

DOCUMENTO ALLEGATO AL RESOCONTO STENOGRAFICO DEGLI INTERVENTI DEI RAPPRESENTATI DALLA BANCA D'ITALIA NELLA SEDUTA DEL 27 OTTOBRE 1976.

1. - *Premessa.*

Nel documento trasmesso dal Governatore della Banca d'Italia concernente la prima fase dell'indagine in oggetto, si faceva presente la necessità di separare nell'esame del problema del finanziamento dell'edilizia abitativa gli aspetti congiunturali da quelli strutturali.

In considerazione degli importanti riflessi che gli investimenti nell'edilizia abitativa hanno su numerosi settori produttivi e della loro scarsa incidenza diretta sulla bilancia dei pagamenti, nella presente congiuntura il finanziamento dell'edilizia è stato considerato prioritario. A questo fine oltre ad ampliare, sul finire del 1974, la possibilità di immettere cartelle fondiariae nella riserva obbligatoria, all'inizio dell'anno successivo, quando l'istituto della riserva obbligatoria veniva riportato alla sua funzione di regolazione monetaria, le cartelle fondiariae sono state incluse, con un *plancher* specifico, nei titoli validi per il soddisfacimento del vincolo di portafoglio previsto per le aziende di credito.

Sotto l'aspetto strutturale, in considerazione delle ricorrenti difficoltà attraversate dal mercato delle cartelle fondiariae, si faceva presente da una parte l'esigenza di integrare questo comparto nel mercato obbligazionario dando agli istituti di credito fondiario una maggiore elasticità operativa, dall'altra la necessità di introdurre strumenti innovativi diretti a convogliare il risparmio delle famiglie verso gli investimenti in abitazioni.

La riforma del testo unico delle leggi sul credito fondiario del 1905, attuata nell'agosto del 1975, risponde alla esigenza di dare maggiore elasticità al sistema di fi-

nanziamento all'edilizia. Ai fini della valutazione delle implicazioni della riforma in parola è necessario esaminare brevemente il sistema basato sull'emissione di cartelle fondiariae.

2. - *L'attività degli istituti di credito fondiario prima della riforma.*

Fino all'entrata in vigore della riforma, l'attività degli intermediari operanti nel finanziamento dell'edilizia residenziale era caratterizzata da:

stretta correlazione tra emissione, cedola e durata delle cartelle da una parte ed erogazione, tasso e durata del mutuo dall'altra;

emissioni effettuate in via continuativa senza alcuna preventiva autorizzazione;

tasso nominale massimo di emissione non modificabile se non con apposito atto amministrativo del ministro del tesoro sentito il Comitato interministeriale per il credito ed il risparmio;

garanzia per il sottoscrittore dei titoli costituita più che dall'ipoteca sui beni oggetto dei finanziamenti, dalla stabilità dei corsi delle cartelle fondiariae.

Da quanto premesso si evince che gli intermediari in parola svolgevano una attività di intermediazione « pura » vale a dire una funzione di « interposizione » fra il risparmiatore ed il mutuatario, con conseguente impossibilità di preconstituirsì la provvista nella fase di ricettività del mercato dei capitali, essendo la provvista stessa legata al contestuale impiego dei fondi. Ne derivava una notevole rigidità di azione

aggravata dalle difficoltà di adeguamento delle condizioni di offerta (cedola, durata dell'ammortamento) alle mutevoli situazioni del mercato.

Per quanto concerne il sottoscrittore la emissione di serie « aperte » non consentiva l'esatta conoscenza delle probabilità di rimborso delle cartelle in portafoglio, con conseguente impossibilità di calcolarne il rendimento e di raffrontarne la remunerazione con quella delle altre attività finanziarie a lungo termine.

Per il mutuatario l'ottenimento del mutuo era soggetto alla alea della situazione del mercato dei capitali esistente al momento in cui, in relazione all'avanzamento della costruzione, maturava l'impegno assunto dall'istituto. L'alea concerneva sia la effettiva disponibilità del finanziamento, collegata alla possibilità di collocare i relativi titoli, sia l'entità del ricavo per l'elevato « scarto cartelle » che veniva applicato nei periodi di forti differenze tra il tasso nominale di emissione e il livello dei rendimenti esistenti sul mercato. L'applicazione del tasso nominale delle cartelle, in aggiunta allo scarto rateizzato e alla commissione, comportava anche una non trasparenza del costo effettivo della operazione, la cui determinazione finiva per essere così complessa da risultare di fatto comprensibile soltanto agli esperti del settore.

Per quanto concerne le autorità monetarie, il sistema operava con scarsi vincoli nei periodi di ricettività del mercato dei capitali - il maggior vincolo essendo la osservanza per alcuni istituti di un rapporto tra cartelle in circolazione e patrimonio - mentre nei periodi di difficoltà di raccolta le tensioni erano di gran lunga più accentuate in questo comparto.

