	2,625
115639	15.9.2002	18.11.1997	101,25	5,52	4,79	1.650	2,875	2,516
117461	1.11.2027	18.11.1997	100,15	6,59	5,75	3.300	3,250	2,844
115638	15.9.2000	1.12.1997	101,25	5,07	4,37	2.200	2,750	2,406
117000	1.11.2007	1.12.1997	101,75	5,84	5,08	3.850	3,000	2,625
115639	15.9.2002	17.12.1997	102,75	5,15	4,42	1.511	2,875	2,516
117461	1.11.2027	17.12.1997	106,95	6,08	5,29	3.030	3,250	2,844
117000	1.11.2007	2.1.1998	104,00	5,54	4,79	4.500	3,000	2,625
115638	15.9.2000	7.1.1998	101,80	4,83	4,14	4.950	2,750	2,406
115639	15.9.2002	7.1.1998	102,95	5,09	4,37	4.400	2,875	2,516
115639	15.9.2002	20.1.1998	103,55	4,94	4,22	2.002	2,875	2,516
117461	1.11.2027	20.1.1998	109,05	5,93	5,15	4.056	3,250	2,844
119549	15.1.2001	20.1.1998	100,90	4,72	4,09	3.611	2,500	2,188
117000	1.11.2007	21.1.1997	105,60	5,32	4,58	2.000	3,000	2,625
117000	1.11.2007	2.2.1998	104,65	5,45	4,70	4.400	3,000	2,625
115639	15.9.2002	3.2.1998	103,55	4,94	4,22	2.500	2,875	2,516
119549	15.1.2001	3.2.1998	100,90	4,72	4,09	3.135	2,500	2,188

Condizioni di emissione dei CCT

CODICE TITOLO	Data di scadenza	Data di emissione	Prezzo di emissione	Rendimento all'emissione		Importo collocato (miliardi di lire)	Spread	Prima cedola	
				Lordo	Netto			Lorda	Netta
36788	1.1.2004	17.1.1997	100,65	6,79	5,92	3.002	0,15	3,450	3,019
36788	1.1.2004	3.2.1997	100,30	7,05	6,15	5.002	0,15	3,450	3,019
36788	1.1.2004	17.2.1997	100,00	7,01	6,12	4.543	0,15	3,450	3,019
36788	1.1.2004	3.3.1997	99,65	7,27	6,35	4.674	0,15	3,450	3,019
110123	1.3.2004	17.3.1997	99,10	7,01	6,12	2.200	0,15	3,550	3,106
110123	1.3.2004	1.4.1997	99,00	7,99	6,98	8.389	0,15	3,550	3,106
110123	1.3.2004	17.4.1997	99,40	6,56	5,72	3.300	0,15	3,550	3,106
111536	1.5.2004	2.5.1997	99,05	7,19	6,28	6.993	0,15	3,450	3,019
111536	1.5.2004	15.5.1997	99,20	6,87	6,00	3.300	0,15	3,450	3,019
111536	1.5.2004	2.6.1997	99,00	7,01	6,12	2.148	0,15	3,450	3,019
111536	1.5.2004	18.6.1997	99,25	7,05	6,16	1.503	0,15	3,450	3,019
111536	1.5.2004	1.7.1997	99,30	6,94	6,06	1.550	0,15	3,450	3,019
111536	1.5.2004	1.8.1997	99,55	6,99	6,10	1.650	0,15	3,450	3,019
114537	1.9.2004	1.9.1997	99,75	6,85	5,99	3.300	0,15	3,350	2,931
114537	1.9.2004	1.10.1997	100,50	6,04	5,26	2.000	0,15	3,350	2,931
114537	1.9.2004	3.11.1997	100,40	6,15	5,36	1.500	0,15	3,350	2,931
114537	1.9.2004	2.1.1998	100,40	5,23	4,56	3.791	0,15	3,350	2,931
114537	1.9.2004	2.2.1998	100,40	5,92	5,16	1.500,3	0,15	3,350	2,931

Condizioni di emissione dei CTZ

CODICE TITOLO	Data di scadenza	Data di emissione	Prezzo di emissione	Rendimento all'emissione		Importo collocato (miliardi di lire)
				Lordo	Netto	
115110	15.3.1999	15.9.1997	91,80	5,89	5,16	2.584
115110	15.3.1999	30.9.1997	92,90	5,19	4,47	1.528
115559	30.9.1999	30.9.1997	90,55	5,09	4,47	2.571
115110	15.3.1999	15.10.1997	92,45	5,71	4,99	1.500
115559	30.9.1999	15.10.1997	89,95	5,56	4,93	1.500
115110	15.3.1999	31.10.1997	93,00	5,44	4,72	1.500
115559	30.9.1999	31.10.1997	90,40	5,41	4,79	2.750
115110	15.3.1999	14.11.1997	93,05	5,56	4,84	1.650
115559	30.9.1999	14.11.1997	90,55	5,43	4,81	1.650
115110	15.3.1999	28.11.1997	93,60	5,25	4,53	1.650
115559	30.9.1999	28.11.1997	91,20	5,14	4,52	1.650
117954	15.6.1999	15.12.1997	92,80	5,11	4,48	2.750
117923	15.12.1999	15.12.1997	90,65	5,03	4,42	2.735
117954	15.6.1999	30.12.1997	93,60	4,64	4,01	1.637
117923	15.12.1999	30.12.1997	91,55	4,61	4,00	1.600
117954	15.6.1999	15.1.1998	93,80	4,63	4,00	1.500,1
117923	15.12.1999	15.1.1998	91,75	4,60	3,99	2.003
117954	15.6.1999	30.1.1998	93,68	4,87	4,24	1.500,1
117923	15.12.1999	30.1.1998	91,65	4,76	4,15	2.500
117954	15.6.1999	16.2.1998	93,85	4,90	4,28	1.500
117923	15.12.1999	16.2.1998	91,80	4,79	4,18	2.000

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
1992	13,70	9,00	11,90	11,51	12,04	497,70	299,19	276,02	139,69	215,57
1993	10,55	6,57	9,60	9,49	10,10	575,03	361,95	327,46	163,39	259,71
1994	8,81	6,45	8,98	8,89	8,95	638,10	366,74	359,85	179,19	284,95
1995	10,16	7,80	10,28	9,97	10,35	698,65	396,28	385,63	191,27	290,53
1996	7,81	5,38	7,50	7,20	8,03	776,10	384,07	456,22	212,78	313,05
1997	5,90	4,50	5,40	5,66	6,30	834,19	388,59	520,27	228,26	348,73
1995 IV trim. ...	9,91	6,08	9,72	9,37	10,04	727,75	404,03	406,30	198,80	294,62
1996 - I trim. ...	8,88	5,56	8,63	8,38	9,08	748,86	391,53	428,37	205,23	303,81
II " ...	8,15	5,58	7,91	7,52	8,47	767,37	381,19	446,15	210,71	312,46
III " ...	7,68	5,45	7,44	7,11	7,83	784,63	380,72	461,04	215,06	313,29
IV " ...	6,54	4,94	6,02	5,79	6,75	803,53	382,85	489,32	220,25	322,92
1997 - I trim. ...	6,16	4,57	5,86	5,76	6,52	815,83	385,50	500,03	223,44	335,56
II " ...	6,19	4,34	5,90	5,66	6,56	825,94	389,38	507,81	226,61	341,66
III " ...	5,96	4,35	5,22	5,57	6,10	840,08	389,72	528,23	229,83	357,25
IV " ...	5,29	4,75	4,64	5,66	6,02	854,90	389,76	545,02	233,02	359,93
1997 - Gen.	5,98	4,56	5,53	5,43	6,34	814,35	382,51	502,22	222,89	333,48
Feb.	6,13	4,58	5,72	5,69	6,49	816,28	385,42	502,45	223,48	337,76
Mar.	6,36	4,57	6,33	6,15	6,72	816,85	388,57	495,43	223,96	335,53
Apr.	6,35	4,52	6,17	5,82	6,71	821,93	388,72	500,37	225,40	336,69
Mag.	6,08	4,32	5,85	5,54	6,53	826,39	389,91	508,57	226,75	342,01
Giu.	6,13	4,19	5,67	5,61	6,46	829,51	389,52	514,48	227,69	346,29
Lug.	6,03	4,35	5,25	5,59	6,08	834,65	388,98	525,21	228,75	355,95
Ago.	6,07	4,23	5,41	5,55	6,13	840,33	391,23	524,96	229,85	357,28
Set.	5,76	4,47	5,00	5,55	6,08	845,25	388,96	534,53	230,95	358,57
Ott.	5,51	4,76	4,82	5,68	5,91	850,08	388,47	540,48	232,02	360,48
Nov.	5,37	4,73	4,73	5,63	6,16	854,65	391,09	542,85	233,09	356,69
Dic.	4,98	4,75	4,38	5,68	5,97	859,97	389,70	551,73	234,18	362,68
1997 - Gen.	4,84	4,21	4,17	5,23	5,37	863,42	393,76	558,84	234,78	371,21

Moneta

(consistenze in miliardi di lire)

PERIODO	Dati di fine					
	Circolante	Conti correnti		Altre voci	Totale: M1	Certificati di deposito a breve termine
		bancari	postali			
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	9.479	14.760	579.078	87.286
1994	96.221	478.258	8.160	15.728	598.367	71.602
1995 – Nov.	92.641	426.129	8.939	10.805	538.514	64.250
Dic.	98.281	482.902	8.493	15.971	605.647	63.518
1996 – Gen.	92.006	437.798	10.410	11.273	551.488	63.709
Feb.	89.845	432.672	9.359	9.098	540.974	62.961
Mar.	92.341	440.180	7.786	8.869	549.176	62.027
Apr.	90.738	449.636	7.161	8.136	555.671	60.979
Mag.	91.968	434.327	8.730	8.858	543.883	59.956
Giu.	93.009	447.973	8.954	11.531	561.467	59.088
Lug.	94.849	435.279	8.740	10.201	549.068	63.808
Ago.	92.456	433.195	8.897	6.171	540.719	65.905
Set.	93.450	455.779	8.972	9.028	567.228	68.063
Ott.	92.605	453.742	9.437	10.191	565.975	69.798
Nov.	96.373	456.305	9.561	11.652	573.891	70.538
Dic.	100.107	506.025	7.275	13.144	626.551	72.084
1997 – Gen.	96.334	475.796	(8.803)	(11.167)	(592.099)	75.439
Feb.	95.720	477.620	(8.840)	(12.197)	(594.377)	77.396
Mar.	99.327	474.107	(7.807)	(9.616)	(590.857)	78.999
Apr.	96.868	476.290	(7.394)	(9.260)	(589.813)	80.567
Mag.	99.349	485.207	(7.017)	(9.349)	(600.922)	82.449
Giu.	97.688	497.756	(7.974)	(12.691)	(616.108)	83.517
Lug.	101.408	487.631	(6.379)	(11.943)	(607.361)	84.521
Ago.	98.883	481.787	(6.555)	(6.557)	(593.781)	85.578
Set.	99.937	499.434	(8.143)	(9.203)	(616.716)	87.511
Ott.	99.167	504.353	(7.611)	(10.139)	(621.269)	88.838
Nov.	103.188	493.811	(7.143)	(11.208)	(615.350)	89.508
Dic.	107.353	538.405	(6.827)	(14.074)	(666.659)	91.246

continua ►

Segue: **Tav. a47**

periodo			Dati medi			PERIODO
Depositi a risparmio	Libretti postali	Totale: M2 (al netto dei CD oltre il breve)	M1	M2 (al netto dei CD oltre il breve)	M2 estesa	
182.090	19.733	711.479	415.018	668.520	669.519	..... 1989
178.384	23.589	759.412	442.428	709.331	711.604	..... 1990
161.798	26.924	807.836	488.712	750.765	754.376	..... 1991
146.967	29.057	814.203	492.082	751.789	757.185	..... 1992
144.091	30.861	841.316	529.612	780.319	786.096	..... 1993
138.297	39.152	847.418	547.354	788.390	795.392	..... 1994
114.685	42.676	760.125	540.199	758.331	769.517	.... Nov. - 1995
121.047	43.936	834.148	555.147	773.423	784.824	.... Dic.
116.368	44.577	776.142	557.975	780.079	792.202	.... Gen. - 1996
114.755	44.625	763.315	531.121	751.275	764.986	.... Feb.
115.042	44.516	770.761	530.370	747.206	762.688	.... Mar.
113.437	44.499	774.586	532.849	747.878	765.062	.... Apr.
111.873	44.194	759.906	542.844	756.148	774.367	.... Mag.
113.414	43.623	775.591	537.138	746.619	764.579	.... Giu.
112.277	43.270	768.423	541.426	751.268	767.435	.... Lug.
113.287	43.889	763.800	532.314	745.945	761.215	.... Ago.
113.970	43.839	793.100	540.835	757.881	773.508	.... Set.
112.882	43.301	791.956	551.651	770.135	786.894	.... Ott.
114.361	44.314	803.104	562.121	783.210	800.020	.... Nov.
118.399	46.290	863.324	576.638	802.956	818.027	.... Dic.
117.014	46.914	(831.466)	(599.977)	(834.162)	(848.959)	.... Gen. - 1997
117.023	47.770	(836.567)	(577.682)	(813.874)	(830.013)	.... Feb.
117.479	48.203	(835.538)	(577.613)	(815.655)	(831.867)	.... Mar.
116.186	(48.497)	(835.063)	(579.147)	(818.999)	(835.691)	.... Apr.
116.198	(48.713)	(848.283)	(590.545)	(832.218)	(848.117)	.... Mag.
116.778	(48.785)	(865.187)	(584.677)	(827.281)	(842.529)	.... Giu.
116.794	(48.643)	(857.319)	(594.687)	(838.957)	(854.828)	.... Lug.
118.605	(49.339)	(847.303)	(591.648)	(838.856)	(853.965)	.... Ago.
117.806	(49.760)	(871.793)	(590.201)	(839.438)	(854.440)	.... Set.
117.330	(49.986)	(877.422)	(602.169)	(853.239)	(870.655)	.... Ott.
118.568	(50.256)	(873.682)	(605.676)	(858.105)	(877.036)	.... Nov.
121.353	(51.641)	(930.899)	(621.649)	(876.129)	(893.789)	.... Dic.

