

SENATO DELLA REPUBBLICA

— XII LEGISLATURA —

Doc. LXII
n. 1

RELAZIONE

**SULL'ATTIVITÀ SVOLTA DAL CONSIGLIO DEGLI ESPERTI PER
LE ANALISI E LE PREVISIONI FINANZIARIE, VALUTARIE E DI
PUBBLICO INDEBITAMENTO
(ANNO 1993)**

(articolo 10 della legge 7 agosto 1985, n. 428)

Presentata dal Ministro del tesoro

(DINI)

—————
Comunicata alla Presidenza il 7 giugno 1994
—————

RELAZIONE ANNUALE SULL'ATTIVITA' DEL CONSIGLIO DEGLI ESPERTI
DURANTE IL 1993

I. ATTO ISTITUTIVO E COMPITI

Il Consiglio degli Esperti è stato istituito presso la Direzione Generale del Tesoro con Legge n. 428 del 7/8/1985. Ad esso sono affidati i compiti di:

- compiere studi e formulare proposte per la definizione degli indirizzi di politica finanziaria;
- analizzare i problemi connessi con la partecipazione del Tesoro nei vari organismi internazionali;
- analizzare le previsioni e le risultanze della gestione di cassa.

II. MEMBRI DEL CONSIGLIO

Il Consiglio è composto di membri sia a tempo pieno, sia a tempo parziale. Alla data del 31 dicembre 1993 risultavano membri del Consiglio:

Alberto Giovannini
Andrea Ripa di Meana
Cesare Imbriani
Gustavo Piga
Vittorio Grilli
Lorenzo Pecchi

sono stati nominati dal Ministro del Tesoro con decreto n. 930292 del 24/3/1992, registrato alla Corte dei Conti il 6/5/1992 (reg. n. 19 Tesoro foglio n. 65); con decreto n. 705522 del 20/4/1989, registrato alla Corte dei Conti il 24/4/1989 (reg. n. 13 Tesoro foglio n. 145); con decreto n. 813768 del 15/10/1990, registrato alla Corte dei Conti il 18/10/1990 (reg. n. 34 Tesoro foglio n. 294); con decreto n. 605142 del 14 gennaio 1993; con decreto n. 606850 del 19/06/1993; con decreto n. 606851 del 19/06/1993.

Al Consigliere Alberto Giovannini sono affidate le funzioni di coordinamento delle attività del Consiglio.

III. RUOLO DEL CONSIGLIO

Il ruolo del Consiglio degli Esperti è quello di un organo di staff insediato come specificato nella legge istitutiva, presso la D.G.T., il cui compito principale è di favorire all'interno dell'amministrazione la riflessione sui temi di politica economica di competenza della D.G.T., in particolare di analisi e previsioni finanziarie, valutarie e di pubblico indebitamento.

Il Consiglio è un organo collegiale che, per il tramite della sua attività di consulenza tecnico-scientifica, può dare un apporto di tipo conoscitivo in vista della definizione di una posizione del Tesoro in materia di politica economica e, in particolare, di politica finanziaria

e di problematiche internazionali.

La presenza di Consiglieri, nelle varie forme previste dal decreto, è diretta a rafforzare le capacità di inserimento della Direzione Generale del Tesoro nelle attività di sua competenza a livello nazionale ed internazionale.

L'attività del Consiglio è anche finalizzata a fornire un supporto tecnico-scientifico al Direttore Generale rispetto:

- (i) ai rapporti che si instaurano con Ministro e di suoi consiglieri economici;
- (ii) alle competenze della Direzione Generale del Tesoro in tema di finanza pubblica, gestione della Tesoreria e questioni finanziarie e monetarie;
- (iii) ai rapporti con gli organismi internazionali; e inoltre
- (iv) a qualunque attività tecnico-scientifica che si rendesse necessaria.

In base all'art. 10 della Legge 7 agosto 1985, n. 428, su mandato del direttore generale del Tesoro i singoli esperti possono rappresentare l'amministrazione in organismi nazionali ed internazionali e adempiere compiti specifici.