La sostanziale stabilità dei tassi di interesse sui mercati monetario e finanziario (negli anni 1932-1969 la cedola nominale non ha superato il 5 per cento) ha invogliato i principali intermediari del settore ad assicurare la liquidabilità dell'investimento in cartelle fondiariae attraverso una politica di stabilizzazione dei corsi dei titoli e in qualche caso attraverso clausole di riacquisto al prezzo di vendita.

La certezza di poter effettuare disinvestimenti senza dover subire perdite in conto capitale rendeva conveniente l'acquisto di cartelle da parte di privati, pure in presenza di rendimenti inferiori a quelli di altri titoli a reddito fisso. Negli anni cin-

quanta i quattro quinti delle emissioni di cartelle sono stati assorbiti dai privati e gli istituti hanno potuto accrescere la loro intermediazione ad un tasso annuo del 28 per cento, di gran lunga più elevato di quello realizzato dagli altri intermediari creditizi.

Le difficoltà per il mercato delle cartelle sono iniziate con il manifestarsi di tensioni inflazionistiche e di problemi di bilancia dei pagamenti all'inizio degli anni sessanta e con la conseguente lievitazione dei tassi di interesse. La stabilità dei corsi rendeva i rendimenti delle cartelle più simili ai tassi corrisposti sui depositi che ai rendimenti delle altre obbligazioni e nel contempo rendeva il loro collocamento fortemente dipendente dalla situazione di liquidità dell'economia. In periodi di rialzi nella struttura dei tassi di interesse, la convenienza a spostarsi verso le attività liquide con remunerazione talora più elevata rispetto a quella conseguibile dall'investimento in cartelle, era favorita dalla possibilità di cessione dei titoli agli enti emittenti. Così, alla mancata sottoscrizione delle nuove emissioni - comune, nei periodi di aspettative di aumento dei tassi, a tutti i comparti del mercato obbligazionario - si accompagnava, nel comparto delle cartelle fondiariae, il disinvestimento dei titoli in portafoglio da parte dei risparmiatori, che provocava problemi di equilibrio sul mercato secondario e gravi pressioni sulla tesoreria degli istituti, che venivano così a trovarsi nell'impossibilità di far fronte agli impegni di erogazione già assunti. Un fattore di non secondaria importanza era inoltre costituito dalla rigidità delle modalità di adeguamento delle condizioni delle nuove emissioni alla mutevole situazione del mercato.

Il blocco dei finanziamenti all'edilizia, conseguente alla crisi del mercato dei capitali degli anni 1962-1964, portava ai primi interventi a sostegno del settore mediante l'immissione, entro limiti determinati, delle cartelle fondiariae nella riserva obbligatoria delle aziende di credito. Da allora i periodi di instabilità dei tassi di interesse e di paralisi del mercato delle cartelle si sono manifestati con maggiore intensità e frequenza.

Le tensioni inflazionistiche degli anni 1969-1970 e il conseguente aumento del livello dei tassi, nonché la modifica della loro struttura, derivante da una più rapida crescita di quelli a breve termine, por-

tarono a forti cessioni di cartelle da parte dei privati. Il proseguimento dell'attività di finanziamento richiese il ripristino della possibilità di versamento dei titoli nella riserva obbligatoria e l'istituzione di un premio di rimborso con onere a carico dello Stato che, in pratica, aumentava di un punto percentuale il rendimento di tutte le cartelle in circolazione.

Il miglioramento del mercato, connesso all'introduzione del premio di rimborso, si mostrò temporaneo. L'acuirsi, nella primavera del 1974, del processo inflazionistico e dello squilibrio dei conti con l'estero, resero necessaria l'adozione di una politica monetaria restrittiva che portò il livello dei tassi di interesse dei depositi bancari e delle obbligazioni a valori mai riscontrati nel dopoguerra; di conseguenza il collocamento delle obbligazioni si arrestò e si mise in moto da parte dei privati un processo di cessione dei titoli in portafoglio, particolarmente ampio nel comparto delle cartelle fondiariae, essendo favorito dal riacquisto da parte degli enti emittenti. La difesa apprestata da questi ultimi e dalle aziende di credito partecipanti si rivelò con il passare del tempo insostenibile: la richiesta di adeguamento dei rendimenti dei titoli in circolazione con oneri a carico dello Stato e dei mutuatari, proprietari di abitazioni, non trovava accoglimento. Si rese pertanto inevitabile l'abbandono da parte degli istituti della politica di stabilità dei corsi (a partire dal giugno 1974); la perdita in conto capitale che comportava la cessione dei titoli frenò il flusso delle vendite.