Attività liquide*(consistenze di fine periodo in miliardi di lire)*

PERIODO	M2	Certificati di deposito oltre il breve termine	Titoli acquistati pronti c/termine	Buoni postali fruttiferi	BOT e BTE	Accettazioni bancarie	Totale attività liquide
1989	711.479	76.798	8.208	52.099	256.422	1.612	1.106.617
1990	759.412	105.405	13.712	57.219	284.993	1.540	1.222.280
1991	807.836	139.457	53.346	61.865	298.373	2.104	1.362.982
1992	814.203	180.328	99.571	66.575	356.177	1.925	1.518.779
1993	841.316	226.074	95.746	72.162	313.471	1.554	1.550.324
1994	847.418	236.932	89.935	87.053	312.727	1.139	1.575.205
1995 – Nov.	760.125	274.929	142.760	96.058	347.058	1.857	1.622.787
Dic.	834.148	279.114	126.864	97.773	339.059	900	1.677.857
1996 – Gen.	776.142	289.814	146.703	98.432	347.888	1.074	1.660.053
Feb.	763.315	296.707	153.156	98.983	342.373	990	1.655.524
Mar.	770.761	301.379	146.194	99.400	339.371	1.078	1.658.183
Apr.	774.586	307.147	150.100	99.709	333.995	1.101	1.666.638
Mag.	759.906	314.080	147.331	101.123	330.327	1.129	1.652.987
Giu.	777.591	317.159	135.749	100.527	323.206	840	1.655.072
Lug.	768.423	307.462	140.307	101.209	317.157	842	1.635.400
Ago.	763.800	300.114	145.671	102.185	312.736	807	1.625.314
Set.	793.100	291.707	133.754	102.947	309.419	711	1.631.639
Ott.	791.956	284.501	145.121	109.651	299.955	657	1.631.841
Nov.	803.104	276.311	140.722	108.700	288.146	501	1.617.485
Dic.	863.324	269.416	118.782	110.614	275.659	(443)	(1.638.238)
1997 – Gen.	(831.466)	259.195	134.530	(111.809)	268.895	(347)	(1.606.242)
Feb.	(836.567)	248.926	141.556	(112.592)	262.792	(326)	(1.602.758)
Mar.	(835.538)	238.724	141.351	(113.205)	259.516	(321)	(1.588.654)
Apr.	(835.063)	228.422	148.828	(113.769)	258.990	(328)	(1.585.400)
Mag.	(848.283)	218.376	150.832	(114.163)	255.193	(444)	(1.587.291)
Giu.	(865.187)	209.420	143.402	(114.277)	248.542	(291)	(1.581.119)
Lug.	(857.319)	194.659	149.100	(114.475)	243.398	(320)	(1.559.271)
Ago.	(847.303)	181.973	154.210	(114.825)	241.456	(344)	(1.540.110)
Set.	(871.793)	171.256	140.842	(115.225)	231.920	(296)	(1.531.331)
Ott.	(877.422)	158.091	141.896	(115.675)	223.233	(287)	(1.516.604)
Nov.	(873.682)	145.278	146.674	(115.925)	214.283	(274)	(1.496.116)
Dic.	(930.899)	135.356	130.105	(116.925)	203.338	(210)	(1.516.833)

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				
1989	1.106.617	378.456	7.492	71.902	49.165	2.004	1.615.635	1.665.454
1990	1.222.280	450.724	11.426	81.985	47.379	4.848	1.818.643	1.888.416
1991	1.362.982	493.665	12.262	108.035	56.191	4.011	2.037.146	2.142.606
1992	1.518.779	492.263	15.231	113.564	60.663	2.825	2.203.325	2.339.680
1993	1.550.324	549.433	13.032	153.347	110.093	2.904	2.379.134	2.520.571
1994	1.575.205	640.491	15.811	170.306	130.168	4.404	2.536.384	2.717.624
1995 - Nov.	1.622.787	692.352	14.852	173.280	123.604	4.195	2.631.070	2.823.345
Dic.	1.677.857	692.627	14.870	172.248	126.802	4.190	2.688.595	2.879.221
1996 - Gen.	1.660.053	687.746	14.987	175.578	130.675	4.422	2.673.460	2.869.658
Feb.	1.655.524	693.930	15.049	177.449	131.903	4.766	2.678.620	2.873.981
Mar.	1.658.183	702.299	16.449	178.583	133.608	3.973	2.693.095	2.896.351
Apr.	1.666.638	702.731	16.867	179.354	139.806	4.137	2.709.534	2.913.442
Mag.	1.652.897	710.623	17.003	183.153	144.887	4.275	2.712.838	2.920.901
Giu.	1.655.072	708.740	17.010	183.490	149.603	4.872	2.718.788	2.927.811
Lug.	1.635.400	717.306	17.084	190.069	153.811	5.281	2.718.950	2.935.564
Ago.	1.625.314	723.554	16.977	196.601	159.056	5.420	2.726.923	2.944.860
Set.	1.631.639	710.357	16.770	205.305	165.733	6.022	2.735.826	2.959.494
Ott.	1.631.841	701.989	16.751	219.239	173.962	6.396	2.750.178	2.982.739
Nov.	1.617.485	693.550	15.699	226.723	187.084	6.738	2.747.279	2.987.035
Dic.	(1.638.238)	703.427	17.148	234.381	197.544	6.709	(2.797.446)	(3.036.343)
1997 - Gen.	(1.606.242)	686.161	(17.297)	(244.181)	219.985	6.723	(2.780.589)	(3.031.484)
Feb.	(1.602.758)	687.921	(17.615)	(253.941)	234.226	(6.867)	(2.803.329)	(3.067.874)
Mar.	(1.588.654)	689.953	(17.610)	(260.941)	239.243	(7.070)	(2.803.471)	(3.078.400)
Apr.	(1.585.400)	690.476	(17.690)	(268.545)	247.480	(7.122)	(2.816.714)	(3.101.358)
Mag.	(1.587.291)	692.060	(17.440)	(277.160)	255.338	(7.873)	(2.837.162)	(3.121.283)
Giu.	(1.581.119)	686.557	(17.368)	(282.618)	268.315	(7.801)	(2.843.777)	(3.137.542)
Lug.	(1.559.271)	701.404	(17.988)	(292.683)	291.563	(8.016)	(2.870.925)	(3.179.542)
Ago.	(1.540.110)	698.755	(17.986)	(298.484)	300.994	(8.388)	(2.864.717)	(3.179.067)
Set.	(1.531.331)	690.134	(17.970)	(308.883)	321.233	(9.022)	(2.878.574)	(3.193.817)
Ott.	(1.516.604)	690.128	(17.384)	(316.399)	333.053	(9.214)	(2.882.782)	(3.206.225)
Nov.	(1.496.116)	(688.323)	(17.399)	(323.986)	348.452	(9.231)	(2.883.508)	(3.211.696)
Dic.	(1.516.833)	(676.532)	(17.408)	(328.156)	368.432	(9.248)	(2.916.609)	(3.246.274)

Credito*(consistenze di fine periodo in miliardi di lire)*

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	Finanziamenti esteri
1989	393.132	259.137	25.638	677.906	68.029
1990	455.998	300.485	23.453	779.936	93.504
1991	513.853	347.054	25.109	886.016	107.686
1992	570.944	383.854	20.510	975.308	128.680
1993	558.508	433.169	24.783	1.016.460	131.547
1994	530.302	476.245	21.873	1.028.420	124.660
1995 - Nov.	533.806	480.121	19.095	1.033.022	128.027
Dic.	549.387	487.856	18.409	1.055.652	129.596
1996 - Gen.	549.725	481.103	18.717	1.049.545	130.505
Feb.	541.306	483.784	18.794	1.043.883	130.952
Mar.	535.238	489.022	18.973	1.043.233	131.233
Apr.	534.268	488.499	19.183	1.041.950	129.825
Mag.	536.744	492.051	19.004	1.047.799	131.399
Giu.	545.228	495.495	18.760	1.059.482	130.055
Lug.	554.845	496.189	19.232	1.070.266	126.821
Ago.	534.190	497.847	19.022	1.051.058	125.413
Set.	534.505	499.045	18.752	1.052.302	123.751
Ott.	530.678	499.100	17.496	1.047.273	123.175
Nov.	529.855	501.758	17.794	1.049.407	121.491
Dic.	552.185	513.045	17.857	1.083.086	122.955
1997 - Gen.	551.604	(514.090)	(17.898)	(1.083.592)	(124.721)
Feb.	551.250	(515.086)	(17.712)	(1.084.048)	(126.736)
Mar.	544.730	(514.498)	(17.407)	(1.076.635)	(126.314)
Apr.	542.854	(517.274)	(17.096)	(1.077.224)	(126.933)
Mag.	541.747	(520.520)	(16.140)	(1.078.407)	(127.926)
Giu.	561.522	(525.923)	(13.734)	(1.101.179)	(128.953)
Lug.	569.068	(526.028)	(13.884)	(1.108.980)	(132.892)
Ago.	552.462	(525.353)	(13.932)	(1.091.747)	(133.511)
Set.	552.943	(527.946)	(13.959)	(1.094.847)	(132.865)
Ott.	549.019	(531.598)	(13.587)	(1.094.204)	(135.239)
Nov.	552.589	(537.200)	(13.320)	(1.103.109)	(135.286)
Dic.	586.486	(547.115)	(12.324)	(1.145.926)	(135.012)

continua ➤

Segue: **Tav. a50**

Totale finanziamenti	Debito del settore statale		Credito		PERIODO
		di cui: sull'interno	Totale interno	Totale	
745.935	1.116.744	1.081.798	1.759.705	1.862.709	..... 1989
873.439	1.259.997	1.211.000	1.990.935	2.133.436	..... 1990
993.701	1.412.037	1.357.128	2.243.144	2.405.739	..... 1991
1.103.987	1.595.122	1.530.613	2.505.921	2.699.110	..... 1992
1.148.007	1.765.516	1.680.067	2.696.527	2.913.523	..... 1993
1.153.080	1.931.848	1.835.867	2.864.287	3.084.928	..... 1994
1.161.049	2.095.886	1.977.710	3.010.732	3.256.935	..... Nov. - 1995
1.185.248	2.072.707	1.953.462	3.009.114	3.257.956	..... Dic.
1.180.050	2.082.240	1.964.335	3.013.880	3.262.291	..... Gen.- 1996
1.174.835	2.094.415	1.978.296	3.022.179	3.269.250	..... Feb.
1.174.466	2.117.000	1.977.908	3.041.142	3.291.466	..... Mar.
1.171.775	2.141.353	2.021.423	3.063.372	3.313.128	..... Apr.
1.179.197	2.148.504	2.030.805	3.078.604	3.327.702	..... Mag.
1.189.538	2.123.025	2.003.088	3.062.570	3.312.563	..... Giu.
1.197.087	2.137.576	2.014.946	3.085.212	3.334.663	..... Lug.
1.176.471	2.146.216	2.024.986	3.076.044	3.322.687	..... Ago.
1.176.053	2.172.105	2.049.417	3.101.719	3.348.157	..... Set.
1.170.448	2.194.983	2.073.350	3.120.624	3.365.431	..... Ott.
1.170.898	2.206.153	2.083.922	3.133.330	3.377.052	..... Nov.
1.206.041	2.204.375	2.079.050	3.162.137	3.410.416	..... Dic.
(1.208.313)	(2.206.505)	(2.078.677)	(3.162.269)	(3.414.818)	..... Gen.- 1997
(1.210.784)	(2.218.130)	(2.086.432)	(3.170.480)	(3.428.914)	..... Feb.
(1.202.949)	(2.242.969)	(2.110.868)	(3.187.503)	(3.445.917)	..... Mar.
(1.204.157)	(2.261.853)	(2.129.849)	(3.207.073)	(3.466.011)	..... Apr.
(1.206.322)	(2.278.173)	(2.141.614)	(3.220.021)	(3.484.506)	..... Mag.
(1.230.132)	(2.251.000)	(2.114.014)	(3.215.193)	(3.481.133)	..... Giu.
(1.241.872)	(2.247.353)	(2.103.956)	(3.212.936)	(3.489.225)	..... Lug.
(1.225.258)	(2.247.125)	(2.105.263)	(3.197.010)	(3.472.383)	..... Ago.
(1.227.712)	(2.265.849)	(2.126.044)	(3.220.892)	(3.493.561)	..... Set.
<i>(1.229.443)</i>	<i>(2.281.037)</i>	<i>(2.142.328)</i>	<i>(3.236.532)</i>	<i>(3.510.480)</i>	..... Ott.
<i>(1.238.395)</i>	<i>(2.271.116)</i>	<i>(2.132.576)</i>	<i>(3.235.684)</i>	<i>(3.509.511)</i>	..... Nov.
<i>(1.280.938)</i>	<i>(2.248.026)</i>	<i>(2.110.746)</i>	<i>(3.256.672)</i>	<i>(3.528.964)</i>	..... Dic.

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 partite
1991	48.424	-8.674	-39.369	(120.898)	(66.925)	(-91.355)
1992	6.366	-32.591	-12.187	(73.691)	(83.413)	(-105.960)
1993	25.767	2.564	84.589	(53.606)	(14.872)	(-129.864)
1994	6.103	3.297	-21.594	10.201	27.002	-12.803
1995	-13.271	2.915	58.102	37.723	-25.521	-86.490
1996	29.176	20.449	47.394	51.106	3.113	-92.886
1995 - Nov.	-11.597	-2.948	15.015	9.163	7.275	-40.102
Dic.	74.023	5.772	13.248	30.583	-24.248	48.667
1996 - Gen.	-58.006	-138	-7.450	-6.124	2.148	-42.145
Feb.	-12.827	-916	550	-5.313	11.380	-18.527
Mar.	7.446	1.330	-12.110	2.452	15.812	-39
Apr.	3.825	8.042	26.808	1.636	-10.779	-21.881
Mag.	-14.680	9.267	-13.151	11.522	1.962	-24.280
Giu.	17.685	6.773	808	11.424	-25.896	24.577
Lug.	-9.168	-325	-6.933	6.608	-3.471	-5.047
Ago.	-4.623	-2.812	15.024	-17.844	599	410
Set.	29.300	731	3.310	4.161	17.018	4.081
Ott.	-1.144	5.382	5.718	-1.273	14.266	-25.238
Nov.	11.148	-2.922	10.748	6.223	10.317	-13.219
Dic.	60.220	-3.963	24.072	37.634	-25.947	28.424
1997 - Gen.	(-31.858)	5.363	-22.076	(-18.858)	(4.822)	(-1.108)
Feb.	(5.100)	-1.608	-263	(378)	(2.240)	(4.354)
Mar.	(-1.029)	-4.262	-2.154	(-6.661)	(13.754)	(-1.706)
Apr.	(-474)	-2.131	4.343	(-288)	(4.408)	(-6.805)
Mag.	(13.220)	1.571	17.029	(4.347)	(-163)	(-9.564)
Giu.	(16.904)	-1.139	21.346	(26.106)	(-39.810)	(10.401)
Lug.	(-7.868)	12.134	-181	(6.591)	(-29.837)	(3.426)
Ago.	(-10.016)	4.804	-11.821	(-16.351)	(-286)	(13.638)
Set.	(24.490)	4.544	-2.780	(-525)	(7.464)	(15.787)
Ott.	(5.629)	-1.278	(-646)	(753)	(11.619)	(-4.819)
Nov.	(-3.740)	823	(-15.292)	(9.078)	(-7.395)	(9.047)
Dic.	(57.217)	4.021	(911)	(46.325)	(-17.507)	(23.466)

Note metodologiche

Tav. a1

Fonte: OCSE, Istat e statistiche nazionali.