IV ATTIVITA' SVOLTA

1. Produzione Scientifica

Oltre alla produzione di studi e documenti direttamente connessi alle attività della Direzione Generale del Tesoro, il Consiglio degli Esperti ha svolto durante l'anno attività scientifica principalmente volta all'elaborazione di saggi in macroeconomia e economia finanziaria.

Gli studi del Consiglio degli Esperti si sono incentrati su due temi principali: regimi monetari internazionali (e la recente esperienza del Sistema Monetario Europeo) e effetti di politiche finanziarie del governo.

Sul primo tema sono stati prodotti studi sul "Gold Standard", sul dibattito sulla convergenza nominale (ossia la convergenza dell'inflazione e dei tassi d'interesse) nell'ambito del progetto di unione monetaria in Europa, sulla crisi dei cambi del 1992-93 e le prospettive per le monete europee e sulla relazione tra i differenziali d'inflazione nei diversi settori ed il regime di cambio.

Sul tema delle politiche finanziarie del governo sono stati prodotti studi sull'effetto della cosiddetta "repressione finanziaria" sulle finanze pubbliche, sugli effetti macroeconomici della composizione della spesa pubblica e sulla sostenibilità del debito

pubblico.

Questi studi del Consiglio degli Esperti sono stati pubblicati su periodici e volumi di raccolta scientifici, tra cui American Economic Review, European Economic Review e Journal of International Economics.

2. Titoli di Stato Emessi sul Mercato Interno

Durante il 1993, il Consiglio degli Esperti ha partecipato a diverse iniziative del Ministero del Tesoro volte alla riforma e sviluppo dei mercati dei titoli di Stato. La partecipazione del Consiglio in questi progetti è stata intensa, a partire dall'iniziale fase di studio per procedere con quella della valutazione strategica e quindi concludersi con la messa a punto dei dettagli operativi e con monitoraggio dei loro effetti sui mercati. I principali obiettivi perseguiti attraverso questi interventi sono stati:

- 1) la riduzione del differenziale positivo tra i tassi di interesse italiani e quelli degli altri maggiori paesi industrializzati.
- 2) l'aumento della trasparenza e della prevedibilità delle politiche di emissione.
- 3) il miglioramento dei meccanismi di funzionamento del mercato telematico dei titoli di Stato e della sua liquidità, al fine di renderlo più competitivo rispetto alle piazze finanziarie estere.

Queste finalità devono essere interpretate come obiettivi intermedi per raggiungere il fine ultimo di ridurre il costo del debito pubblico. Le iniziative principali che hanno visto coinvolti in prima persona membri del Consiglio degli Esperti vengono presentate di seguito.

2.1 Ritenuta fiscale ai non residenti

Un primo studio del Consiglio degli Esperti, in cui si cercava di individuare i fattori responsabili degli alti tassi di interesse in Italia rispetto ad altri paesi industrializzati, giungeva alla conclusione che "fino a 100 punti base di rendimento sulle obbligazioni del

Tesoro italiano potrebbero dipendere dal modo in cui la ritenuta fiscale è raccolta e rimborsata alle istituzioni straniere". Il lavoro argomentava che questo differenziale nei tassi di interesse era in gran parte il riflesso dei gravi ritardi e delle incertezze nell'esecuzione dei predetti rimborsi. I risultati di questa analisi hanno spinto il Ministero del Tesoro a redigere il decreto legge n. 377 del 24 settembre 1993, in cui venivano stabilite le premesse legali per rendere più rapide le procedure di rimborso delle ritenute fiscali ai non residenti aventi di diritto.

Al decreto (convertito in legge nel mese di novembre) ha fatto seguito un decreto attuativo in cui vengono indicate le procedure tecniche e di controllo di tale rimborso.

Il Consiglio degli Esperti è stato impegnato nel lavoro di coordinamento tra Ministero del Tesoro, Ministero delle Finanze e Banca d'Italia al fine di perfezionare gli aspetti tecnici della nuova procedura.

