

ATTI PARLAMENTARI
XI LEGISLATURA

Doc. XCIX
N. 1

RELAZIONE
SULL'ATTIVITÀ SVOLTA DAL CONSIGLIO DEGLI ESPERTI PER
LE ANALISI E LE PREVISIONI FINANZIARIE, VALUTARIE E DI
PUBBLICO INDEBITAMENTO
(ANNO 1992)

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

PRESENTATA DAL MINISTRO DEL TESORO
(BARUCCI)

INDICE

I. — Atto istitutivo e compiti	<i>Pag.</i>	7
II. — Membri del Consiglio	»	7
III. — Ruolo del Consiglio	»	8
IV. — Attività svolta	»	8
1. - Sintesi dei lavori di economia internazionale	»	10
2. - Sintesi dei lavori sulle interazioni tra politica fiscale e politica monetaria	»	11
3. - Sintesi dei lavori sulla politica di privatizzazioni	»	12
4. - Sintesi dei lavori sulla struttura dei sistemi finanziari	»	13
5. - Sintesi dei lavori su politica fiscale e integrazione economica	»	14
6. - Sintesi dei lavori sulla politica di gestione del debito	»	15

RELAZIONE
ANNUALE SULL'ATTIVITÀ DEL CONSIGLIO
DEGLI ESPERTI DURANTE IL 1992

RELAZIONE ANNUALE SULL'ATTIVITÀ DEL CONSIGLIO DEGLI ESPERTI DURANTE IL 1992

I. — ATTO ISTITUTIVO E COMPITI.

Il Consiglio degli esperti è stato istituito presso la Direzione generale del tesoro con legge n. 428 del 7 agosto 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 1992 risultavano membri del Consiglio:

Luigi Spaventa;

Alberto Giovannini;

Andrea Ripa di Meana;

Paolo Roberti;

Cesare Imbriani (*);

(*) Membro a tempo parziale.

nominati dal Ministro del tesoro con decreto ministeriale n. 932560 del 2 settembre 1992, registrato alla Corte dei conti l'11 settembre 1992 (reg. n. 33 Tesoro, foglio n. 145); con decreto ministeriale n. 930292 del 24 marzo 1992, registrato alla Corte dei conti il 6 maggio 1992 (reg. n. 19 Tesoro, foglio n. 65); con decreto ministeriale n. 705522 del 20 aprile 1989, registrato alla Corte dei conti il 20 aprile 1989 (reg. n. 13 Tesoro, foglio n. 145); con decreto ministeriale n. 455605 del 7 dicembre 1991, registrato alla Corte dei conti il 20 dicembre 1991 (reg. n. 42 Tesoro, foglio n. 150).

Ai Consiglieri Luigi Spaventa, Alberto Giovannini e Paolo Roberti sono affidate le funzioni di coordinamento delle attività tecnico-scientifiche del Consiglio.

III. — RUOLO DEL CONSIGLIO.

Dalle risultanze dell'attività e delle riunioni, il ruolo del Consiglio degli esperti è quello di un organo di *staff* istituito, come specificato nella legge istitutiva, presso la Direzione generale del tesoro, il cui compito principale è di favorire all'interno dell'amministrazione la riflessione sui temi macroeconomici e di politica economica di competenza della Direzione generale del tesoro, in particolare in tema di analisi e previsioni finanziarie, valutarie e di pubblico indebitamento.

Il Consiglio è pertanto 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 il Ministro ed i 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.

IV. — ATTIVITÀ SVOLTA.

Durante il 1992, il Consiglio degli esperti ha svolto la propria attività di studio e di supporto ai lavori della Direzione generale del

tesoro, nell'ambito delle competenze ad esso attribuite dalla legge istitutiva e a seguito di richieste ad esso pervenute.

L'attività è stata condotta sia mediante riunioni tra i membri del Consiglio (durante le quali sono stati discussi lo stato di avanzamento delle ricerche in corso, i programmi di lavoro futuri, nonché temi specifici su richiesta del Direttore generale del tesoro) sia per gruppi di lavoro costituiti *ad hoc* in relazione ai diversi impegni assunti.

Confermando una tendenza di lavoro ormai consolidata, l'attività tecnico-scientifica del Consiglio degli esperti nel corso del 1992 ha riguardato tematiche tra loro diverse, ma comunque latamente afferenti all'attività della Direzione generale del tesoro.