I dati annuali del saldo corrente non coincidono necessariamente con la somma dei dati trimestrali destagionalizzati.

Tav. a2

Fonte: Istat e statistiche nazionali.

Per l'Italia: cfr. la nota metodologica alla Tav. a14.

Tav. a3

Fonte: Istat e statistiche nazionali.

Per l'Italia: indice del costo della vita; cfr. la nota metodologica alla Tav. a16.

Per il Regno Unito prezzi al consumo al netto degli interessi sui mutui ipotecari.

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 certificati di deposito a 3 mesi; per il Giappone: *call rate (uncollateralized)* a 3 mesi; per la Germania: tasso sui prestiti bancari a 3 mesi; per la Francia, l'Italia e il Regno Unito: tasso interbancario a 3 mesi; per il Canada: *prime corporate paper* a 3 mesi.

Tav. a6

Fonte: statistiche nazionali.

Tassi sulle obbligazioni: rendimenti lordi (mercato secondario). Per gli Stati Uniti: titoli e obbligazioni del Tesoro a 10 anni; per la Germania: obbligazioni pubbliche a 9-10 anni; per il Giappone, la Francia, il Regno Unito e il Canada:

obbligazioni pubbliche a 10 anni; per l'Italia: rendimento sui BTP guida a 10 anni quotati sul mercato telematico.

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 di 24 partner commerciali. Per il metodo di calcolo cfr. la nota: *Nuovi indicatori di tasso di cambio effettivo nominale e reale*.

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 di 25 paesi. Per la Germania: regioni occidentali. Per il metodo di calcolo cfr. la nota: *Nuovi indicatori di tasso di cambio effettivo nominale e reale*.

Tav. a11

Fonte: elaborazioni su dati FMI, OCSE e statistiche nazionali.

Per il metodo di calcolo cfr. la nota: *Nuovi indicatori di tasso di cambio effettivo nominale e reale*.

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 nel nuovo questionario, sia le nuove serie.

Tav. a16

Fonte: Istat.

La tavola recepisce l'introduzione della nuova base 1995=100, che sostituisce la base 1992=100 precedentemente utilizzata dall'Istat.

Dal febbraio 1992 l'indice dei prezzi al consumo per le famiglie di operai e impiegati 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 dei tabacchi e non, sono stati utilizzati coefficienti di raccordo forniti dall'Istat, pari a 1.0034 per i beni alimentari e a 1.0009 per il totale.

Tav. a17

Fonte: Istat.

La tavola recepisce l'introduzione della nuova base 1995=100, che sostituisce la base 1990=100 precedentemente utilizzata dall'Istat.

Tav. a18

Fonte: Istat.

Valori medi unitari, in lire, dei manufatti esportati. L'attribuzione delle voci elementari alle componenti riportate nella tavola è basata sulla "destinazione prevalente" di ciascuna voce.

Tav. a19

Fonte: Istat.

Valori medi unitari, in lire, dei manufatti importati. L'attribuzione delle voci elementari alle componenti riportate nella tavola è basata sulla "destinazione prevalente" di ciascuna voce.

Tav. a20

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. a21

Il saldo in dollari può non coincidere con la somma delle singole componenti a causa di arrotondamenti.

Tav. a22

In questa tavola viene esposto il quadro di formazione del fabbisogno del settore statale secondo la definizione che comprende il bilancio dello Stato, la Tesoreria, la Cassa DD.PP., l'Agenzia per il Mezzogiorno - soppressa nell'aprile del 1993 -, l'Anas e la gestione delle ex Foreste demaniali. Nei limiti imposti dalla diversa natura dei due saldi e dalla disponibilità delle informazioni necessarie, si applicano al fabbisogno del settore statale le modifiche contabili decise, nel corso del 1997, in sede Eurostat per l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche di contabilità nazionale (cfr. la nota metodologica alla Tav. a23).

Il fabbisogno del 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 contabilità 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. Gli interessi sui Buoni postali sono inclusi nella voce Tesoreria e calcolati sulla base del criterio di cassa, anziché di competenza come accadeva precedentemente. Le voci "Regolazioni di debiti pregressi" e "Dismissioni" 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 del settore statale è ottenuto sommando al fabbisogno del Tesoro i finanziamenti netti ottenuti direttamente sul mercato dall'Anas e dalla gestione delle ex Foreste demaniali (voce "Fabbisogno aggiuntivo Anas e Foreste e altri enti") e il fabbisogno di altri enti con onere a carico dello Stato (in pratica si tratta dell'indebitamento delle Ferrovie, esclusa la parte i cui oneri non sono a carico dello Stato). I dati dell'ultimo anno sono provvisori.

Tav. a23

In questa tavola vengono analizzate le forme di copertura del fabbisogno del settore statale (cfr. la nota metodologica alla Tav. a22). I prestiti esteri qui considerati includono solo quelli diretti del Governo italiano e degli altri enti del settore emessi all'estero (compresi quelli delle Ferrovie con onere a carico dello Stato): essi escludono quelli contratti indirettamente per il tramite delle banche, appostati tra le "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 "Conti correnti" include il conto corrente di tesoreria provinciale, il conto disponibilità del Tesoro e il conto transitorio (questi due conti sono stati istituiti in relazione al disposto della L. 26.11.93, n. 483) e il Fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato, istituito ai sensi della L. 27.10.93, n. 432, modificata dal DL 8.1.96, n. 6. 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". In conformità delle indicazioni dell'Eurostat: a) nella raccolta postale i Buoni postali fruttiferi sono contabilizzati al valore facciale di emissione; b) nei titoli a medio e a lungo termine, nei prestiti esteri e nelle altre operazioni sono inclusi i rispettivi strumenti finanziari connessi con operazioni poste in essere dalle Ferrovie con oneri a carico dello Stato. I dati dell'ultimo anno sono provvisori.

Tav. a24

In questa tavola si riportano la consistenza complessiva e la composizione del debito delle Amministrazioni pubbliche (per memoria è indicato anche il dato relativo al settore statale). La consistenza del debito (dati di fine periodo) è valutata ai valori nominali (facciali). Per i debiti espressi in valuta si utilizzano i tassi di cambio di fine periodo. Le voci "Titoli a medio e a lungo termine sul mercato", "BOT e BTE sul mercato" e "Passività 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 delle banche in favore degli stessi enti. I titoli a medio e a lungo termine e i BOT escludono quelli di proprietà degli enti di previdenza e di altri enti appartenenti alle Amministrazioni pubbliche. 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; i Buoni postali sono valutati al valore facciale di emissione. Dal 1989, la consistenza degli impieghi delle banche è tratta dalla Matrice dei conti; per i periodi precedenti la consistenza degli impieghi delle ex aziende di credito è desunta dalla Matrice dei conti e quella riguardante gli 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; in conformità delle indicazioni dell'Eurostat, i prestiti esteri sono convertiti in lire in base alla valuta in cui è stato contratto il debito originario, prescindendo dall'eventuale effettuazione di operazioni di swap. Come per il fabbisogno del settore statale, anche nel caso del debito delle Amministrazioni pubbliche nei titoli a medio e a lungo termine, negli impieghi bancari e nei debiti esteri sono inclusi i rispettivi strumenti finanziari connessi con operazioni poste in essere dalle Ferrovie con oneri a carico dello Stato. I dati dell'ultimo anno sono provvisori.

Tav. a25

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, 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".

La voce "Altre operazioni BI-UIC con il Tesoro" include i rimborsi netti di titoli di Stato detenuti da BI-UIC, l'ammortamento anticipato di titoli di Stato detenuti da BI-UIC, la circolazione di Stato, 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.

Le voci "Mercato aperto" e "Rifinanziamento" escludono le operazioni effettuate a fronte delle anticipazioni ex DM 27.9.74 ed ex L. 19.11.96, n. 588.

I "Depositi presso BI" comprendono la riserva obbligatoria, i depositi a cauzione assegni circolari e i depositi liberi, inclusi quelli delle banche non soggette all'obbligo. 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.

Il fabbisogno del settore statale comprende le regolazioni di debiti pregressi e i proventi derivanti dalle dismissioni. A partire dal *Bollettino Economico* n. 28 la definizione di fabbisogno lordo del settore statale è stata modificata (cfr. il capitolo: *La finanza pubblica*).

La voce "Collocamenti netti di titoli sul mercato primario" corrisponde alle sottoscrizioni nette del sistema (il segno negativo indica acquisti netti). Le "Altre voci" 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. a26

Media dei dati giornalieri nel periodo di mantenimento della riserva obbligatoria (15 del mese indicato-14 del mese successivo). I dati della voce "Cassa contante" sono parzialmente stimati sulla base delle segnalazioni bancarie decedali.

I "Depositi presso BI" comprendono la riserva obbligatoria, i depositi a cauzione assegni circolari e i depositi liberi, inclusi quelli delle banche non soggette all'obbligo.

Le variazioni percentuali sui 12 mesi delle riserve bancarie e della base monetaria sono aggiustate per la variazione del coefficiente medio di riserva obbligatoria (per la descrizione della procedura adottata, cfr. la sezione *Note metodologiche* nell'Appendice alla Relazione sul 1996).

Le operazioni temporanee della Banca d'Italia, rilevate ai valori nominali, comprendono quelle con gli operatori principali sul mercato telematico dei titoli di Stato.

Tav. a27

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 dalla Banca d'Italia. Includono i titoli emessi dal Tesoro nel dicembre 1993 per la costituzione del "conto disponibilità del Tesoro per il servizio di tesoreria" e 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. 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. 432/93. Su tale fondo affluiscono, dal 1994, i proventi relativi alle operazioni di dismissione, precedentemente depositati sul conto di disponibilità. Dal 1995 le disponibilità sul fondo ammortamento sono utilizzate dal Tesoro per effettuare operazioni di riacquisto di titoli di Stato; in base al DL 21.11.1996 n. 598, convertito nella legge 23.12.96, n. 662, le disponibilità sul fondo possono essere utilizzate anche per l'acquisizione di partecipazioni azionarie possedute da società delle quali il Tesoro sia unico azionista. Nelle "Altre voci", oltre alla circolazione di Stato, sono inclusi i crediti a fronte del portafoglio ammassi obbligatori, 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.

Nei dati relativi alle consistenze della voce "Rifinanziamento" sono incluse, dall'aprile 1997, le anticipazioni speciali concesse in base al D.L. 24.9.96 n. 497, convertito in L. 19.11.96 n. 588.

Per le voci "Depositi presso BI" e le "Altre voci" della sezione "Utilizzo" cfr. la nota alla Tav. a25.

Tav. a28

I dati dei rimborsi includono anche i riacquisti di titoli da parte del Tesoro mediante l'utilizzo del fondo ammortamento.

Nella voce "Operazioni temporanee" sono compresi i finanziamenti e gli impieghi agli operatori principali sul mercato telematico dei titoli di Stato.

Tav. a29

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. Con l'introduzione della possibilità di effettuare riaperture in *tranches* delle aste BOT, dal 22 settembre 1997, i rendimenti netti sono calcolati applicando la ritenuta fiscale del 12,50 per cento all'ammontare degli interessi determinato con riferimento al prezzo medio di aggiudicazione della prima *tranche*.

Dal gennaio 1998, nella seconda asta del mese non vengono effettuate emissioni di titoli a tre mesi.

Tav. a30

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. a31

Metodo dell'asta competitiva sullo *spread* (punti *forward*) tra il tasso di cambio a pronti e quello a termine.

I punti *forward* vanno sommati 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 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. a32

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; massimo per le vendite.

Tav. a34

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 relative alle operazioni effettuate nel periodo.

I rendimenti dei BOT sono pari alla media mensile dei tassi di aggiudicazione alle aste pubbliche, ponderata per le quantità aggiudicate agli operatori; i rendimenti, calcolati secondo il regime composto per i titoli a 3 e a 6 mesi, sono al lordo della ritenuta fiscale.

Tavv. a35 e a36

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 al 1995 sono parzialmente stimati sulla base delle informazioni tratte dalla precedente rilevazione decennale.

Tav. a37

I dati annuali sono relativi al mese di dicembre.

I dati relativi ai crediti da BI-UIC sono tratti dalla contabilità della Banca d'Italia; dalla stessa fonte provengono, in parte, i dati relativi alla voce "Riserve bancarie", che comprende la liquidità in lire (esclusi i depositi presso Poste e Cassa DD.PP.), la riserva obbligatoria, il contante a cauzione assegni circolari 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 le segnalazioni di Vigilanza entrate in vigore nel 1995, 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" è composta dai mezzi propri, dai fondi rischi e dalle passività subordinate raccolte dalle dipendenze interne ed estere; a partire dal 1997 i dati infratrimestrali sono stimati. 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 1996.

Tav. a38

I dati annuali sono relativi al mese di dicembre.

Gli impieghi non includono quelli effettuati dalle filiali estere.

Gli altri titoli si riferiscono alle obbligazioni emesse da residenti in lire e valuta nel portafoglio delle banche.

Tav. a39

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 al 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 semisomma dei dati di fine periodo.

Tav. a40

Fonte: Segnalazioni di vigilanza.

I dati si riferiscono al patrimonio di vigilanza e al coefficiente di solvibilità calcolati su base individuale.

Il patrimonio di vigilanza è calcolato come somma algebrica di una serie di elementi positivi e negativi, la cui computabilità è ammessa con o senza limitazioni, a seconda dei casi, nel patrimonio di base e in quello supplementare. Dall'ammontare complessivo del patrimonio di base e di quello supplementare si deducono le partecipazioni e le altre interessenze non consolidate relative a enti creditizi e finanziari superiori al 10 per cento del capitale delle partecipate.

Il capitale versato, le riserve e il fondo per rischi bancari generali - al netto delle azioni o quote proprie in portafoglio, delle attività immateriali e delle perdite di esercizio - costituiscono il patrimonio di base, che è ammesso nel calcolo senza limitazioni. Le riserve di rivalutazione, i fondi rischi e le passività subordinate - al netto delle minusvalenze sui titoli immobilizzati e di altri elementi negativi - costituiscono il patrimonio supplementare, che è ammesso nel computo entro il limite massimo rappresentato dall'ammontare del patrimonio di base.