2.2 Creazione di un calendario delle emissioni dei titoli di Stato italiani

Una importante iniziativa che è stata proposta dal Consiglio degli Esperti e successivamente realizzata dalla Direzione Generale del Tesoro è stata la creazione di un calendario trimestrale delle emissioni a medio e lungo termine in lire, che si accompagna ad un quadro di riferimento annuale per il programma di emissioni del Tesoro. Con questa iniziativa il Ministero del Tesoro ha voluto creare maggiore trasparenza e prevedibilità della sua politica di emissione.

Da tempo, infatti, gli operatori finanziari lamentavano la scarsa ed irregolare informazione sulle emissioni sul mercato primario. Tale informazione è necessaria per chi, come loro, deve stimare le quantità in emissione al fine di pianificare le proprie decisioni di investimento.

La rimozione dell'incertezza che accompagnava le emissioni del Tesoro attraverso la comunicazione, con sostanziale anticipo, delle emissioni di titoli, facilita il compito degli operatori, che riescono in questo modo a meglio pianificare le domande in asta, sia per conto della proprio clientela, sia in conto proprio.

Inoltre, un calendario che riporti le date e le quantità minime delle emissioni migliora la percezione da parte degli operatori delle capacità di programmazione e di valutazione del fabbisogno statale da parte del Tesoro.

Infine, con il calendario si trasmette ai mercati l'impegno del Tesoro a mantenere

un'elevata liquidità dei titoli di stato, garantendone una regolare emissione periodica.

2.3 La riforma del Mercato Telematico dei titoli di Stato

Sempre nell'ottica di migliorare la liquidità del mercato e il funzionamento del mercato secondario dei titoli di stato, il Consiglio degli Esperti ha contribuito alla stesura del testo unico che stabilisce le nuove regole del MTS. Con la progressiva unificazione dei mercati finanziari della comunità europea e la loro integrazione a livello mondiale sono emerse alcune carenze del MTS. Tra queste, l'incapacità di mantenere livelli adeguati di liquidità su un numero elevato di titoli, la difficoltà a garantire esecuzione rapide per transazioni con volumi elevati.

A seguito di un'indagine compiuta dal Ministero del Tesoro e dalla Banca d'Italia è stato altresì predisposto un insieme coordinato di interventi, di cui il testo unico che stabilisce le nuove regole rappresenta la struttura portante. Nell'ambito del decreto sono state ridefinite le categorie di soggetti ammessi ad operare sul mercato, consentendo anche l'ingresso agli operatori esteri, nonché gli impegni e possibilità associati all'attività svolta dagli operatori principali. Più in particolare, al fine di promuovere la concorrenzialità e l'efficienza complessiva del mercato, è stato previsto:

- L'accesso degli operatori non residenti al MTS e al MIF.
- La distinzione degli "operatori principali" in due classi con impegni e facoltà differenziati. Tra queste, in particolare la classe degli "specialisti" in titoli di Stato rappresenta un gruppo di operatori con maggiori impegni qualitativi in termini di competitività e continuità delle quotazioni, maggiore volume di attività e, in contropartita, alcuni ben definiti privilegi di accesso alle aste.
- La possibilità di introdurre sul mercato telematico dei titoli di Stato la figura dell' "interdealer broker", che consentirà di negoziare direttamente ed in forma anonima ammontari di rilievo.
- L'introduzione di contratti di opzione sui futures che consentiranno di ampliare la gamma di strumenti disponibili sul mercato telematico nel segmento delle negoziazioni "a termine", arricchendo così le possibilità per gli operatori di combinare titoli e prodotti derivati per ottenere pacchetti di attività finanziarie con le caratteristiche di rischio e rendimento desiderate.

Coerentemente con la nuova configurazione del mercato, la Banca d'Italia rivedrà le

proprie modalità di intervento indirizzando soprattutto verso gli "specialisti" alcune delle proprie operazioni e adattando gli importi delle proprie operazioni di finanziamento.