Il sistema ha così palesato i suoi limiti: la stessa possibilità di versare cartelle nella riserva obbligatoria delle aziende di credito si mostrava di scarsa efficacia, come strumento di raccolta di fondi, nella misura in cui il versamento veniva effettuato con titoli acquistati sul mercato secondario; l'inclusione, come indicato, delle cartelle nel vincolo di portafoglio consentiva la ripresa dell'attività di finanziamento (per gli interventi adottati vedasi l'appendice).

I tratti caratteristici del mercato delle cartelle negli anni 1970-1975 possono così riassumersi:

quattro adeguamenti del tasso nominale di emissione (dal 5 al 9 per cento);

aumento, a carico dello Stato, del rendimento effettivo dei titoli emessi en-

tro il dicembre 1971 nella misura di 1 punto percentuale;

immissione, negli anni 1970-1974, di cartelle nella riserva obbligatoria delle aziende di credito per 1.560 miliardi, pari al 39 per cento delle emissioni complessive;

cessione da parte dei privati di circa 1.100 miliardi di cartelle in portafoglio nel 1974 e di 300 miliardi nel 1975, cosicché l'assorbimento delle aziende nel biennio 1974-1975 è stato all'incirca doppio delle emissioni nette complessive di titoli della specie;

la quota di cartelle detenuta dai privati è così scesa dal 45 per cento di fine 1969 (80 a fine 1961) al 28 per cento di fine 1975 (tavola 1).

3. - *Implicazioni dell'avvenuto passaggio dal sistema delle cartelle fondiariae a quello delle obbligazioni.*

L'integrazione nel mercato obbligazionario delle emissioni degli istituti di credito fondiario, attuata con il decreto-legge n. 376 del 1975, ha comportato come conseguenza la modifica di buona parte della normativa che riguarda il settore, decisione questa di natura complessa, delegata dal Parlamento al Governo e che ha trovato realizzazione con il decreto legislativo n. 7 del 1976.

I principi posti a base della riforma sono i seguenti:

relativamente agli intermediari è stata assicurata una maggiore flessibilità di gestione attraverso la possibilità sia di programmare il volume di emissioni sulla base della prevedibile maturazione degli impegni sia di variare le condizioni di collocamento dei titoli in relazione alle mutevoli situazioni di mercato;

con riferimento al mutuatario è stata assicurata una maggiore trasparenza sia nei riguardi dell'ammontare del debito contratto (1), sia del tasso di interesse effettivo pagato sul finanziamento, determinato con misura onnicomprensiva alla stregua degli altri settori anche al fine di stimolare una

(1) Con la vecchia disciplina, ai fini di assicurare un netto ricavo pari alla somma richiesta, a fronte dello « scarto cartelle » veniva erogato un mutuo suppletivo a quello principale.

maggior efficienza tecnico-operativa degli intermediari attraverso l'aumento della concorrenza;

riguardo al sottoscrittore l'emissione dei titoli per serie chiuse, cioè a scadenza determinata, e la conseguente conoscenza della durata delle obbligazioni fondiarie consente di determinare il rendimento al fine di compararlo con la remunerazione conseguibile con il possesso di altre attività finanziarie;

sotto l'aspetto delle autorità monetarie la riforma ha eliminato la segmentazione del mercato obbligazionario e ridotto gli effetti perversi connessi al possesso di un titolo solo nominalmente a lungo termine. In più la sottoposizione al procedimento autorizzativo di tutte le emissioni di titoli a reddito fisso consente alle autorità monetarie di meglio regolare l'offerta di titoli in relazione alle condizioni della domanda, di perseguire una ordinata evoluzione del mercato obbligazionario e di orientare i flussi di risparmio secondo le esigenze di finanziamento dei grandi settori di attività economica (2). Questa esigenza appare quanto mai importante in periodi quale quello attuale in cui, a fronte di una domanda di fondi a lungo termine molto elevata, l'offerta di fondi risulta pressoché limitata agli acquisti « obbligatori » delle aziende di credito.

A questo principio si accompagnano una serie di innovazioni maggiormente rispondenti alla dinamica più recente del settore edilizio; tra queste: l'aumento dell'aliquota di spesa finanziabile nei mutui destinati alla costruzione di abitazioni o alla sistemazione del patrimonio immobiliare esistente, il riferimento al costo di costruzione anziché al valore cauzionale, il limite di emissione rapportato per tutti gli istituti al patrimonio, l'eliminazione del riferimento al reddito certo e duraturo dell'immobile oggetto del finanziamento e della correlazione tra il reddito stesso e la rata di ammortamento del mutuo. Quest'ultima innovazione tende a spostare la garanzia per il rimborso del mutuo nella direzione della capacità soggettiva del mutuatario.