La disciplina sul coefficiente di solvibilità prevede l'osservanza da parte di tutte le banche, ad eccezione delle succursali di banche comunitarie e di quelle provenienti dai paesi del G-10, di un requisito patrimoniale, definito come rapporto minimo tra l'ammontare del patrimonio di vigilanza e quello delle operazioni attive in bilancio e fuori bilancio, ponderate secondo percentuali correlate alla loro rischio potenziale.

Il calcolo delle eccedenze e deficienze patrimoniali è basato convenzionalmente su un requisito minimo dell'8 per

cento anche per le banche appartenenti a gruppi creditizi; per queste, infatti, la normativa prudenziale prevede un requisito del 7 per cento, a condizione che il gruppo nel suo complesso abbia un requisito dell'8 per cento.

Dal 1995 i dati sul coefficiente di solvibilità tengono conto dei requisiti prudenziali per i rischi di mercato.

Tav. a41

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. a42

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. Eventuali mancate quadrature sono dovute agli arrotondamenti.

Tav. a43

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. a44

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. a45

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.

L'importo collocato comprende gli importi sottoscritti nelle emissioni riservate agli "specialisti" operanti sul mercato telematico dei titoli di Stato.

Dal 1° gennaio 1997 è entrata in vigore la nuova codifica ISIN (International Securities Identification Number) per l'identificazione dei titoli. La nuova codifica è impostata su dodici posizioni e utilizza i precedenti codici UIC. Ad esempio per il BTP avente codice UIC 117461 la codifica ISIN è la seguente: IT0001174611, dove l'ultima cifra rappresenta il codice di controllo numerico.

Tav. a46

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. a47

Per la definizione di moneta del settore non statale, cfr. la sezione *Glossario* nell'Appendice alla Relazione sul 1996.

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.

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 deposti

ti postali e di voci minori, per cui si utilizzano medie mobili su due periodi dei dati di fine mese.

La moneta M2 non comprende i certificati di deposito delle banche con scadenza non inferiore a 18 mesi (cfr. la sezione *Glossario* nell'Appendice alla Relazione sul 1996).

La moneta M2 "estesa" include i depositi di residenti in lire e in valuta presso le filiali estere di banche italiane.

Tav. a48

Per la definizione di attività liquide del settore non statale, cfr. la sezione *Glossario* nell'Appendice alla Relazione sul 1996.

La voce "Titoli acquistati pronti contro termine" include i titoli in valuta.

A partire dal *Bollettino Economico* n. 28, i Buoni postali fruttiferi sono contabilizzati al valore facciale di emissione (in precedenza veniva considerato il valore di rimborso; cfr. il capitolo: *La finanza pubblica* in *Bollettino Economico* n. 28).

Le consistenze di BOT e BTE sono al valore nominale. Sono esclusi gli acquisti netti pronti contro termine.

Tav. a49

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.

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" include le obbligazioni emesse dal Crediop per conto del Tesoro e dalle aziende autonome statali ed enti assimilati; non comprende le obbligazioni acquistate dal settore non statale pronti contro termine, mentre 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, mentre sono incluse quelle vendute pronti contro termine.

La voce "Altre attività finanziarie" comprende conti correnti di Enti ammassatori presso banche, crediti verso

banche di Istituti di previdenza, Assicurazioni, Enti territoriali e privati, conti correnti di consorzi agrari presso banche, 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. a50

A partire dal *Bollettino Economico* n. 28, la parte dell'indebitamento delle Ferrovie che determina oneri (per capitale e interessi) a carico dello Stato viene inclusa nel debito del settore statale (cfr. il capitolo: *La finanza pubblica* in *Bollettino Economico* n. 28). Di conseguenza, essa viene esclusa dai finanziamenti al settore statale. Sul debito del settore statale e sul credito totale si riflette anche la diversa contabilizzazione dei Buoni postali fruttiferi (cfr. la nota alla tav. a48).

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. I dati della voce "Debito del settore statale" sono al valore nominale.

Tav. a51

La tavola è riferita alla moneta M2 di fine periodo. Per la definizione di moneta del settore non statale, cfr. la sezione *Glossario* nell'Appendice alla Relazione sul 1996.

I dati delle "Riserve ufficiali" e della "Posizione netta sull'estero delle banche" sono al netto degli aggiustamenti di cambio.

La voce "Crediti al settore non statale" si riferisce alle attività delle banche e della Banca d'Italia 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 voci" 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 e i certificati di deposito non rimborsabili prima di 18 mesi.

Principali provvedimenti di politica economica

18 settembre - Provvedimenti fiscali: *Adeguamento alla disciplina comunitaria dei criteri di individuazione di piccole e medie imprese.*

Il provvedimento stabilisce i requisiti per l'identificazione della piccola e media impresa, anche al fine del riconoscimento degli aiuti comunitari. I parametri adottati riguardano il numero degli addetti, il fatturato, il totale di bilancio, nonché il cosiddetto requisito di indipendenza.

(DM 18.9.97; G.U. 1.10.97, n. 229)

8 ottobre - Provvedimenti fiscali: *Riordino delle imposte sui redditi applicabili alle operazioni di cessione e conferimento di aziende, fusione, scissione e permuta di partecipazioni.*

In attuazione della delega contenuta nell'art. 3 comma 161 della L. 23.12.96, n. 662, si introduce un regime opzionale di tassazione delle plusvalenze realizzate in seguito a operazioni societarie straordinarie (avvenute successivamente alla data di entrata in vigore del provvedimento), quali le cessioni di aziende possedute da almeno tre anni, le cessioni di partecipazioni di controllo o collegamento iscritte nelle immobilizzazioni finanziarie da almeno tre anni, le fusioni e le scissioni. Tale regime prevede l'applicazione di un'imposta sostitutiva delle imposte sui redditi con aliquota pari al 27 per cento. È prevista la possibilità di rateizzare l'imposta dovuta in cinque rate di pari importo. Il provvedimento stabilisce inoltre alcune innovazioni in materia di tassazione dei conferimenti in società e dello scambio di partecipazioni.

(D.lgs. 8.10.97, n. 358; G.U. 24.10.97, n. 249)

21 novembre - Provvedimenti fiscali: *Riordino della disciplina tributaria dei redditi da capitale e*

dei redditi diversi, a norma dell'art. 3, comma 160, della L. 23.12.96, n. 662.

Il provvedimento riordina, a decorrere dal 1° luglio 1998, il sistema di tassazione dei redditi da capitale (interessi, scarti di emissione, dividendi e altri redditi derivanti dall'impiego del risparmio) e dei redditi diversi (guadagni di capitale derivanti da cessioni di partecipazioni societarie e di titoli o diritti a essi assimilati), modificando le definizioni rilevanti all'interno del TUIR. In particolare, il decreto estende la tassazione dei guadagni di capitale alla cessione di tutti i valori mobiliari, di valute e di metalli preziosi e ai proventi dei contratti derivati.

In merito alla misura del prelievo, il provvedimento accorpa le aliquote applicate in capo alle persone fisiche e ai soggetti a esse assimilate in due sole percentuali: 12,5 e 27 per cento. La prima, agevolata, viene applicata ai redditi da capitale precedentemente tassati ad aliquote non superiori al 15 per cento; la seconda si applica a tutti gli altri redditi da capitale. Sui guadagni di capitale viene applicata l'aliquota agevolata, ad eccezione di quelli derivanti da cessioni di partecipazioni qualificate che vengono assoggettati all'aliquota ordinaria.

Per quanto riguarda i redditi da capitale, il provvedimento dispone: *a)* la conferma dell'applicazione della ritenuta del 12,5 per cento sugli interessi dei titoli obbligazionari con scadenza non inferiore ai 18 mesi e sui proventi dei titoli di Stato o equiparati; *b)* l'applicazione dell'aliquota del 27 per cento per i proventi dei titoli privati (anche esteri) con scadenza inferiore ai 18 mesi, ovvero emessi da società non quotate; *c)* la conferma dell'aliquota del 27 per cento sugli interessi dei depositi bancari e dei certificati di deposito. Relativamente ai dividendi azionari, viene abolita la ritenuta d'acconto del 10 per cento. Il trattamento fiscale dipenderà dal tipo di percettore: *a)* alle persone fisiche residenti verrà applicata una ritenuta a titolo d'imposta del 12,5 per cento (ovvero un regime op-

zionale di non applicazione della ritenuta con tassazione nei modi ordinari nella dichiarazione dei redditi); *b*) nei confronti dei fondi immobiliari e dei fondi pensione verrà applicata una ritenuta a titolo d'imposta del 12,5 per cento; *c*) per i soggetti non residenti, l'aliquota della ritenuta è elevata al 27 per cento; *d*) le società e gli enti non commerciali non saranno invece soggetti alla ritenuta (la tassazione avverrà in sede di dichiarazione dei redditi).

Il provvedimento introduce la possibilità per i contribuenti di optare, oltre che per un regime ordinario di tassazione in sede di dichiarazione dei redditi, per due diversi regimi di tassazione alla fonte affidata agli intermediari finanziari: il regime del "risparmio gestito" e il regime del "risparmio amministrato". Il primo prevede l'applicazione dell'imposizione alla fonte del 12,5 per cento sull'utile di gestione maturato sul portafoglio complessivo del contribuente, sia quindi sulla componente attribuibile a redditi da capitale, sia su quella dovuta a redditi diversi (guadagni di capitale); in tal modo si consente una compensazione non solo tra plusvalenze e minusvalenze, ma anche tra le due diverse categorie di redditi. Si escludono dalla possibilità di compensazione i redditi da capitale tassati ad aliquote diverse dal 12,5. Il regime del "risparmio amministrato" prevede un prelievo del 12,5 per cento da parte dell'intermediario sulle plusvalenze realizzate da operazioni poste in essere nell'ambito di un determinato rapporto di deposito o custodia con il contribuente; da tali plusvalenze il sostituto d'imposta deve sottrarre le eventuali minusvalenze verificatesi all'interno del medesimo rapporto di deposito, in occasione di precedenti operazioni. Il regime "ordinario" della dichiarazione dei redditi è reso obbligatorio solamente nel caso di plusvalenze derivanti da cessioni di partecipazioni qualificate; anche in questo caso è prevista la possibilità di compensare plusvalenze e minusvalenze, seppure limitatamente alle operazioni riportate sulla dichiarazione.

Per tutti i regimi è prevista la possibilità di riportare in avanti eventuali perdite fino a un massimo di quattro periodi d'imposta successivi. Nei casi del regime ordinario e di quello del risparmio amministrato, in cui la tassazione avviene al momento della realizzazione dei redditi e non della maturazione (come invece avviene per il regime del risparmio gestito), è

prevista l'applicazione di un coefficiente di rettifica (equalizzatore), che adegua le plusvalenze e le minusvalenze in modo da equiparare l'imposta dovuta a quella che sarebbe stata versata in base a maturazione. L'equalizzatore viene applicato alle attività finanziarie detenute per più di 12 mesi. Tali coefficienti saranno resi noti con decreto del Ministero delle Finanze.

(D.lgs. 21.11.97, n. 461; Suppl. ord. G.U. 3.1.98, n. 2)

25 novembre - Provvedimenti fiscali: *Conversione in legge, con modificazioni, del DL 25.9.97, n. 324, recante ulteriori interventi in materia di incentivi per la rottamazione.*

Con la conversione del provvedimento viene modificata la misura degli incentivi alla rottamazione da erogare nel periodo 1° febbraio - 31 luglio 1998. Il contributo, che è ora commisurato al consumo di carburante espresso in litri per ogni 100 Km, è pari a 1.250.000 o a 1.000.000 di lire per acquisti di auto con consumi rispettivamente inferiori a 7 litri o compresi tra i 7 e i 9 litri.

Viene fissata in 3.500.000 di lire la misura del contributo permanente per l'acquisto di auto con trazione elettrica, erogato a decorrere dal 1° ottobre 1997. È invece rimandata a un decreto da emanare la fissazione delle misure delle agevolazioni connesse con l'acquisto di autoveicoli con alimentazione a metano o a GPL, applicabili dal 1° agosto 1998.

(L. 25.11.97, n. 403; G.U. 26.11.97, n. 276)

27 novembre - Provvedimenti fiscali: *Regolamento recante norme in materia di ammortizzatori sociali per le aree non coperte da Cassa integrazione guadagni.*

Per gli enti e le aziende pubblici e privati che erogano servizi di pubblica utilità, nonché per le categorie e i settori di impresa sprovvisti di un sistema pubblico di ammortizzatori sociali mirato a fronteggiare processi di ristrutturazione aziendale e di crisi, è previsto che i Ministri del Lavoro e della previdenza sociale e del Tesoro emanino i regolamenti di cui all'art. 2, comma 28, della L. 23.12.96, n. 662, sulla base del-

le indicazioni contenute nei contratti collettivi nazionali stipulati dalle organizzazioni sindacali maggiormente rappresentative. I contratti devono contenere: *a)* la richiesta di emanare norme atte a fronteggiare situazioni di eccedenze di personale (transitorie o strutturali) e l'individuazione di specifici istituti per far fronte a tali situazioni mediante politiche attive di sostegno del reddito e dell'occupazione; *b)* la predisposizione di un piano pluriennale per il finanziamento dei predetti istituti; il contributo a tale scopo istituito non potrà essere inferiore allo 0,5 per cento della retribuzione e la quota a carico del lavoratore non dovrà superare il 25 per cento. In caso di ricorso all'istituto è previsto un contributo addizionale a carico del datore di lavoro. A questi contributi si applicano le disposizioni vigenti in materia di contribuzione previdenziale obbligatoria, fatta eccezione di quella in materia di sgravi contributivi; *c)* nei casi di esuberi strutturali di addetti, gli interventi devono favorire i processi di ristrutturazione aziendale.

Ciascun regolamento provvede a istituire presso l'INPS un fondo con gestione patrimoniale e finanziaria autonoma cui affluiscono i contributi; nel regolamento sono contenute le norme che disciplinano la liquidazione del fondo.

(DM 27.11.97, n. 477; G.U. 13.1.98, n. 9)

29 novembre - Provvedimenti fiscali: *Conversione in legge, con modificazioni, del DL 29.9.97, n. 328, recante disposizioni tributarie urgenti.*

Viene convertito in legge, con alcune modifiche, il DL 29.9.97, n. 328, che ha provveduto alla ristrutturazione delle aliquote dell'IVA. Contestualmente, sono state inserite alcune norme in materia di tributi locali. In particolare, vengono differiti al 31 dicembre 1998 i termini a disposizione dei Comuni per la liquidazione e l'erogazione di sanzioni relative all'ICI dovuta per il 1994 e 1995; altre disposizioni minori hanno riguardato la Tosap.