2.4 Introduzione del BTP trentennale

Sulla base di uno studio di "fattibilità" il Consiglio degli Esperti è stato promotore dell'emissione del BTP trentennale. L'idea di emettere un titolo trentennale non è stata dettata solo dalla necessità di allungare la vita media del debito pubblico, ma anche dalla volontà di offrire al mercato un nuovo prodotto più adatto ai bisogni degli investitori istituzionali. Inoltre, con questo titolo si è voluto creare un nuovo benchmark nella struttura dei tassi italiani in linea con quegli che sono gli standards dei mercati più maturi. L'iniziativa ha riscosso un notevole successo tra i principali operatori e investitori del mercato. Il titolo viene quotato con uno spread rispetto al BTP decennale allineato agli spread osservabili nei più importanti mercati dei titoli di altri paesi. Il titolo è presente in maniera cospicua nei portafogli degli investitori istituzionali italiani, oltre che in quelli degli stranieri che hanno più esperienza con questo tipo di strumenti finanziari.

3. Titoli di Stato emessi sui mercati internazionali

Durante il 1993 il Consiglio degli Esperti si è impegnato attivamente nella gestione delle emissioni sui mercati internazionali.

Il Consiglio degli Esperti ha in primo luogo contribuito ad elaborare la strategia di emissioni. Tale strategia si articolava intorno ai seguenti obiettivi:

- a. Stabilire un dialogo diretto con i mercati internazionali stimolando analisi e valutazioni dell'economia italiana attraverso l'attività sul mercato primario.
- b. Diffondere su scala globale l'interesse ai titoli del Tesoro.

Questi obiettivi erano apparsi appropriati al fine generale dell'abbassamento del costo del debito pubblico. Ciò perchè la liberalizzazione dei mercati finanziari ed la progressiva integrazione del mercato interno dei titoli di Stato con i mercati internazionali offriva l'opportunità di stimolare maggiore competizione sia tra gli investitori che tra gli intermediari. Tale maggiore competizione si traduce in minori costi per l'emittente.

Un effetto diretto della competizione tra mercato interno e mercati internazionali

sarebbe la reazione positiva (al rialzo) dei corsi dei titoli di Stato sul mercato telematico ed il mercato "future" alle emissioni internazionali accolte favorevolmente. Tale reazione positiva c'è stata: durante il 1993 i rendimenti dei titoli in lire del Tesoro sono scesi più di ogni altro titolo pubblico dei paesi industriali. Questa discesa, pur in parte dovuta alla conclusione della crisi dello SME, è stata accompagnata e sostenuta dalla gestione attiva delle emissioni internazionali. In più di una occasione, ed in particolare in corrispondenza con l'emissione di marchi tedeschi in gennaio ed il lancio del concambio dei titoli in dollari, la risposta del mercato interno è stata significativa.

Il 1993 è stato anno di innovazioni nella politica delle emissioni internazionali. Il Tesoro italiano si è distinto per avere gestito con successo una serie di emissioni "primato", tra cui la più grande emissione in euro-marchi, l'emissione globale in dollari--che tra l'altro è stata l'operazione di maggiore dimensione nella storia dei mercati dei capitali di tutto il mondo--e la prima emissione globale nel mercato dello yen.

Il Consiglio degli Esperti ha promosso l'adozione del formato globale, che permette l'accesso nella fase primaria ad una serie di mercati nazionali tradizionalmente esclusi dall'euromercato. L'adozione del formato globale era giustificata dagli obiettivi descritti più sopra, ed in particolare l'obiettivo b.. La preparazione delle emissioni con formato globale ha comportato tra l'altro uno sforzo significativo di pubblicazione d'informazioni sull'economia e la finanza pubblica italiane. Tale sforzo rientra nella politica generale del Tesoro di aumentare e migliorare l'informazione sulle politiche da esso perseguite.

Infine, è da sottolineare che il Consiglio degli Esperti si è fatto propulsore di una maggiore integrazione tra la gestione del debito interno e la gestione del debito internazionale. L'integrazione tra le due gestioni si è tra l'altro riflessa nella struttura organizzativa dei gruppi che alla Direzione Generale del Tesoro sono stati preposti a queste funzioni.