(2) Oltre alle cartelle fondiarie, non erano soggette ad autorizzazioni le emissioni delle sezioni opere pubbliche e quelle degli istituti di credito agrario, queste ultime assoggettate all'autorizzazione nel febbraio del 1975.

In linea generale infine il decreto legislativo n. 7 del 1976 si è ispirato all'obiettivo di dare all'intera materia del credito fondiario un'adeguata flessibilità di intervento in conformità ai principi che regolano l'intero sistema creditizio.

Questi aspetti positivi nei confronti dei sottoscrittori dei titoli, dei mutuatari e dell'azione delle autorità monetarie, unitamente ad una maggiore efficienza della attività degli intermediari nel settore, rappresentano gli obiettivi della riforma i quali appaiono in gran parte già conseguiti.

Anche se la provvista degli istituti di credito fondiario nella presente situazione è di fatto assicurata dall'esistenza, nell'ambito del vincolo di portafoglio previsto per le aziende di credito, di una aliquota specifica per le obbligazioni fondiarie, la riforma attuata, proprio per l'esistenza di una situazione non « normale » del mercato dei capitali, dispiega sin d'ora i suoi effetti positivi per le seguenti considerazioni:

nella situazione di forte instabilità dei tassi, quale quella attuale, la nuova normativa ha consentito di adattare prontamente le condizioni di offerta dei titoli e dei mutui alle mutevoli situazioni di mercato;

l'integrazione nel mercato obbligazionario delle obbligazioni fondiarie ha fatto assumere ai titoli della specie le caratteristiche proprie di attività finanziarie a lungo termine che, date le perdite in conto capitale cui si andrebbe incontro, limitano la cessione nei periodi di rialzo dei tassi sul mercato;

il procedimento autorizzativo ha ridotto la possibilità di attivare circuiti « chiusi » tra istituti emittenti ed aziende di credito partecipanti nel senso che vengono effettuate emissioni indipendentemente dalle previsioni di impiego, ma con il solo scopo di soddisfare la domanda di titoli delle aziende di credito partecipanti. Così, mentre in una situazione normale del mercato obbligazionario è concepibile un atteggiamento neutrale delle autorità monetarie, in una situazione di acquisti « coatti », il procedimento autorizzativo mira a massimizzare i risultati conseguibili con il vincolo di portafoglio nel senso di autorizzare le emissioni che sono giustificate da fondate previsioni di impiego entro brevissimo termine dei fondi raccolti. Le richie-

ste di autorizzazioni vengono presentate sulla base della prevedibile maturazione degli impegni assunti dagli istituti in relazione all'andamento dell'attività di costruzione; le concessioni avvengono sulla base delle relazioni funzionali tra impegni di finanziamento, erogazioni e relativo fabbisogno tenuto conto della situazione del mercato dei capitali.

Dall'inizio dell'entrata in vigore della nuova disciplina sono state concesse autorizzazioni all'emissione di titoli per oltre 1.700 miliardi, di cui 300 risultano ancora da utilizzare a fine settembre 1976. Tenuto conto della raccolta effettuata in base al vecchio regime, nei primi nove mesi del 1976 sono state effettuate dagli istituti di credito fondiario emissioni di titoli per un netto ricavo di 1.600 miliardi, a fronte di poco più 1.100 nei primi nove mesi del 1975. Il ricavato è stato utilizzato in più ampia misura per l'edilizia agevolata le cui erogazioni - di ammontare all'incirca doppio rispetto ai primi nove mesi del 1975 (120 contro 63 miliardi) - in presenza di disponibilità degli istituti hanno incontrato un vincolo nell'ammissione alla agevolazione nel concorso agli interessi, ammissione che presuppone una serie di adempimenti amministrativi (tavola 2).

4. - *Possibilità di pianificare l'emissione delle obbligazioni ai fini di un regolare finanziamento ripartito per tipologie edilizie e territorialmente localizzato.*

La riforma adottata, come indicato, consente la ripartizione dei flussi di credito a medio e lungo termine per grandi settori economici: industria, edilizia, agricoltura. Nell'ambito dei flussi complessivi di credito, compatibili con lo sviluppo della attività produttiva e d'investimento e con un certo equilibrio dei conti con l'estero, è possibile perseguire eventuali indirizzi prioritari, a livello settoriale, fissati dai pubblici poteri.

La determinazione dei finanziamenti complessivi e di quelli a medio e a lungo termine viene effettuata in relazione al prevedibile andamento dell'attività reale, in sede di previsione dei flussi finanziari. Il *prius* è costituito pertanto dallo stato di avanzamento delle decisioni di investimento, al quale è legata la domanda di finanziamenti a lungo termine. L'offerta risulta

invece influenzata dalle condizioni del mercato dei capitali ed in particolare dalle condizioni della domanda di titoli a reddito fisso, connessa con l'andamento del reddito, con la stabilità dei corsi dei titoli, con le aspettative sul tasso di inflazione.