(L. 29.11.97, n. 410; G.U. 29.11.97, n. 279)

1° dicembre - Provvedimenti fiscali: *Revisione della disciplina sui lavori socialmente utili, a norma dell'art. 22, della L. 24.6.97, n. 196.*

Sono definiti come lavori socialmente utili quelli che hanno per oggetto la realizzazione di opere o la fornitura di servizi di pubblica utilità. I progetti di lavoro sono attivati nei settori: *a)* della cura della persona (cura e assistenza dei bambini e degli anziani, recupero dei portatori di handicap); *b)* tutela dell'ambiente, del territorio e della natura (raccolta differenziata dell'immondizia, tutela della salute e della sicurezza nei luoghi pubblici); *c)* dello sviluppo rurale e montano, del recupero e della riqualificazione degli spazi urbani e dei beni.

Le attività sono distinte secondo le seguenti tipologie: *a)* lavori di pubblica utilità mirati alla creazione di occupazione, la cui durata è di 12 mesi con al massimo due proroghe di 6 mesi ciascuna; *b)* lavori volti alla qualificazione di particolari progetti formativi, la cui durata è al massimo di 12 mesi; *c)* lavori di carattere straordinario della durata massima di 6 mesi prorogabili una sola volta per altri 6; *d)* prestazioni da parte di lavoratori titolari di trattamenti di mobilità, di integrazione salariale o del trattamento speciale di disoccupazione.

I lavori socialmente utili possono essere promossi dalle Amministrazioni pubbliche, dagli enti pubblici economici, dalle società a totale o prevalente partecipazione pubblica, dalle cooperative sociali e dai loro consorzi.

(D.lgs. 1.12.97, n. 468; G.U. 8.1.98, n. 5)

4 dicembre - Provvedimenti fiscali: *Riordino della disciplina tributaria degli enti non commerciali e delle organizzazioni non lucrative di utilità sociale.*

In attuazione della delega contenuta nell'art. 3, commi 186-189, della L. 23.12.96, n. 662, il provvedimento ridefinisce il regime fiscale applicabile al settore cosiddetto *non-profit*.

Relativamente agli enti non commerciali, oltre all'individuazione e alla definizione delle attività e degli scopi primari, viene previsto un trattamento fiscale agevolato sulla raccolta di fondi (purché occasionale) e sui contributi erogati da Amministrazioni pubbliche. A tal fine dovrà essere tenuta una contabilità separata per l'attività commerciale da essi svolta:

il risultato della gestione potrà essere soggetto a un regime forfettario di imposizione tributaria. Vengono inoltre specificati gli obblighi in materia di rendicontazione delle attività svolte dagli enti.

Il provvedimento introduce nel nostro ordinamento un regime fiscale agevolato per le organizzazioni non lucrative di utilità sociale (Onlus). Queste si differenziano rispetto agli enti non commerciali per la loro esclusiva finalità di solidarietà sociale, esercitata prevalentemente nei confronti di soggetti esterni all'organizzazione, e per il divieto (sancito dallo statuto sociale) di distribuire utili, anche in modo indiretto. Tali organizzazioni dovranno operare in settori specifici: assistenza sociale e sociosanitaria, beneficenza, istruzione, formazione, sport dilettantistico, tutela artistica e dell'ambiente, promozione di cultura, arte e diritti civili, ricerca scientifica. Agli organismi di volontariato si applicano le agevolazioni previste per le Onlus, fatte salve le eventuali disposizioni di maggior favore stabilite con altri provvedimenti; non sono invece considerate Onlus le società non cooperative, le fondazioni bancarie, i partiti politici, le organizzazioni sindacali e le associazioni di categoria.

(D.lgs. 4.12.97, n. 460; Suppl. ord. G.U. 2.1.98, n.

1)

15 dicembre - Provvedimenti fiscali: *Istituzione dell'imposta regionale sulle attività produttive, revisione degli scaglioni, delle aliquote e delle detrazioni dell'Irpef e istituzione di una addizionale regionale a tale imposta, nonché riordino della disciplina dei tributi locali.*

Il provvedimento da attuazione alle deleghe conferite al Governo con la L. 23.12.96, n. 662, art. 3, commi da 143 a 149 e 151.

Istituzione dell'Irap - A decorrere dal periodo d'imposta 1998, viene istituita l'imposta regionale sulle attività produttive (Irap) a carico delle imprese, degli enti e dei lavoratori autonomi. Contestualmente vengono soppressi i seguenti prelievi: contributi sanitari e tassa per la salute, Ilor, Iciap, tassa di concessione governativa per l'attribuzione della partita IVA,

imposta sul patrimonio netto delle imprese, tasse sulle concessioni comunali. La base imponibile dell'imposta, che ha carattere reale, è rappresentata dal valore della produzione netta (dedotti gli ammortamenti) prodotta nel territorio regionale e risultante dal bilancio o dalla dichiarazione dei redditi.

L'aliquota di base del tributo è fissata al 4,25 per cento. A decorrere dal periodo d'imposta 2000, le Regioni potranno elevare l'aliquota base nella misura massima di un punto percentuale, eventualmente differenziando la maggiorazione per settori di attività o categorie di contribuenti. Una quota del gettito viene attribuita ai Comuni e alle Province a compensazione dei tributi locali soppressi. Per il versamento del tributo si osservano le modalità e i termini previsti per le imposte dirette. Soggetti passivi dell'Irap sono anche gli organi e le Amministrazioni dello Stato, le Regioni, le Province, i Comuni e gli enti pubblici non commerciali. Nei confronti di questi soggetti l'imposta è determinata applicando all'ammontare delle retribuzioni annue corrisposte le aliquote dei contributi sanitari soppressi. Per gli enti non commerciali, le imprese di assicurazione, gli enti creditizi e finanziari sono stabilite regole specifiche per la determinazione dell'imponibile.

Le disposizioni transitorie riguardano: a) l'applicazione di aliquote differenziate dell'imposta per alcuni soggetti (enti creditizi e finanziari, imprese di assicurazione e agricole); b) la fissazione delle aliquote da parte dello Stato fino al 1999, senza alcuna facoltà di intervento da parte delle Regioni; c) l'attribuzione di una quota del gettito allo Stato, a compensazione dei costi sostenuti per l'accertamento e la riscossione dell'imposta (fino all'emanazione di apposite leggi regionali); d) l'attribuzione di un'ulteriore quota limitatamente al biennio 1998-99 a compensazione dell'abolizione dell'imposta sul patrimonio netto delle imprese; e) la misura degli acconti per il periodo d'imposta 1998, pari al 120 per cento dell'imposta "figurativa" calcolata sul periodo d'imposta precedente, da versare in due rate di pari importo nei tempi previsti per le imposte sui redditi; f) l'introduzione, fino all'anno 2000, di un sistema correttivo per la determinazione dell'imposta dovuta affinché l'importo effettivamente versato non risulti superiore al valore teorico rettificato dei tributi soppressi.

Modifiche all'Irpef - A decorrere dal periodo d'imposta 1998, il numero delle aliquote dell'imposta viene ridotto da sette a cinque: 18,5 per cento (sui primi 15 milioni di reddito), 26,5 per cento (oltre i 15 milioni e fino a 30), 33,5 per cento (oltre i 30 milioni e fino a 60), 39,5 per cento (oltre i 60 milioni e fino a 135) e 45,5 per cento (oltre i 135 milioni).

A tali aliquote occorre sommare quella dell'addizionale Irpef istituita a partire dal 1998. Dopo un periodo di due anni in cui questa viene fissata pari allo 0,5 per cento su tutto il territorio nazionale, la misura dell'addizionale verrà stabilita dalle Regioni entro una forcella compresa tra lo 0,5 e l'1 per cento. Per i redditi da lavoro dipendente, l'addizionale è trattenuata dal sostituto d'imposta al momento dell'effettuazione delle operazioni di conguaglio ai fini dell'Irpef (di fine anno ovvero di fine rapporto); per gli altri redditi, il tributo è dovuto in un'unica soluzione in occasione del pagamento del saldo dell'Irpef.

Viene disposta una nuova articolazione delle detrazioni per i carichi familiari: *a*) rimane confermata la misura della detrazione per il coniuge fiscalmente a carico; *b*) viene fissata in misura unica (pari a 336.000 lire) la detrazione per i figli e gli altri familiari a carico. Per quanto concerne le altre detrazioni, vengono apportate le seguenti revisioni: *a*) per i redditi da lavoro dipendente la detrazione è fissata in misura decrescente all'aumentare del reddito (da un massimo di 1.680.000 lire per redditi non superiori a 9.100.000 lire, a un minimo di 100.000 lire per quelli oltre i 100 milioni); *b*) per i percettori di soli redditi da pensione fino a 18 milioni, anche se titolari di reddito di fabbricati adibiti all'abitazione principale, è stabilita un'ulteriore detrazione di 70.000 lire; *c*) per i redditi d'impresa e da lavoro autonomo la detrazione viene rimodulata in misura decrescente all'aumentare del reddito (da un massimo di 700.000 lire per redditi non superiori a 9.100.000 lire a un minimo di 100.000 lire per quelli non superiori a 60 milioni).

A decorrere dallo stesso periodo d'imposta, viene ridotta dal 22 al 19 per cento la misura della detrazione dall'imposta per gli oneri di cui all'art. 13-bis del TUIR (spese mediche, interessi su mutui, ecc.).

Riordino della tassazione locale - È stato rafforzato il potere regolamentare dei Comuni e delle Pro-

vince: attraverso i regolamenti essi potranno disciplinare le entrate proprie anche di natura tributaria, fatta eccezione per la individuazione e definizione delle fattispecie imponibili, dei soggetti passivi e dell'aliquota massima dei vari tributi. Al Ministero delle Finanze spetta il potere di impugnare tali regolamenti davanti agli organi di giustizia amministrativa, unicamente per vizi di legittimità.

Vengono stabiliti i criteri direttivi da seguire nelle attività di liquidazione, accertamento e riscossione dei tributi: oltre alla gestione diretta da parte degli enti locali (anche in forma associata), viene ampliata la possibilità di affidare tali attività a soggetti privati (aziende speciali, concessionari della riscossione, società miste, soggetti iscritti in apposito albo istituito presso il Ministero delle Finanze).

Vengono apportate alcune modifiche alla struttura delle entrate proprie dei diversi livelli di governo. Le modifiche più importanti riguardano le Regioni: in sostituzione dei contributi sanitari e della tassa per la salute viene loro attribuito il gettito dell'Irap e quello dell'addizionale regionale all'Irpef. La totalità di quest'ultima e il 90 per cento dell'Irap (considerata al netto delle quote devolute temporaneamente allo Stato) devono essere destinate al finanziamento del SSN. Le Regioni ottengono anche la facoltà di non applicare tutte o alcune delle concessioni regionali.

A partire dal 1° gennaio 1998, i Comuni vengono interessati dall'abolizione dell'Iciap e delle tasse di concessione comunale. Il relativo gettito viene compensato dalla devoluzione di una quota del gettito dell'Irap da parte delle Regioni. A decorrere dal 1° gennaio 1999: *a*) viene abolita la Tosap e prevista la facoltà di istituire un canone sull'occupazione delle aree pubbliche; *b*) l'imposta comunale sulla pubblicità potrà non essere applicata (in tal caso dovrà obbligatoriamente essere sostituita con un canone per la pubblicità); *c*) viene devoluto ai Comuni il gettito delle imposte di registro, ipotecarie e catastali sul trasferimento di immobili.

Con riferimento alle Province, dal 1° gennaio 1999 viene abolita l'addizionale all'imposta erariale di iscrizione al Pubblico registro automobilistico (PRA). Contestualmente, viene loro concessa la facoltà di istituire un'analogia imposta sulle formalità di iscrizione al PRA. Dalla stessa data, inoltre, viene de-

voluto alle Province il gettito dell'imposta sulle assicurazioni per la responsabilità civile derivante dalla circolazione di veicoli a motore.

(D.lgs. 15.12.97, n. 446; Suppl. ord. G.U. 23.12.97, n. 298)

17 dicembre - Provvedimenti fiscali: *Conversione in legge, con modificazioni, del DL 27.10.97, n. 364, recante interventi urgenti in favore delle zone colpite da ripetuti eventi sismici nelle regioni Marche e Umbria.*

Con il provvedimento vengono sospesi sino al 31 marzo 1998 i termini degli adempimenti fiscali e amministrativi (in scadenza nel periodo dal 26 settembre 1997 al 31 marzo 1998), a carico dei soggetti colpiti dagli eventi sismici delle regioni Marche e Umbria. Viene altresì stabilita l'erogazione di contributi in conto capitale alle iniziative produttive localizzate in tali aree.

(L. 17.12.97, n. 434; G.U. 19.12.97, n. 295)

18 dicembre - Provvedimenti fiscali: *Unificazione ai fini fiscali e contributivi delle procedure di liquidazione, riscossione e accertamento, a norma dell'art. 3, comma 134, lettera b), della L. 23.12.96, n. 662.*

Il provvedimento integra le disposizioni del D.lgs. 9.7.97, n. 241, in materia di semplificazione degli adempimenti tributari. In particolare, a decorrere dal 1° gennaio 1999, viene disposta l'estensione delle disposizioni previste per le imposte sui redditi in materia di procedure di liquidazione, accertamento e riscossione, ai contributi e premi previdenziali e assistenziali da indicare nelle dichiarazioni dei redditi.

(D.lgs. 18.12.97, n. 462; Suppl. ord. G.U. 3.1.98, n. 2)

18 dicembre - Provvedimenti fiscali: *Semplificazione in materia di versamenti unitari per tributi determinati dagli enti impositori e di adempimenti connessi agli Uffici del Registro, a norma*

dell'art. 3, comma 134, lettere f) e g), della L. 23.12.96, n. 662.

Viene stabilito che, a decorrere dal 1° gennaio 1999, gli enti impositori diversi dallo Stato emetteranno annualmente un unico avviso di pagamento per tutti i tributi di importo predeterminato. Inoltre, la competenza per le formalità relative alla registrazione, trascrizione e voltura catastale di atti aventi per oggetto beni immobili, passerà dagli Uffici del registro al Dipartimento del territorio del Ministero delle Finanze.