4. Programma di privatizzazioni

Il Tesoro è stato investito dalla legge del ruolo di impostazione e di gestione diretta del complesso delle operazioni di privatizzazione che riguardano le società direttamente possedute dallo Stato, tra le quali le maggiori sono l'Istituto Mobiliare Italiano, l'Istituto

Nazionale delle Assicurazioni, l'Ente Nazionale Energia Elettrica, l'Ente Nazionale Idrocarburi. Nell'esecuzione delle mansioni connesse a questa nuova responsabilità, il Direttore generale del Tesoro ha stabilito di avvalersi del contributo di alcuni membri del Consiglio degli Esperti, che hanno partecipato direttamente alle operazioni sinora realizzate.

Per assicurare il successo delle operazioni di privatizzazione, occorre definire una serie di scelte preliminari di impostazione, che riguardano l'assetto delle società da portare al mercato e le caratteristiche del collocamento. Poichè tali scelte hanno dei riflessi diretti sul risultato finanziario delle privatizzazioni e sul valore delle residue partecipazioni detenute dallo Stato, esse rientrano naturalmente nell'ambito delle competenze di un'amministrazione finanziaria.

Le grandi scelte preliminari riguardano innanzitutto le misure di eventuale ristrutturazione industriale e finanziaria della società, di inquadramento regolamentare e di ridefinizione statutaria di essa. Il Consiglio degli Esperti ha contribuito al lavoro propedeutico utilizzato dagli organismi competenti (comitato dei ministri dell'Industria, del Bilancio e del Tesoro, Comitato di Consulenza Globale e Garanzia, Consiglio dei Ministri) nell'operare tali scelte.

Nelle operazioni di privatizzazione di società nelle quali il Tesoro svolge le funzioni di azionista per conto dello Stato, il ruolo del Tesoro è duplice. In primo luogo, al Tesoro compete la supervisione su tutti gli aspetti fondamentali, a partire dalla scelta delle banche incaricate della valutazione e di quelle incaricate dal collocamento, per finire con la scelta circa la valuta di regolamento della porzione dell'offerta globale costituita da ADS (American Depositary Shares). In secondo luogo, è assai utile che il Tesoro segua nelle sue grandi linee il processo di "due diligence" (letteralmente: dovuta diligenza), tramite il quale le banche incaricate e le società di consulenza acquisiscono e organizzano l'informazione su tutti gli aspetti della società da portare al mercato.

Per persuadere gli investitori ad acquistare azioni della società privatizzata, le banche collocatrici debbono disporre di un prospetto informativo redatto in modo convincente e debbono corredarlo di una illustrazione delle prospettive della società che soddisfi i quesiti fondamentali posti dagli analisti finanziari. E' quindi necessario che il processo di "due diligence" intrapreso dalle banche sia meticoloso ed esauriente. Il Tesoro non può partecipare appieno alla "due diligence", ma può prendere visione di alcuni elementi sintetici che ne risultano. Così facendo, consegue due ordini di benefici. Il primo beneficio è di riuscire a valutare autonomamente le indicazioni fornite dalle banche e dalle società di consulenza e

quindi di procedere a decisioni più efficaci circa la struttura e le modalità della privatizzazione. Il secondo beneficio è differito: dato che la partecipazione azionaria dello Stato in una data società viene di norma ceduta per gradi, con più operazioni scaglionate nel tempo, una più approfondita conoscenza della società conseguente all'attuazione della prima tranche consente al Tesoro di valutare meglio i tempi e le condizioni delle tranches successive.

Il Consiglio degli Esperti ha partecipato alle attività connesse alla selezione delle banche incaricate alla valutazione ed al collocamento, alla preparazione del prospetto informativo e allo svolgimento della "due diligence" nelle operazioni di privatizzazione delle società direttamente possedute dal Tesoro: IMI, INA e ENEL.