In una situazione, quale quella attuale, caratterizzata da un elevato processo inflazionistico, la domanda autonoma di titoli a reddito fisso è pressoché nulla ed il collocamento avviene in forma coatta attraverso il vincolo di portafoglio imposto alle aziende di credito.

L'imposizione di un vincolo di portafoglio specifico per i titoli fondiari ha consentito il collocamento di un elevato volume di obbligazioni fondiarie, assicurando stabilità al flusso dei finanziamenti al settore edile. Esso peraltro ha provocato effetti distorsivi nella struttura dei tassi avendo sensibilmente accresciuto il livello dei tassi a breve. In alcuni periodi, inoltre, relativamente al vincolo per le cartelle, l'insufficienza nell'offerta di titoli della specie, legata all'andamento riflessivo della attività di costruzione, ha provocato oscillazioni nei corsi, con influenze negative sulla domanda di titoli da parte dei privati e degli investitori istituzionali.

Situazioni siffatte hanno tanta più probabilità di verificarsi quanto maggiori sono i vincoli che si pongono nella destinazione dei fondi. In altri termini, risulta estremamente difficile assicurare, nell'ambito della programmazione finanziaria, una ripartizione dei flussi di credito per aree territoriali e per tipologie edilizie. Nei limiti in cui l'attività reale nelle diverse regioni e nei vari comparti dell'edilizia non avanza secondo le previsioni, si corre il rischio di sterilizzare parte delle risorse raccolte dagli intermediari, oltre che di segmentare il mercato del credito, con conseguente riduzione delle possibilità di finanziamento di altri settori produttivi ed effetti indesiderati sul livello complessivo degli investimenti e dell'occupazione. In sintesi, l'autorizzazione all'emissione e, nella situazione attuale, il vincolo di portafoglio possono agevolare la selezione del credito per grandi settori di attività ma non possono di per sé costituire un efficace strumento per il coordinamento dell'attività reale. Questo orientamento è opportuno che avvenga a monte, influenzando, cioè, le decisioni di investimento attraverso l'utilizzo degli strumenti già in essere, quali

la pianificazione urbanistica, la concessione delle licenze edilizie, la ripartizione degli stanziamenti per concorsi agli interessi. L'uso di questi strumenti dovrebbe essere in grado di orientare la domanda di finanziamenti e quindi la distribuzione territoriale e per beneficiari dei flussi di credito.

5. - *Meccanismi di finanziamento da impiegare in una situazione caratterizzata da un alto tasso di inflazione.*

Insieme alla riforma del sistema del credito fondiario, veniva affermata la necessità, specie se il processo inflazionistico non si fosse arrestato, di introdurre meccanismi innovativi tendenti a stimolare l'offerta di finanziamenti per soddisfare la crescente domanda di abitazioni. Questa esigenza si è consolidata a causa delle incertezze presenti nella nostra economia e in particolare del riacutizzarsi delle tensioni inflazionistiche, che hanno causato l'allontanamento dei privati dal mercato obbligazionario ed in generale dalle attività finanziarie a non breve scadenza. Il vincolo di portafoglio imposto alle aziende di credito non può di per sé salvaguardare l'attività di investimento, sia per la rigidità che deriverebbe al sistema bancario dall'imposizione di un obbligo molto elevato, sia per le caratteristiche peculiari di alcuni settori produttivi.

Nella situazione attuale, relativamente all'edilizia, il vincolo di portafoglio ha consentito di risolvere in parte il problema della disponibilità del finanziamento, ma non quello del costo dei mutui, i cui riflessi sono in questo settore di gran lunga più importanti che negli altri comparti produttivi. L'attuale costo dei mutui edilizi, anche se risulta negativo in termini reali, da una parte rende gli investitori esitanti ad indebitarsi, date le incertezze sul futuro andamento dei prezzi, dall'altra, a causa dell'aumento dell'incidenza delle rate di ammortamento sul reddito familiare, mette fuori mercato parte dei potenziali acquirenti; la caduta della domanda si riflette negativamente sulle nuove progettazioni e quindi sull'attività di investimento.