(D.lgs. 18.12.97, n. 463; Suppl. ord. G.U. 3.1.98, n. 2)

18 dicembre - Provvedimenti fiscali: *Riordino delle imposte personali sul reddito al fine di favorire la capitalizzazione delle imprese, a norma dell'art. 3, comma 162, lettere a), b) c) d) ed f), della L. 23.12.96, n. 662.*

Il provvedimento introduce, a decorrere dal periodo d'imposta 1997 (2000 per le banche e le assicurazioni), un più articolato sistema di tassazione del reddito delle imprese, denominato Dual income tax (DIT). Esso consiste nella ripartizione del reddito d'impresa in due componenti: la prima soggetta all'aliquota ridotta del 19 per cento e la seconda, calcolata in maniera residuale rispetto alla prima, soggetta all'aliquota ordinaria delle imposte sui redditi (Irpeg o Irpef). La componente soggetta all'aliquota ridotta viene determinata in via presuntiva, applicando agli incrementi del patrimonio netto realizzati a decorrere dal 30 settembre 1996 un rendimento da stabilire con decreto del Ministero delle Finanze e determinato sulla base dei rendimenti finanziari medi dei titoli obbligazionari pubblici e privati (aumentabili fino al 3 per cento a titolo di compensazione del maggior rischio). Per i soggetti passivi all'Irpeg, l'incidenza dell'imposizione sull'utile complessivo, che riflette la media ponderata delle due aliquote, non può scendere al di sotto del 27 per cento. Le variazioni del patrimonio netto rilevanti ai fini della determinazione della componente di reddito soggetta ad aliquota ridotta sono quelle derivanti dai conferimenti in denaro e dagli accantonamenti a riserva di utili. Le disposizioni relative alla DIT si applicano anche alle imprese

individuali e alle società di persone; sono tuttavia stabilite norme specifiche per la determinazione della componente del reddito soggetta a tassazione separata con l'aliquota agevolata del 19 per cento, e per l'applicazione della tassazione ordinaria sui redditi residuali. Per le società che vengono ammesse alla quotazione nei mercati regolamentati, l'aliquota agevolata è ridotta dal 19 al 7 per cento e si applica nei tre periodi d'imposta successivi alla quotazione. In questo caso, l'incidenza complessiva dell'imposizione sul reddito non può essere inferiore al 20 per cento.

(D.lgs. 18.12.97, n. 466; Suppl. ord. G.U. 5.1.98, n. 3)

18 dicembre - Provvedimenti fiscali: *Disposizioni in materia di imposta sostitutiva della maggiorazione di conguaglio e di credito d'imposta sugli utili societari, a norma dell'art. 3, comma 162, lettere e) ed i) della L. 23.12.96, n. 662.*

A decorrere dal periodo d'imposta 1997, viene ridisegnata la struttura del credito d'imposta concesso in caso di distribuzione di dividendi ai soci delle società di capitali e contestualmente abolita la maggiorazione di conguaglio. In particolare, il credito d'imposta non sarà più attribuito in misura fissa (pari ai 9/16 degli utili distribuiti), ma in proporzione dell'imposta effettivamente assolta dalla società sugli utili distribuiti. Le riserve e i fondi che avrebbero dovuto scontare la maggiorazione di conguaglio in caso di distribuzione vengono assoggettati a una imposta sostitutiva indeducibile (di aliquota pari al 2,2 o al 5,6 per cento), da liquidare con la dichiarazione dei redditi relativa al 1997 e da versare in tre rate in occasione del saldo annuale a partire dal 1998.

(D.lgs. 18.12.97, n. 467; Suppl. ord. G.U. 5.1.98, n. 3)

18 dicembre - Provvedimenti fiscali: *Riforma delle sanzioni tributarie non penali in materia di imposte dirette, di imposta sul valore aggiunto e di riscossione dei tributi, a norma dell'art. 3, comma 133, lettera q), della L. 23.12.96, n. 662.*

Il provvedimento, sulla base dei principi generali contenuti nel D.lgs. 18.12.97, n. 472, riordina il siste-

ma delle sanzioni non penali in materia di imposte dirette, di imposta sul valore aggiunto e in materia di riscossione dei tributi.

(D.lgs. 18.12.97, n. 471; Suppl. ord. G.U. 8.1.98, n. 5)

18 dicembre - Provvedimenti fiscali: *Disposizioni generali in materia di sanzioni amministrative per le violazioni di norme tributarie, a norma dell'art. 3, comma 133, della L. 23.12.96, n. 662.*

Vengono stabilite nuove disposizioni in materia di sanzioni amministrative per le violazioni di norme tributarie applicabili a decorrere dal 1° aprile 1998.

(D.lgs. 18.12.97, n. 472; Suppl. ord. G.U. 8.1.98, n. 5)

18 dicembre - Provvedimenti fiscali: *Revisione delle sanzioni amministrative in materia di tributi sugli affari, sulla produzione e sui consumi, nonché di altri tributi indiretti, a norma dell'art. 3, comma 133, della L. 23.12.96, n. 662.*

Il provvedimento, sulla base dei principi generali contenuti nel D.lgs. 18.12.97, n. 472, ha per oggetto la revisione delle sanzioni amministrative in materia di tributi sugli affari, sulla produzione e sui consumi, di altri tributi indiretti e dei tributi locali.

(D.lgs. 18.12.97, n. 473; Suppl. ord. G.U. 8.1.98, n. 5)

23 dicembre - Provvedimenti monetari, creditizi e finanziari: *Modifica del tasso di sconto e della misura dell'interesse sulle anticipazioni in conto corrente e a scadenza fissa.*

Con provvedimento del 23 dicembre 1997, il Governatore della Banca d'Italia ha ridotto il tasso di sconto e l'interesse sulle anticipazioni in conto corrente e a scadenza fissa dal 6,25 al 5,5 per cento, con decorrenza dal 24 dicembre 1997; la maggiorazione sulle anticipazioni a scadenza fissa è rimasta invariata all'1,5 per cento. Per le operazioni relative alle cambiali agrarie emesse ai sensi dell'art. 43 del D.lgs.

1° 9.93, n. 385, la ragione normale dello sconto è rimasta invariata al 4,75 per cento.

(G.U. 24.12.97, n. 299)

23 dicembre - Provvedimenti fiscali: *Conferimento alle Regioni e agli enti locali di funzioni e compiti in materia di mercato del lavoro, a norma dell'art. 1 della L. 15.3.97, n. 59.*

Sono conferiti alle Regioni i compiti relativi al collocamento ordinario, agricolo, obbligatorio, dello spettacolo, dei lavoratori extracomunitari, dei lavoratori a domicilio e domestici, la preselezione e l'incontro tra domanda e offerta di lavoro e qualsiasi iniziativa volta a incentivare il lavoro, comprese le funzioni e i compiti in materia di politica attiva del lavoro nell'ambito di un ruolo generale di indirizzo, promozione e coordinamento dello Stato.

(D.lgs. 23.12.97, n. 469; G.U. 8.1.98, n. 5)

27 dicembre - Provvedimenti fiscali: *Misure per la stabilizzazione della finanza pubblica.*

Disposizioni tributarie - Agevolazioni in materia di imposte sul reddito - Il provvedimento introduce un'agevolazione fiscale per le spese sostenute nel 1998 e nel 1999 dai proprietari o dai possessori di immobili per la manutenzione straordinaria, la ristrutturazione, il restauro e il risanamento conservativo. L'agevolazione si estende anche alle spese per la manutenzione ordinaria e straordinaria delle parti comuni dei fabbricati. Essa consente la detraibilità dall'Irpef del 41 per cento delle spese documentate, fino a un massimo di 150 milioni annui. La detrazione avviene in quote costanti nel periodo d'imposta in cui dette spese sono sostenute e nei quattro o nove successivi. Il suo ottenimento è condizionato al possesso di alcuni requisiti esplicitamente previsti dalla legge.

Il contributo statale per la rottamazione previsto dal DL 31.12.96, n. 669, viene esteso per il biennio 1998-99 ai soggetti (persone fisiche o giuridiche) che acquistano nuovi macchinari o attrezzature agricole in sostituzione di analoghi strumenti di lavoro.

Agevolazioni per le imprese - Sono previste alcune agevolazioni in forma di credito d'imposta a valere sui versamenti Irpef, Irpeg e IVA nei confronti: *a)* delle piccole e medie imprese ubicate nelle regioni meridionali, nelle aree urbane svantaggiate, nelle zone dove vengono stipulati i "contratti d'area" e nelle isole minori che, nel periodo ottobre 1997 - dicembre 2000, incrementano la base occupazionale; *b)* delle piccole e medie imprese, di quelle artigiane e dei loro consorzi che, a decorrere dal 1998, potenziano gli investimenti per ricerca e sviluppo, assumendo nuovi ricercatori, stipulando contratti con Università o erogando borse di studio; *c)* delle piccole e medie imprese commerciali, delle imprese di somministrazione di alimenti e bevande e delle imprese turistiche che, nel triennio 1998-2000, acquistano beni strumentali diversi da autoveicoli, autovetture, motoveicoli ed edifici; *d)* delle imprese che partecipano ai cosiddetti contratti d'area (da stipulare entro il 1999 nei territori stabiliti in ambito comunitario) e agli altri accordi di programmazione negoziata che effettuano investimenti "non di funzionamento" (relativi alla realizzazione o al completamento di impianti e all'acquisto di beni strumentali).

In sostituzione degli sgravi contributivi in percentuale della retribuzione concessi alle regioni Campania, Basilicata, Sicilia, Puglia, Calabria e Sardegna e scaduti il 30 novembre 1997, dal 1° dicembre 1997 e sino al 31 dicembre 1999 viene corrisposto uno sgravio capitaro per i lavoratori occupati al 1° dicembre 1997 che abbiano percepito nel 1996 una retribuzione imponibile ai fini pensionistici non superiore a 36 milioni. Per il 1997 e il 1998 il contributo annuo è di 1.600.000 lire, per il 1999 sarà di 1.050.000 lire. Il contributo è alternativo a ogni altra agevolazione contributiva previdenziale e assistenziale ad eccezione della fiscalizzazione degli oneri sociali. È prorogata per il 1997 e il 1998 la norma che prevede, per le regioni menzionate e per l'Abruzzo e il Molise, lo sgravio totale dei contributi dovuti all'INPS per i nuovi assunti a incremento delle unità occupate al 30 novembre dell'anno precedente; l'agevolazione ha durata annuale.

Per le imprese commerciali, artigiane, turistiche e di somministrazione di alimenti e bevande il provvedimento consente la deducibilità, in tre esercizi, delle

spese sostenute nel periodo d'imposta 1998 e in quello successivo concernenti opere di manutenzione e ristrutturazione degli immobili strumentali.

Viene introdotta un'imposta sostitutiva delle imposte sui redditi di aliquota pari al 10 per cento in favore: *a)* delle società che entro il 1° settembre 1998 assegnano ai soci beni immobili o mobili registrati non strumentali per l'attività dell'impresa o quote di partecipazione in società; *b)* degli imprenditori individuali che optano entro il 20 aprile 1998 per l'esclusione dal patrimonio dell'impresa dei beni immobili detenuti alla data del 30 settembre 1997; *c)* delle società che hanno per oggetto esclusivo o principale la gestione di beni immobili e che optano per la trasformazione in società semplice.

Agevolazioni per danni e rischi sismici - Viene accordato fino al 31 dicembre 1999, in favore dei soggetti che hanno subito danni materiali nelle regioni Marche e Umbria colpite dai recenti eventi sismici, un contributo pari all'IVA pagata e non dedotta sugli acquisti di beni e servizi necessari al recupero degli edifici danneggiati o distrutti dal sisma. Un analogo contributo è stabilito per le opere realizzate nelle altre zone a elevato rischio sismico.

Disposizioni in materia di imposte sul reddito - Il regime della detrazione dall'Irpef del 19 per cento degli oneri sostenuti, secondo l'art. 13-bis del TUIR, viene esteso: *a)* agli interessi (entro l'importo massimo di 5 milioni annui) sui mutui ipotecari contratti per la costruzione della prima casa; *b)* alle spese sostenute per l'acquisto dei motoveicoli e autoveicoli necessari alla deambulazione dei portatori di handicap; *c)* alle spese per i sussidi tecnici e informatici specialistici per i portatori di handicap.

Per le imprese e i lavoratori autonomi, a decorrere dal periodo d'imposta 1997, viene fissata al 50 per cento la deduzione dal reddito dei costi di acquisto e delle spese di funzionamento e manutenzione dei veicoli diversi da quelli utilizzati esclusivamente come beni strumentali o dati in uso promiscuo ai dipendenti o adibiti a uso pubblico (per i quali continua a operare la deducibilità integrale). È inoltre introdotto un limite al costo fiscalmente riconosciuto per l'acquisto di detti veicoli (35 milioni), dei motocicli e dei ciclomo-

tori (rispettivamente 8 e 4 milioni). Al riguardo, sono modificate anche le disposizioni per gli agenti e rappresentanti di commercio.

A decorrere dallo stesso periodo, viene rivista la disciplina fiscale delle immobilizzazioni. In particolare, viene introdotta la facoltà di effettuare la rivalutazione delle immobilizzazioni immateriali, materiali e finanziarie senza che queste diano luogo a plusvalenze tassabili. I relativi ammortamenti continueranno a essere calcolati sul costo dei beni al netto di tali rivalutazioni.

Sui redditi da capitale di fonte estera percepiti da soggetti residenti si applica un'imposta sostitutiva delle imposte sui redditi (di aliquota pari a quella prevista per le ritenute a titolo d'imposta sui redditi di capitale) ovvero la tassazione ordinaria.

Nel provvedimento sono anche incluse disposizioni applicabili a decorrere dal periodo d'imposta 1998 aventi come oggetto: *a)* la revisione del sistema di tassazione dei contributi in conto capitale (ai fini del calcolo degli ammortamenti, questi devono essere scomputati dal valore delle immobilizzazioni per le quali sono stati erogati); *b)* l'esclusione dall'applicazione dell'Irpeg per i consorzi tra enti locali, per le associazioni e gli enti gestori di demani collettivi; la riduzione della quota di ammortamento per i marchi d'impresa e per l'avviamento rispettivamente da 1/3 a 1/10 e da 1/5 a 1/10.

Dal 1° gennaio 1998 vengono elevate le misure delle ritenute d'acconto sulle prestazioni di lavoro autonomo (dal 19 al 20 per cento), sulle provvigioni degli agenti e dei rappresentanti di commercio (dal 10 al 19 per cento), mentre la ritenuta a titolo d'imposta sui compensi corrisposti a soggetti non residenti viene elevata dal 20 al 30 per cento. I condomini e i lavoratori autonomi diventano sostituiti d'imposta per i redditi da lavoro dipendente o autonomo erogati a decorrere dallo stesso periodo.

Il provvedimento contiene una delega al Governo per l'istituzione di un'addizionale comunale all'Irpef, da esercitare entro tre mesi dall'approvazione della legge.