Sono stati esaminati in primo luogo problemi di gestione monetaria e di politica dei cambi con riferimento sia al regime monetario europeo e alla prospettiva dell'Unione Monetaria Europea, sia a regimi monetari con cambi flessibili.

In secondo luogo, sono stati condotti studi sulle interazioni tra politica fiscale e politica monetaria, volti ad analizzare sia gli andamenti degli aggregati monetari e di bilancio, sia i vincoli posti dall'armonizzazione fiscale, sia le determinanti dei tassi di interesse nominali e reali anche in rapporto a quelli prevalenti all'estero, sia gli effetti di contrazioni durature della spesa pubblica sulla domanda aggregata.

In terzo luogo sono stati elaborati documenti in tema di privatizzazioni, sotto forma di relazioni tenute dal Ministro e dal Direttore generale, nonché di documenti successivamente inseriti quali parti costitutive del Libro Verde del Tesoro sulla politica di privatizzazioni.

In quarto luogo, un gruppo di studi si è rivolto ad esaminare alcuni aspetti dell'interazione tra fluttuazioni economiche e struttura dei sistemi finanziari e creditizi.

In quinto luogo si è studiato l'impatto della crescente integrazione economico-finanziaria del paese sulla politica fiscale in senso ampio nonché su alcuni tipi di imposte, in particolare sull'imposta sulle società, e le difficoltà poste dalla necessità di evitare una doppia imposizione del risparmio.

In sesto luogo, sono stati elaborati documenti riguardo sia a specifiche misure che agli indirizzi generali della politica di gestione del debito pubblico condotta al Tesoro.

Infine, nella prima parte dell'anno si è continuato ad elaborare documenti di raccolta ordinata di dati economici, sotto forma di Osservatori economici e di Osservatori dei mercati del debito pubblico. In seguito alla riorganizzazione interna del Servizio I della Direzione generale del tesoro, avvenuta all'incirca a metà anno, si è però deciso di sospendere l'elaborazione degli Osservatori e di lasciare alla responsabilità diretta del Servizio I la redazione di materiale informativo e statistico.

Nei paragrafi rimanenti si offre una descrizione sintetica di alcuni lavori di ciascuno dei predetti sottogruppi, omettendo l'insieme degli Osservatori in ragione dell'avvenuta sospensione in corso d'anno.

IV.1 – SINTESI DEI LAVORI DI ECONOMIA INTERNAZIONALE.

Un lavoro sulle parità aggiustabili e lo SME studia la relazione tra il riallineamento atteso della parità franco/marco e lira/marco e le variabili economiche di conoscenza comune. Tale riallineamento atteso è stimato filtrando le aspettative del movimento dei cambi all'interno della banda di fluttuazione. Il risultato principale è che le attese di svalutazione sono influenzate in maniera predominante dalla posizione dei cambi all'interno della banda di fluttuazione.

Un lavoro sul ruolo della banca centrale in una unione monetaria studia il trattato di Maastricht nelle parti che regolano la banca centrale europea. La prospettiva dell'analisi distingue tra regole di politica monetaria e regole di politica bancaria. Sulle regole di politica monetaria, si nota che, formalmente, la banca centrale europea gode di un grado di indipendenza maggiore della Bundesbank e della Federal Reserve. Tuttavia, si sottolinea che tale indipendenza formale non può quasi mai assicurare con certezza l'indipendenza sostanziale. Dal punto di vista della politica bancaria, si nota che la banca centrale europea si trova in uno stato di dipendenza dalle autorità governative nazionali. Tale dipendenza potrebbe indebolire significativamente l'attività di prestatore di ultima istanza della banca centrale europea, con effetti negativi sulla sua credibilità.

Un lavoro sullo stato di avanzamento dell'Unione economica e monetaria analizza gli effetti del voto del referendum danese sul progresso del progetto di unione economica e monetaria in Europa.

Un lavoro sui tassi di cambio di equilibrio studia le determinanti del tasso di cambio reale, ossia del prezzo dei beni non commerciabili in termini dei beni commerciabili. Si nota che, oltre alle variabili che normalmente vengono individuate come cause delle fluttuazioni di tale prezzo (in particolare, la produttività nei due settori) altre variabili lo possono influenzare in maniera significativa. Tra queste si studiano in particolare la spesa pubblica, le sovvenzioni pubbliche, e la credibilità del tasso di cambio nominale.