Meccanismi di risparmio-investimento, presenti in altri paesi europei, sono stimolati attraverso la concessione di incentivi finanziari e fiscali. L'arricchimento del mercato finanziario italiano attraverso l'in-

roduzione dei cennati meccanismi e l'aumento della propensione per le attività finanziarie oltre il breve termine che ne deriverebbe, dovrebbero concorrere a ridurre la pressione del finanziamento degli investimenti con mezzi monetari. L'introduzione nel nostro paese di meccanismi simili a quelli esistenti negli altri paesi, in una situazione caratterizzata da un elevato processo inflazionistico, avrebbe scarsa possibilità di produrre effetti sulla propensione dei risparmiatori, se non si introducessero forme di remunerazione - limitate a particolari attività finanziarie - correlate al degrado monetario. Per modificare questa propensione e per ridurre la pressione del costo dei finanziamenti sul reddito familiare negli anni iniziali dell'ammortamento, è stato formulato il progetto « risparmio-casa », la cui introduzione, alla luce delle considerazioni svolte, risulta tuttora attuale. L'indicizzazione del risparmio finanziario di coloro che intendono fruire del bene « casa » viene incontro alle istanze delle famiglie aventi reddito medio-basso, per le quali l'erosione monetaria del risparmio accumulato, in presenza di incrementi dei prezzi delle abitazioni, rende aleatoria la possibilità dell'acquisto dell'abitazione.

Il riconoscimento sulla raccolta di risparmio di una remunerazione correlata al degrado monetario senza incidere sul bilancio pubblico, è possibile nella misura in cui viene indicizzato il tasso dei mutui; nello schema proposto è lo stesso risparmiatore che, assumendo la veste di mutuatario, si sottopone ad un mutuo a tassi indicizzati. Il mutuo contratto ad un tasso reale assai basso riduce l'onere iniziale dell'ammortamento ed attenua le perplessità ad indebitarsi a tassi elevati per una lunga durata. Il conseguente aumento della domanda di abitazioni eserciterebbe effetti positivi sulla stessa attività di investimento.

Il sistema « risparmio-casa » è stato articolato nel senso di prevedere l'accesso al deposito indicizzato e quindi al mutuo non solo per il risparmiatore individuale, ma anche per i soci riuniti in cooperativa. Ciò viene incontro alle istanze delle cooperative che nel momento presente, più che in difficoltà di disponibilità di finanziamento, si imbattono in difficoltà connesse alla insopportabilità dell'ammortamento iniziale dei finanziamenti, a motivo dell'aumento dei tassi di interesse rispetto al livello esistente al momento della decisione di inve-

stimento. Infine l'introduzione del « risparmio-casa » potrebbe ridurre l'impegno dello Stato nel comparto del credito agevolato - mirante a rendere sopportabile l'ammortamento del finanziamento - e rendere per questa via possibile la concentrazione dell'intervento pubblico nel settore dell'edilizia sovvenzionata in favore delle fasce di reddito più basso, tanto più che l'onere sul bilancio dello Stato derivante dal credito agevolato risulta eccessivo rispetto agli effetti che provoca sull'attività reale.

6. - *Possibilità di utilizzare le riserve tecniche degli istituti previdenziali ed assicurativi per il finanziamento dell'edilizia economica e popolare.*

Gli istituti previdenziali presentano negli ultimi anni consistenti disavanzi di bilancio, il cui ammontare si va sempre più accrescendo: nel 1975 il complesso degli istituti ha presentato un *deficit* di circa 2.500 miliardi a causa sia della considerevole riduzione dei trasferimenti a favore dell'INPS operata dallo Stato sia dello squilibrio crescente tra i contributi percepiti e le prestazioni fornite; tale *deficit* si commisura a circa la metà della consistenza complessiva delle loro riserve tecniche, il cui importo a fine 1975 si aggirava sui 5.000 miliardi di lire.

Negli anni più recenti l'aumento delle riserve si è aggirato intorno ai 400 miliardi; va tenuto presente che quest'aumento nei prossimi anni presumibilmente sarà di importo inferiore per effetto dell'ulteriore estensione dell'area regolata dal sistema di ripartizione rispetto a quello della capitalizzazione. Migliore si presenta la situazione delle imprese di assicurazione che hanno visto nel corso di questi ultimi anni una espansione pressoché costante delle disponibilità di bilancio, il cui incremento è risultato in media, dal 1972, di poco inferiore ai 600 miliardi in ragione d'anno. L'ammontare complessivo delle riserve matematiche e dei fondi patrimoniali, che a fine del 1975 si aggirava sui 5.000 miliardi, risulta composto per quasi il 50

per cento da investimenti in immobili, mentre la restante quota risulta investita in obbligazioni (oltre 1.100 miliardi), in titoli azionari (circa 500 miliardi) ed in mutui a medio e lungo termine (poco meno di 600 miliardi). Inoltre l'attività degli istituti in oggetto in favore dell'edilizia si esplica indirettamente mediante l'acquisto di titoli fondiari (200 miliardi di consistenza a fine 1975) e, direttamente, mediante l'acquisto di abitazioni e la concessione di mutui agli istituti per le case popolari ed alle cooperative edilizie, sia pure questi ultimi per un importo modesto (30 miliardi) (tavola 3).