Disposizioni in materia di imposte indirette - Le modifiche in materia di IVA introdotte dal provvedi-

mento riguardano: *a*) la riduzione dal 20 al 10 per cento dell'aliquota sulle vendite e sulle importazioni di fiori; *b*) la conferma dell'applicazione dell'aliquota ridotta del 10 per cento per i soli interventi di manutenzione straordinaria per l'edilizia residenziale pubblica; *c*) la revisione del regime di non applicabilità dell'imposta previsto per le cessioni di rottami.

Altre disposizioni riguardano: *a*) il differimento dal 31 luglio 1997 al 30 settembre 1998 del termine per la chiusura delle partite IVA inattive; *b*) la proroga dal 30 settembre 1997 al 28 febbraio 1998 del termine per la regolarizzazione dei tardivi o omessi versamenti dell'IVA e di imposte dirette (comprese le ritenute operate dai sostituti d'imposta) risultanti dalle relative dichiarazioni.

Il provvedimento modifica la disciplina della registrazione dei contratti di locazione dei beni immobili, prevedendone l'obbligo anche per quelli di importo annuo inferiore a 2.500.000 lire. L'importo minimo della relativa imposta (da versare entro 20 giorni dalla stipula del contratto) viene fissato in 100.000 lire.

In materia di tasse automobilistiche, a decorrere dal 1998, per i veicoli diversi da quelli tassati in base alla portata, la misura del tributo è rapportata alla potenza effettiva del motore espressa in kilowatt o in cavalli vapore e non più ai cavalli fiscali. Sono previste riduzioni per gli autoveicoli alimentati esclusivamente con GPL o gas metano ovvero azionati con motore elettrico; sono invece esclusi dal pagamento del tributo i veicoli adattati per i portatori di handicap. Contestualmente, vengono soppresse la tassa di concessione governativa sulle patenti di guida, la cosiddetta tassa autoradio Tv, la tassa speciale per i veicoli alimentati con GPL o metano e la soprattassa per i veicoli cosiddetti ecodiesel.

A decorrere dal 1° gennaio 1998, viene ridotta da 350 a 242 lire per litro la quota dell'accisa sulla benzina devoluta alle Regioni a statuto ordinario.

Per i tabacchi immessi in consumo vengono inoltre previsti termini quindicinali per il versamento della relativa accisa.

A decorrere dal 1998, viene abolita la cosiddetta tassa di lotteria sui concorsi e operazioni a premio;

viene inoltre modificato il regime di tassazione dei relativi premi, con l'esclusione dei biglietti delle lotterie nazionali e delle giocate del lotto.

Viene inoltre disposto un piano straordinario di classamento delle unità immobiliari nuove o variate, da attuare entro il 1999, anche in collaborazione con soggetti pubblici e privati.

Il provvedimento introduce una tassa sulle emissioni di anidride solforosa e di ossidi di azoto (cosiddetta ecotassa) in atmosfera, a carico dei grandi impianti di combustione, nella rispettiva misura di 103.000 lire e 203.000 lire per tonnellata annua.

Viene istituita una nuova imposta erariale regionale sulle emissioni sonore degli aeromobili, in aggiunta ai diritti di approdo e di partenza degli stessi; le modalità applicative nonché l'aliquota del tributo verranno definite con regolamento da emanare entro 12 mesi.

Alcune norme integrano le disposizioni previste dalla L. 23.12.96, n. 662, in materia di dismissioni del patrimonio immobiliare dello Stato, prevedendo la possibilità di trasferire gratuitamente la proprietà degli alloggi pubblici ai Comuni che ne cureranno le dismissioni; inoltre vengono semplificate le procedure di alienazione degli immobili di valore non superiore a 300 milioni non conferiti nei fondi immobiliari previsti dalla normativa.

Disposizioni in materia di spese - Sanità - Per l'anno 1998 le Regioni devono assegnare alle ASL obiettivi di risparmio non inferiori al 2,25 per cento rispetto alla spesa annua rendicontata per l'esercizio 1996 e rivalutata con i tassi di inflazione programmata per gli anni 1997 e 1998. Nel caso in cui le Regioni o le aziende ospedaliere non dovessero ottemperare all'obbligo sia del contenimento della spesa sia dell'invio di dati informativi (necessari all'attività di programmazione), il Ministro della Sanità proporrà in sede di riparto del Fondo sanitario nazionale una riduzione, non superiore al 3 per cento, della quota spettante alle Regioni.

Entro il 31 marzo 1998 le Regioni devono individuare le aree di attività specialistica nelle quali inquadreranno dal 1° luglio 1998 gli specialisti che al 31 dicembre 1997 svolgevano esclusivamente attività

ambulatoriale nell'ambito del SSN per un minimo di 29 ore settimanali e non avevano un'età superiore a 55 anni. Gli specialisti che al 31 dicembre 1997 non avevano i requisiti anzidetti mantengono i rapporti di convenzione acquisiti; quelli che, pur in possesso dei requisiti, non abbiano presentato domanda cesseranno i rapporti in convenzione a partire dal 1° luglio 1998.

Sono state modificate le norme che stabilivano il numero di prescrizioni per ricetta. La L. 24.12.93, n. 537, aveva stabilito che a decorrere dal 1° gennaio 1994, i prezzi dei farmaci diversi da quelli cosiddetti da banco, fossero fissati tenendo conto della media dei prezzi di prodotti simili commercializzati nell'ambito della Comunità europea; la presente legge ha ampliato le competenze del CIPE, conferendogli non solo un ruolo di vigilanza ma anche il compito di stabilire quali e quanti paesi prendere a riferimento per il confronto (entro la fine di febbraio il CIPE deve definire i criteri per il calcolo del prezzo medio europeo). Per i prodotti già commercializzati, se il prezzo di vendita risulta superiore a quello riferito ai vari paesi europei, è prevista una riduzione immediata; se il prezzo è inferiore, l'adeguamento è applicato gradualmente in sei anni. L'onere a carico del SSN per la spesa farmaceutica è determinato per il 1998 in 11.091 miliardi, per gli anni 1999 e 2000 in 11.451 e 11.811 miliardi di lire, rispettivamente.

Al fine di assicurare una maggiore equità del sistema della partecipazione alla spesa sanitaria e delle relative esenzioni, nonché per evitare l'utilizzazione impropria dei diversi regimi di erogazione delle prestazioni sanitarie, il Governo è delegato a emanare, entro il 30 aprile 1998, uno o più decreti di riordino della partecipazione alla spesa e delle esenzioni. I principi cui i provvedimenti devono ispirarsi sono: a) il SSN deve garantire la tutela della salute della totalità dei cittadini; b) nell'ambito delle prestazioni erogate si stabiliscono quelle per cui è necessaria una partecipazione da parte del cittadino e quelle a totale carico del SSN; c) l'esenzione è legata alla condizione economica e familiare dell'utente, all'età dell'assistito e al bisogno di prestazioni (queste vanno riferite anche alle patologie); la condizione economica che dà diritto all'esenzione deve essere riferita all'intero nucleo familiare.

Il Governo è delegato a emanare, entro il marzo 1998, decreti per la definizione, con effetto dal 1° luglio 1998, di criteri unificati di valutazione della situazione economica dei soggetti che richiedono prestazioni sociali agevolate nei confronti delle Amministrazioni pubbliche, nonché delle modalità per l'acquisizione delle informazioni e l'effettuazione dei controlli.

Pubblico impiego - È introdotta la programmazione triennale del fabbisogno di personale nelle Amministrazioni pubbliche. Per le Amministrazioni dello Stato, ad eccezione del comparto della scuola oggetto di specifiche norme, è prevista una riduzione complessiva del personale in servizio non inferiore, per il 1998, all'1 per cento (rispetto alla consistenza del personale al 31 dicembre 1997), per il 1999, allo 0,5 per cento (rispetto alla consistenza del 31 dicembre 1998); le esigenze di personale sono determinate trimestralmente. Una percentuale non inferiore al 10 per cento delle assunzioni comunque effettuate deve avvenire con contratto di lavoro a tempo parziale. Un'ulteriore percentuale di assunzioni, non inferiore al 10 per cento, deve essere effettuata con contratto di formazione lavoro; sono incentivate le trasformazioni dei rapporti di lavoro da tempo pieno a tempo parziale.

Per il triennio 1998-2000, gli stanziamenti relativi alla remunerazione delle prestazioni di lavoro straordinario per il personale dello Stato sono ridotti del 12,01 per cento, sono esclusi gli stanziamenti relativi ai servizi istituzionali di tutela dell'ordine e della sicurezza pubblica, ai Vigili del fuoco, alle Forze armate e all'Amministrazione della giustizia. Sono previsti risparmi anche sulle spese di trasporto per missioni. L'attribuzione di trattamenti economici al personale contrattualizzato può avvenire esclusivamente in sede di contrattazione collettiva; dall'entrata in vigore del primo rinnovo contrattuale cessano di avere efficacia tutte le disposizioni di leggi, regolamenti o atti amministrativi generali che recano incrementi retributivi al personale contrattualizzato. I trattamenti economici più favorevoli saranno riassorbiti dai futuri miglioramenti retributivi.

Il personale del comparto della scuola deve risultare alla fine del 1999 inferiore del 3 per cento rispetto

a quello rilevato alla fine del 1997. In previsione del conferimento alle istituzioni scolastiche della personalità giuridica, è consentito alle stesse di stipulare contratti di prestazione d'opera con esperti per particolari attività di insegnamento. I docenti compresi nelle graduatorie per il passaggio in ruolo hanno la precedenza (a decorrere dall'anno scolastico 1997-98) nel conferimento delle supplenze annuali e temporanee del personale docente nella provincia in cui è valida la graduatoria. Nel 1998 la spesa per le supplenze brevi non deve essere superiore a quella registrata nel 1997. Con effetto dall'anno scolastico 1997-98 sono aboliti i compensi giornalieri ai componenti delle commissioni per gli esami di licenza media. Parte dei risparmi attuati in seguito all'introduzione delle nuove norme devono essere versati in un apposito fondo utilizzabile per incrementare i fondi di istituto per la retribuzione accessoria del personale.

Privatizzazioni - Le società private che subentrano nelle aziende dismesse dalle Amministrazioni pubbliche sono tenute a mantenere per un periodo di tempo concordato e comunque non inferiore a cinque anni il personale adibito alle funzioni trasferite. Il personale in esubero in seguito ai processi di dismissione può essere assorbito dall'Amministrazione che ha operato la dismissione.

Finanza decentrata - Al fine di ridurre le giacenze sui conti delle Province con popolazione superiore a 400.000 abitanti e dei Comuni con più di 60.000 abitanti, presso la Tesoreria dello Stato, i versamenti su tali conti, a carico del bilancio statale, vengono effettuati solo quando i depositi si riducono ai limiti stabiliti dal Ministro del Tesoro (il DM 16.1.98 stabilisce che il limite vari in relazione all'ente interessato; esso è compreso fra il 14 e il 18 per cento). Ferme restando le norme contenute nella L. 28.2.97, n. 30, che prevedono la corresponsione in più rate dei trasferimenti da parte dello Stato agli enti locali, sono invece abrogate eventuali altre norme che prevedano scadenze predefinite per i pagamenti a carico dello Stato. Per gli anni dal 1998 al 2000 i titolari di contabilità speciali o infruttifere presso la Tesoreria dello Stato, fatta eccezione per gli enti territoriali, gli enti di previdenza compresi nella tab. B della L. 29.10.84, n. 720 (e successive modificazioni), gli enti del SSN, l'ente Poste

(limitatamente ai conti riguardanti le operazioni eseguite per conto dello Stato e a quelli intestati all'Unione europea), non possono effettuare prelevamenti dai rispettivi conti superiori al 95 per cento dell'importo cumulativamente prelevato alla fine di ciascun bimestre dell'anno precedente.

Verifica delle invalidità civili - È previsto un piano straordinario di circa 100.000 accertamenti da effettuarsi prioritariamente sui titolari di benefici economici di invalidità civile che, contrariamente a quanto stabilito dalla L. 8.8.96, n. 425, non abbiano documentato la loro infermità. Gli accertamenti devono svolgersi nel periodo compreso fra il 1° giugno 1998 e il 31 marzo 1999. Se in seguito alla verifica si riscontrasse l'insussistenza dei requisiti, la revoca del trattamento decorrerà dalla data dell'accertata insussistenza dell'infermità. Gli accertamenti già avviati devono concludersi entro il 30 aprile 1998.

Previdenza - Con effetto sulle anzianità contributive maturate dal 1° gennaio 1998, a tutti i lavoratori iscritti alle forme pensionistiche obbligatorie sostitutive, esclusive ed esonerative dell'assicurazione generale (fondi speciali) si applicano le aliquote di rendimento previdenziale indicate nella tabella di cui all'art. 12 della L. 30.12.92, n. 503. Per i trattamenti da liquidarsi a decorrere dal 1° gennaio 1998 a carico dei fondi speciali, non trovano più applicazione le disposizioni che prevedono la trasformazione delle quote di pensione in forma di capitale. Sempre dall'anzidetta data l'adeguamento delle pensioni erogate dai fondi speciali può avvenire solo in base alla norma contenuta nella citata L. 503 del 1992, che prevede che l'adeguamento avvenga in base alla variazione dell'indice Istat dei prezzi al consumo delle famiglie di operai e impiegati. Dal 1° gennaio 1998 per i lavoratori iscritti all'assicurazione generale obbligatoria per l'invalidità, la vecchiaia e i superstiti e delle forme di essa sostitutive ed esclusive il diritto alla pensione si acquisisce al raggiungimento dei requisiti anagrafici e contributivi indicati, dalla legge in oggetto, nella tab. C per i lavoratori del settore privato e nella tab. D per i lavoratori pubblici. Il requisito contributivo resta fissato, per tutti i lavoratori, in 35 anni e l'età minima necessaria è di 53 anni per i lavoratori pubblici e di 54 per i lavoratori privati; le età si innalzano gradual-

mente sino ad arrivare a 57 nel 2002 per i lavoratori privati e nel 2004 per i lavoratori pubblici. Per i lavoratori autonomi i requisiti richiesti per il conseguimento della pensione sono di 35 anni di versamenti contributivi e di 58 anni di età. In via transitoria nel periodo compreso tra il 1° gennaio 1998 e il 31 dicembre 2000 il requisito anagrafico resta quello dei 57 anni. Prescindendo dal requisito anagrafico la pensione è conseguibile al raggiungimento dei 40 anni di versamenti contributivi.