Un lavoro sulla sostituzione valutaria studia le determinanti della domanda di moneta in una economia aperta e passa in rassegna la letteratura teorica ed empirica in materia. In particolare, vengono analizzati gli effetti dei vincoli sui mercati finanziari sul grado di sostituibilità tra le monete e l'impatto di liberalizzazioni sia dei mercati finanziari interni, che dei controlli sui movimenti internazionali dei capitali finanziari interni.

Un lavoro sul *boom* dei prezzi dei beni non commerciabili in Europa passa in rassegna il comportamento dei prezzi relativi dei beni non commerciabili in un gruppo di paesi europei, inclusa la Francia, la Germania e l'Italia. Il lavoro identifica, per ogni paese, le determinanti di tali fluttuazioni. Nel caso dell'Italia, si valuta l'ipotesi che spiega l'aumento del prezzo relativo dei beni non commerciabili con una ipotizzata scarsa credibilità del piano di disinflazione.

Un lavoro su politica fiscale e debito pubblico paragona il comportamento di variabili macroeconomiche in Italia, in Francia ed in Spagna durante gli anni dello SME. Si sostiene che tali variabili

hanno seguito una tipologia già individuata nella letteratura con riferimento alla esperienza di altri paesi, soprattutto in America Latina, in connessione ad esperimenti di stabilizzazione basati sulla fissazione del tasso di cambio nominale. Il lavoro pone a confronto il relativo successo francese con il relativo insuccesso italiano nella strategia di convergenza alla Germania. Si discute l'ipotesi che il successo francese sia in parte dovuto alla scelta da parte di quel paese di adottare una banda stretta di fluttuazione rispetto al marco sin dall'inizio dello SME.

Un'altra coppia di lavori sull'Unione economica e monetaria e i risvolti politici delle aree monetarie ottimali esplorano il dibattito politico sull'UEM. L'ipotesi presentata è che, dato che i guadagni economici di una riforma come l'unione monetaria non sono facilmente quantificabili, il dibattito politico al riguardo è non solo assai diverso da quello ad esempio in materia di politiche commerciali, ma è anche influenzato da fattori in larga parte estranei alla sostanza degli effetti economici dell'unione monetaria.

IV.2 – SINTESI DEI LAVORI SULLE INTERAZIONI TRA POLITICA FISCALE E POLITICA MONETARIA.

Un lavoro sugli alti tassi di interesse sul debito pubblico italiano identifica tre cause di divergenza tra i rendimenti sui titoli di Stato a tasso fisso italiani e i rendimenti su titoli di Stato in dollari o marchi. Tali componenti sono (1) il premio per il rischio d'insolvenza, (2) il premio dovuto al trattamento fiscale e (3) il premio per il rischio di svalutazione. La componente (1) è stimata paragonando il tasso di rendimento di titoli del Tesoro in valuta con il tasso di rendimento di titoli nella stessa valuta emessi da enti sovranazionali. La componente (2) è misurata paragonando i tassi sugli swap d'interessi in lire con gli stessi sugli swap d'interessi in valuta. La componente (3) è il residuo, dopo la sottrazione delle prime due. Il lavoro conclude osservando che il premio per il rischio di svalutazione della lira è la componente più importante, sia per ciò che riguarda la sua dimensione, che per le implicazioni per la gestione del debito pubblico.

Un lavoro sugli effetti delle restrizioni fiscali sulla domanda del settore privato studia la possibilità, che pare essersi verificata in taluni paesi in coincidenza con una palese e decisa politica di austerità fiscale, che l'economia privata non risenta negativamente dei tagli al bilancio nemmeno nel periodo breve e medio. L'idea prevalente è che i tagli di bilancio, riducendo una parte importante della domanda aggregata, esercitino un impulso deflazionistico sull'economia, causando una recessione tendenziale, ossia a parità di altre circostanze. Si argomenta nel lavoro che i tagli fiscali, se intesi come duraturi sia dal governo che li decide, sia dai contribuenti che ne vengono informati, consentono di prevedere una riduzione del carico fiscale presente e, soprattutto, futuro. Da ciò potrebbe discendere una reazione favorevole della domanda per consumi, stimolata dalla percezione dei contribuenti che la loro ricchezza netta subirà minori decurtazioni fiscali in futuro.