Sempre alla fine del 1975, l'importo delle disponibilità impiegate a breve risulta pari a circa 550 miliardi: ciò sembra debba tra l'altro ascrivere alla politica seguita dagli istituti in questi ultimi tempi a causa della minore attrattiva presentata sia dagli investimenti immobiliari, a seguito del blocco dei fitti, sia dai titoli a reddito fisso, per la variabilità dei tassi di interesse ed il costante elevato livello del tasso di inflazione, sia, infine, dai titoli azionari, per la difficile situazione finanziaria in cui versano le imprese.

In sintesi le imprese assicurative e gli istituti previdenziali già forniscono un apporto diretto ed indiretto all'edilizia attraverso l'investimento delle proprie riserve; l'eventualità di un più ampio sostegno va pertanto valutata tenendo presenti la funzione di cuscinetto svolta dalle riserve liquide e il volume dell'incremento annuo delle riserve tecniche e patrimoniali, nonché le forme attuali di impiego regolate per gli istituti assicurativi dal testo unico delle leggi sull'esercizio delle assicurazioni private (decreto del Presidente della Repubblica 13 febbraio 1959, n. 449, e successive modifiche e integrazioni) (3).

(3) La legge n. 109 del 25 febbraio 1965 ha concesso agli istituti di assicurazione la possibilità di investire liberamente (ovvero senza la prescritta autorizzazione preventiva) le proprie riserve matematiche, entro il limite massimo del 15 per cento, in titoli azionari ed obbligazionari di società per azioni nazionali quotate in borsa da almeno un quinquennio.

APPENDICE

Provvedimenti in favore del finanziamento dell'edilizia abitativa.

Settembre del 1965: ferma restando la quota minima del 10 per cento da versare in contanti, le banche vengono autorizzate a costituire in cartelle fondiari e in obbligazioni degli istituti di credito agrario la riserva dovuta a fronte dell'incremento dei depositi a risparmio verificatosi a partire dalla fine di settembre; le casse di risparmio sono autorizzate a investire negli stessi titoli almeno un quarto della « riserva speciale di liquidità ». Le aziende di credito sono inoltre tenute a rispettare una data composizione fra i titoli dei vari emittenti determinata in relazione alle rispettive quote di mercato.

Settembre del 1967: a fronte degli incrementi verificatisi dal 1° ottobre, il versamento deve avvenire per il:

50 per cento in cartelle fondiari e obbligazioni di credito agrario;

50 per cento in titoli del « prestito dell'edilizia scolastica ».

Dicembre del 1967: ferma restando la quota del 50 per cento in titoli del prestito per l'edilizia scolastica, la quota restante può essere coperta con cartelle fondiari, obbligazioni di credito agrario, titoli emessi dal CREDIOP per il finanziamento del tesoro.

Gennaio del 1970: con riferimento all'incremento dei depositi verificatosi a partire dal 1° novembre 1969, viene ripristinata la possibilità di immettere solo cartelle fondiari e obbligazioni di credito agrario. Al fine di adeguare il rendimento delle cartelle fondiari in circolazione, viene concessa la facoltà ai possessori di convertire i titoli stessi dal 5 al 6 per cento o di ricevere in alternativa un premio di 2 lire per cento lire di capitale nominale per le cartelle rimborsate nel 1970, 4 lire per quelle rimborsate nel 1971 e via via crescendo fino a raggiungere 20 lire se estratte successivamente al 1978. L'onere a carico

dello Stato è risultato per i primi sei anni pari a circa 120 miliardi di lire.

Luglio del 1974: viene abolita la rigida composizione fra i vari emittenti e introdotto il solo limite del 50 per cento per i titoli emessi dalla propria sezione; contemporaneamente viene concessa la possibilità di coprire il margine non utilizzato al 30 giugno 1974, previa autorizzazione della Banca d'Italia; in esecuzione a siffatta delibera, a fine dicembre viene liberalizzato contante per oltre 300 miliardi.

Gennaio del 1975: viene fatto obbligo alle aziende di credito di effettuare nel primo semestre del 1975 (mediante adeguamenti trimestrali del portafoglio) nuovi investimenti in titoli a reddito fisso in misura pari al 40 per cento dell'incremento dei depositi relativo al semestre dicembre 1974-maggio 1975; nell'ambito di tale aliquota viene fissato un *plancher* dell'8 per cento per le cartelle fondiari recanti una cedola non inferiore al 7 per cento.

Marzo del 1975: la cedola nominale delle cartelle viene elevata dal 7 al 9 per cento.

Luglio del 1975: viene stabilita, nella misura del 30 per cento dell'incremento dei depositi nel semestre giugno-novembre 1975, l'aliquota di adeguamento del portafoglio titoli delle aziende di credito e determinato nel 7,5 per cento il *plancher* riservato alle cartelle fondiari.