I nuovi requisiti per l'accesso alla pensione non trovano applicazione nei confronti di alcune categorie di lavoratori quali: *a*) gli operai e le categorie equivalenti; *b*) i lavoratori dipendenti che hanno non meno di un anno di versamenti contributivi in età compresa fra i 14 e i 19 anni; *c*) i lavoratori posti in mobilità o in Cassa integrazione guadagni per effetto di accordi stipulati entro il 3 novembre 1997 o che entro la menzionata data siano stati autorizzati alla prosecuzione volontaria dei versamenti contributivi. La legge ha previsto nuove "finestre" per la liquidazione delle pensioni. I lavoratori che raggiungono i requisiti per il diritto alla pensione di anzianità entro: *a*) il primo trimestre dell'anno, accedono al pensionamento a decorrere dal 1° luglio dello stesso anno (se di età pari o superiore a 57 anni al 30 giugno); *b*) il secondo trimestre, dal 1° ottobre (se di età pari o superiore a 57 anni al 30 settembre); *c*) il terzo trimestre, dal 1° gennaio dell'anno successivo; *d*) il quarto trimestre, dal 1° aprile dell'anno successivo. Per il 1998 le varie finestre di uscita delle pensioni sono differite di tre mesi, restano esclusi i lavoratori che abbiano un'anzianità contributiva non inferiore a 40 anni, quelli soggetti alla contribuzione volontaria e quelli che sono in mobilità. Le "finestre" delle pensioni di anzianità dei lavoratori autonomi prevedono che, nel caso i requisiti si raggiungano: *a*) nel primo trimestre dell'anno, abbiano diritto alla pensione di anzianità a decorrere dal 1° ottobre; *b*) nel secondo trimestre, dal 1° gennaio dell'anno successivo; *c*) nel terzo trimestre, dal 1° aprile dell'anno successivo; *d*) nel quarto trimestre, dal 1° luglio dell'anno successivo. Le "finestre" nel periodo compreso fra il 1° gennaio 1998 e il 31 dicembre 2000 (in cui permane il requisito anagrafico dei 57 anni) sono differite di 4 mesi.

Per il personale del comparto della scuola la cessazione del servizio ha effetto dalla data di inizio dell'anno scolastico. Il personale che aveva presentato domanda entro il 15 marzo 1997 e non aveva potuto accedere al pensionamento a causa di successivi provvedimenti di legge (DL 19.5.97, n. 129 e L. 18.7.97, n. 229) deve essere collocato a riposo in parte nell'anno scolastico 1998-99 e in parte nell'anno 1999-2000. È stabilita una priorità per i soggetti che hanno maturato i requisiti per l'accesso al trattamento pensionistico previsti per il personale del pubblico impiego nel 1998 e per quelli con maggiore anzianità anagrafica.

Entro il giugno 1998, con decreto del Presidente del Consiglio, nel rispetto degli equilibri di bilancio, devono essere individuate le mansioni che in base al criterio della gravosità sono da considerare equivalenti a quelle degli operai. Sempre entro la stessa data con decreto ministeriale saranno individuate le attività cosiddette usuranti.

Sono state introdotte norme più restrittive rispetto a quelle contenute nei decreti legislativi che regolavano il pensionamento anticipato degli iscritti al Fondo per il personale di volo e ai Fondi riguardanti i Militari, le Forze di polizia e i Vigili del fuoco, gli sportivi professionisti e i lavoratori dello spettacolo.

Ai percettori di pensioni di importo superiore a cinque volte il trattamento minimo INPS non spetta, per il 1998, la perequazione automatica al costo della vita. Dal 1° gennaio 1999 e per la durata di tre anni l'indice di perequazione delle pensioni è applicato nella misura del 30 per cento per la quota dei trattamenti compresa fra cinque e otto volte il trattamento minimo INPS, non è invece applicato alcun aumento alla quota superiore a otto volte il trattamento minimo. Dal 1° gennaio 1998 le quote dei trattamenti pensionistici di anzianità eccedenti il trattamento minimo del FPLD non sono cumulabili con i redditi da lavoro autonomo nella misura del 50 per cento e fino alla concorrenza dei redditi stessi.

Dal 1° gennaio 1998 le aliquote contributive per il finanziamento delle gestioni pensionistiche dei commercianti e artigiani sono elevate di 0,8 punti percentuali. Ogni primo gennaio a decorrere dal 1999 le

aliquote devono essere aumentate di 0,2 punti percentuali sino a raggiungere un'aliquota pari a 19 punti percentuali. Per il 1998 l'aliquota contributiva dei lavoratori agricoli è aumentata di 0,3 punti. Per i lavoratori autonomi già pensionati presso le gestioni dell'INPS e con più di 65 anni di età, a richiesta, il contributo può essere ridotto del 50 per cento; in questo caso per i lavoratori per i quali la pensione è liquidata in tutto o in parte con il sistema retributivo il supplemento di pensione è corrispondentemente ridotto della metà. Per i lavoratori che svolgono come attività principale, anche se non in maniera esclusiva, quella di lavoro autonomo il contributo è elevato di 1,5 punti percentuali e, ogni due anni, di ulteriori 0,5 punti sino a raggiungere l'aliquota del 19 per cento; gli stessi lavoratori sono assoggettati a un'ulteriore aliquota di 0,5 punti per l'onere derivante dalla tutela della maternità e degli assegni al nucleo familiare.

Dal 1° gennaio 1998 l'aliquota contributiva di finanziamento delle forme pensionistiche sostitutive gestite dall'INPS, se inferiore, deve essere allineata a quella vigente per il FPLD.

Il D.lgs. 20.11.90, n. 357, aveva riformato i regimi pensionistici esclusivi ed esonerativi degli enti pubblici creditizi. La legge in oggetto ha stabilito che per gli iscritti ai regimi integrativi di aziende di credito che presentino anomalie in almeno due degli indicatori contenuti nella tab. E (allegata alla legge) e desunti dall'ultimo bilancio, si applichino le seguenti disposizioni: *a*) per gli iscritti in servizio, il trattamento pensionistico integrativo è determinato, secondo le rispettive fonti di regolamentazione, esclusivamente con riferimento alle anzianità già maturate al 1° gennaio 1998 oppure, se le anomalie si verificano successivamente, alla data di riferimento dell'ultimo bilancio. Dall'importo del trattamento pensionistico integrativo viene detratto l'ammontare a carico della gestione speciale dell'INPS teoricamente spettante alla stessa data. La somma che rimane viene rivalutata fino al momento del pensionamento applicando i criteri di rivalutazione previsti dall'art. 11 del D.lgs. 503 del 1992; *b*) per gli iscritti in pensione, il trattamento pensionistico integrativo viene escluso da qualsiasi meccanismo di perequazione con decorrenza dal 1° gennaio 1998 oppure, se le anomalie si verificano successivamente, dalla data di riferimento dell'ulti-

mo bilancio. Per le pensioni erogate dai regimi integrativi prima della maturazione dei requisiti di accesso alla pensione della gestione speciale dell'INPS, si applica il regime perequativo stabilito per tale gestione limitatamente alla quota di pensione corrispondente, per ciascuna azienda, alla percentuale indicata nella tabella allegata al D.lgs. 357 del 1990.

Blocco dei pensionamenti - Il provvedimento ha confermato, per il periodo dal 3 novembre 1997 al 1° gennaio 1998, il blocco dei trattamenti pensionistici anticipati rispetto all'età pensionabile o all'età prevista per la cessazione dal servizio in base ai singoli ordinamenti (già stabilito con il DL 3.11.97, n. 375, decaduto). Sono stati esclusi dal blocco i lavoratori per i quali sia intervenuta l'estinzione del rapporto di lavoro in un periodo anteriore al 3 novembre, quelli che avevano un'anzianità contributiva di almeno 40 anni o che, in base a specifiche disposizioni di legge, erano stati posti in prepensionamento prima del 3 novembre.

(L. 27.12.97, n. 449; Suppl. ord. G.U. 30.12.97, n. 302)

27 dicembre - Provvedimenti fiscali: *Disposizioni per la formazione del bilancio annuale e pluriennale dello Stato (legge finanziaria 1998).*

Per l'anno 1998 il limite massimo del saldo netto da finanziare viene determinato in termini di competenza in 87.800 miliardi (al netto di 28.807 miliardi per regolazioni debitorie). Per gli anni 1999 e 2000, tale limite nel bilancio pluriennale a legislazione vigente è determinato, rispettivamente, in 86.400 e in 62.200 miliardi di lire (al netto di 26.247 miliardi per il 1999 e di 23.677 miliardi per il 2000 per le regolazioni debitorie). Per il bilancio programmatico degli anni 1999 e 2000, il limite massimo del saldo netto da finanziare è determinato, rispettivamente, in 80.600 e 60.750 miliardi di lire.

È disposto che il maggior gettito derivante da provvedimenti legislativi in ciascun anno del triennio 1998-2000 venga interamente destinato alla riduzione del saldo netto da finanziare. Rimane salva la possibilità di disporre parzialmente di tali entrate per far fronte a specifiche situazioni di crisi connesse con ca-

lunità naturali, sicurezza del Paese ed emergenze economico-finanziarie.

In luogo della restituzione del drenaggio fiscale, sono incrementati gli importi dell'assegno al nucleo familiare, con particolare riferimento ai nuclei monoparentali, a quelli con più figli o al cui interno vi siano portatori di handicap. L'attuazione di tale norma è subordinata all'emanazione di un decreto da parte del

Ministro del Lavoro e della previdenza sociale di concerto con quello per la Solidarietà sociale. Nel triennio 1998-2000 il limite della maggiore spesa è quantificato in 1.800 miliardi.

Per il 1998 il contributo dello Stato all'INPS è di 24.472 miliardi.

(L. 27.12.97, n. 450; Suppl. ord. G.U. 30.12.97, n. 302)

**ELENCO DELLE «NOTE»
APPARSE NEI PRECEDENTI NUMERI DEL BOLLETTINO ECONOMICO**

<i>TITOLO</i>	<i>NUMERO</i>
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
I "New Arrangements to Borrow"	27 - ottobre 1996
I conti delle Amministrazioni pubbliche: alcuni confronti internazionali	» » »
L'evoluzione del mercato telematico dei titoli di Stato	» » »
L'offerta di prodotti e di servizi da parte delle banche	» » »
La struttura finanziaria dei principali paesi industrializzati: un confronto sulla base dei conti finanziari	28 - febbraio 1997
La nuova regolamentazione degli intermediari in valori mobiliari derivante dal recepimento delle direttive comunitarie sui servizi di investimento	» » »
La nuova disciplina degli intermediari in valori mobiliari	29 - ottobre 1997

**ELENCO DEI «DOCUMENTI»
APPARSI NEI PRECEDENTI NUMERI DEL BOLLETTINO ECONOMICO**

<i>TITOLO</i>	<i>NUMERO</i>
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
Primo rapporto sullo stato di avanzamento del progetto TARGET	27 - ottobre 1996
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	» » »
Principi per la gestione del rischio di tasso d'interesse	28 - febbraio 1997
La politica monetaria unica nella terza fase	» » »
Implicazioni dello sviluppo della moneta elettronica per le banche centrali	» » »
Secondo rapporto sullo stato di avanzamento del progetto TARGET	29 - ottobre 1997
Principi fondamentali per un'efficace vigilanza bancaria	» » »

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)

Temi di discussione (periodicità variabile):

- n. 309 — *The Effects of Technology Shocks on Output Fluctuations: An Impulse Response Analysis for the G7 Countries*, di S. FABIANI (giugno 1997).
- n. 310 — *Inflation and Monetary Policy in Italy: Some Recent Evidence*, di E. GAIOTTI, A. GAVOSTO e G. GRANDE (luglio 1997).
- n. 311 — *Struttura per scadenza, premi per il rischio e tassi attesi: evidenza empirica dal mercato dell'euro lira*, di F. DRUDI e R. VIOLI (luglio 1997).
- n. 312 — *Credibility without Rules? Monetary Frameworks in the Post-Bretton Woods Era*, di C. COTTARELLI e C. GIANNINI (agosto 1997).
- n. 313 — *The Seasonality of the Italian Cost-of-Living Index*, di G. CUBADDA e R. SABBATINI (agosto 1997).
- n. 314 — *Strozzature settoriali, limiti alla crescita e pressioni inflazionistiche*, di P. CIPOLLONE e D. J. MARCHETTI (agosto 1997).
- n. 315 — *Tassi bancari attivi e struttura finanziaria in Italia: un'analisi empirica*, di C. COTTARELLI, G. FERRI e A. GENERALE (September 1997).
- n. 316 — *I canali di trasmissione della politica monetaria nel modello econometrico trimestrale della Banca d'Italia*, di S. NICOLETTI ALTIMARI, R. RINALDI, S. SIVIERO e D. TERLIZZESE (September 1997).
- n. 317 — *Sensitivity of VaR Measures to Different Risk Models*, di F. DRUDI, A. GENERALE e G. MAJNONI (September 1997).
- n. 318 — *Previsione delle insolvenze delle imprese e qualità del credito bancario: un'analisi statistica*, di S. LAVIOLA e M. TRAPANESE (September 1997).
- n. 319 — *Da che cosa dipendono i tassi di interesse sui prestiti nelle province?*, di R. DE BONIS e A. FERRANDO (September 1997).
- n. 320 — *Wherein Do the European and American Models Differ?*, di P. A. SAMUELSON (November 1997).
- n. 321 — *Finance, Human Capital and Infrastructure: An Empirical Investigation of Post-War Italian Growth*, di G. FERRI e F. MATTESINI (November 1997).
- n. 322 — *Long-Term Interest Rate Convergence in Europe and the Probability of EMU*, di I. ANGELONI e R. VIOLI (November 1997).
- n. 323 — *Education, Infrastructure, Geography and Growth: An Empirical Analysis of the Development of Italian Provinces*, di S. FABIANI e G. PELLEGRINI (November 1997).
- n. 324 — *Properties of the Monetary Conditions Index*, di G. GRANDE (December 1997).

QUADERNI DI RICERCA GIURIDICA (PERIODICITÀ VARIABILE):

- 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).
- n. 41 *Norme delle autorità indipendenti e regolamento del mercato: alcune riflessioni*, di E. GALANTI (novembre 1996).
- n. 42 *Studi in materia bancaria e finanziaria*, di M. PERASSI, R. D'AMBROSIO, G. CARRIERO, O. CAPOLINO e M. CONDEMI (novembre 1996).
- n. 43 *Convegno "Per un diritto della concorrenza" - Perugia, giugno 1996* (dicembre 1996).
- n. 44 *Crisi d'impresa, procedure concorsuali e ruolo delle banche* (marzo 1997).
- n. 45 *La cessione di rapporti giuridici "individuabili in blocco" nell'art. 58 del T.U. bancario*, di D. LA LICATA (aprile 1997).
- n. 46 *Il trattamento fiscale dei rischi sui crediti*, di PAOLO CIOCCA, A. MAGLIOCCO, M. C. PANZERI, (aprile 1997).

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