Dicembre del 1975: viene confermata, anche per il primo semestre del 1976, la misura del 30 per cento dell'aliquota dei nuovi depositi da investire in titoli con cedole non inferiori all'8 per cento; il *plancher* riservato ai titoli del settore fondiario ed edilizio viene confermato nel 7,5 per cento.

Giugno del 1976: la misura dell'aliquota dell'incremento dei depositi del secondo semestre da investire in titoli (con cedola non inferiore al 9 per cento) viene elevata al 42 per cento, con un *plancher* per i titoli degli istituti di credito fondiario del 5 per cento.

TAV. 1

MERCATO DELLE CARTELLE FONDIARIE

PERIODO	MILIARDI DI LIRE		A/B %	QUOTE % DI SOTTOSCRIZIONE DELLE CARTELLE	
	Cartelle fondiarie A	Totale obbligazioni B		Banche	Altri investitori

Consistenze a fine periodo.

1951 dicembre	75	1.088	6,9	23,0	77,0
1961 dicembre	916	6.813	13,4	20,4	79,6
1966 dicembre	2.511	15.977	15,7	33,6	66,4
1973 dicembre	8.018	51.754	15,5	37,0	62,9
1974 dicembre	8.351	55.958	14,9	54,3	45,7
1975 dicembre	9.800	69.645	14,1	63,9	36,1

Emissioni lorde.

Emissioni nette.

(medie annue)

1952-61	106	712	14,9	20,2	79,8
1962-66	421	2.443	17,2	41,1	52,9
1967-73	1.056	6.389	16,5	38,6	61,4
1974	756	6.726	11,2	471,7	— 371,7
1975	1.877	17.196	10,9	119,3	— 19,3
1976 (primi 9 mesi)	1.833	9.800	18,7		

EROGAZIONI DI FINANZIAMENTI DEGLI ISTITUTI DI CREDITO FONDIARIO
(miliardi di lire)

PERIODO	Legge n. 1179 e successive	Totale B	Totale A/B %
1966	0,1	587	—
1967	17,1	657	2,60
1968	47,2	876	5,39
1969	34,5	945	3,65
1970	45,1	1.028	4,38
1971	48,8	1.174	4,16
1972	50,1	1.179	4,25
1973	78,4	1.974	3,97
1974	89,7	897	10,0
1975	123,3	1.510	8,2
1976 (primi 9 mesi) (a)	120,0	(a) 1.137	(a) 10,5

(a) Dati provvisori.

TAV. 3

TITOLI, MUTUI E ANNUALITÀ DEL SETTORE ASSICURATIVO
(miliardi di lire)

VOCI	SITUAZIONE A FINE			VARIAZIONI NELL'ANNO	
	1973	1974	1975 (f)	1974	1975 (f)
Titoli di Stato	36,2	110,2	53,0	74,0	— 57,2
Buoni del Tesoro (a)	29,9	105,0	47,8	75,1	— 57,2
Consolidati e redimibili	6,3	5,2	5,2	— 1,1	—
Obbligazioni per c/Tesoro (b)	72,3	66,7	74,9	— 5,6	8,2
Obbligazioni	583,6	559,6	689,8	— 24,3	130,5
Istituti speciali: mobiliari	236,5	229,1	287,4	— 7,4	58,3
immobiliari	200,0	184,7	207,7	— 15,3	23,0
ENEL, ENI, IRI	90,8	90,5	119,9	— 0,3	29,4
Enti territoriali	6,4	3,8	13,8	— 2,6	10,0
Emissioni varie	49,9	51,2	61,0	1,3	9,8
Azioni e partecipazioni	423,1	447,7	472,3	24,6	24,6
Totale titoli (c)	1.115,2	1.183,9	1.290,0	68,7	106,1
Mutui	394,6	441,2	550,5	46,6	109,3
a: Enti territoriali	268,7	296,1	370,9	27,4	74,8
Istituti case popolari e coop. edilizie	28,5	27,5	28,1	— 1,0	0,6
Altri (d)	97,4	117,6	151,5	20,2	33,9
Annualità	33,7	33,0	31,8	— 0,7	— 1,2
Totale mutui e annualità (e)	428,3	474,2	582,3	45,9	108,1
TOTALE GENERALE	1.543,5	1.658,1	1.872,3	114,6	214,2
Immobili	—	—	—	339,7	248,8
Riserve Tecniche	3.596	4.129	4.760	553	631

(a) Comprende Buoni del Tesoro poliennali e BOT. — (b) Comprese le obbligazioni delle aziende autonome statali. — (c) Esclusi i titoli in valuta di emittenti italiani e esteri. — (d) Compresi i prestiti su polizza e contro cessione di stipendio. — (e) Al netto delle quote da erogare. — (f) Dati stimati.