Seguirebbe un'espansione della domanda di investimenti e della domanda privata in genere, che potrebbe (più che) controbilanciare la caduta della componente pubblica e impedire una contrazione iniziale del reddito.

Un lavoro sulle caratteristiche peculiari della stabilizzazione fiscale e monetaria del 1927 operata dal governo Mussolini consente di studiare le precondizioni per il successo di una politica di disinflazione condotta attraverso l'apprezzamento del cambio nominale. La successione degli eventi dimostra che prima fu proseguita la politica di austerità fiscale iniziata dai governi liberali dell'immediato dopoguerra, poi si pose mano a riforme strutturali che facilitarono il controllo monetario, tra le quali l'unificazione del diritto di emissione di moneta in capo alla Banca d'Italia, e infine si procedette al consolidamento forzoso del debito pubblico, il cui mancato rinnovo avrebbe pregiudicato la stabilità del valore interno ed esterno della lira. Si illustra come i costi per l'Erario di una simile politica siano stati assai alti, poiché al consolidamento seguì un decennio di deflazione che portò i tassi reali di interesse, compresi quelli corrisposti sul debito pubblico, a livelli elevatissimi.

IV.3 – SINTESI DEI LAVORI SULLA POLITICA DI PRIVATIZZAZIONI.

Un lavoro esamina lo stato di avanzamento della politica di privatizzazioni a metà anno. Si analizzano sia le opzioni che è possibile seguire riguardo alla scelta delle società di proprietà pubblica da porre in vendita, a seconda dello stato del loro conto economico e del grado di riorganizzazione imprenditoriale di cui necessitano; sia le possibili forme di organizzazione delle varie fasi del processo, ivi incluse quelle che riguardano i rapporti con le società di consulenza che assistano le parti e indicano le migliori procedure di vendita.

Le bozze di una relazione tenuta dal Ministro all'assemblea annuale dell'associazione bancaria pongono in relazione tanto i mutamenti strutturali che hanno interessato il sistema finanziario del paese, quanto le politiche di stabilizzazione fiscale, con la politica di privatizzazioni. Si esaminano i passi necessari a garantire che l'evoluzione recente dei mercati mobiliari sia sufficiente a permetterne una rapida espansione, come è necessario ove si intenda offrire ai risparmiatori per il tramite di tali mercati ingenti quantità di titoli azionari; si sottolinea che non è lecito ritenere che l'introduzione dei fondi pensione possa avere effetti taumaturgici, poiché al loro sviluppo rischia di contrapporsi, data la perdurante elevatissima delle erogazioni, un maggior sbilancio del sistema previdenziale pubblico. La connessione con la finanza pubblica viene dal lato della domanda di azioni, che sarà sufficiente solo a condizione che una maggior quota di risparmio possa essere distolta dall'impiego in titoli pubblici.

Un lavoro preliminare per il Libro Verde del Tesoro sulle privatizzazioni analizza le connessioni tra queste ed il regime di attività in

cui operano le imprese pubbliche. Si sostiene che la liberalizzazione del regime di attività nel senso della promozione di un maggior grado di competizione di mercato è per un verso coerente con le finalità ultime delle privatizzazioni, le quali mirano ad aumentare l'efficienza del sistema industriale nel suo complesso, ed è per altro verso necessario per poter procedere con successo alla vendita di molte imprese. Molte delle protezioni di cui le imprese pubbliche godono per via di speciali regolamenti, di nicchie di domanda garantita o di regimi di concessione, sarebbero smantellati in seguito al trasferimento della proprietà ai privati, alterando il regime di attività, i profitti futuri e il valore corrente della stessa impresa. Gli acquirenti richiedono allora che il regime di attività muti prima della vendita, per poterne valutare appieno gli effetti.

Un altro lavoro preliminare per il Libro Verde esamina le tecniche di vendita alle quali è possibile ricorrere per portare a termine le privatizzazioni, una volta compiuta la riorganizzazione e la valutazione delle imprese. Si sottolinea che la scelta della tecnica è strettamente legata all'obiettivo che si consegue con la vendita dell'impresa. Poiché gli obiettivi perseguibili sono numerosi — forte diffusione dell'azionariato, massimizzazione del ricavo, segnale al mercato di un orientamento politico non reversibile, concentrazione della struttura del mercato, ridotta dimensione della sottoquotazione iniziale, conseguimento di finalità di pubblico interesse non tramite il mantenimento in mano pubblica, ma la regolamentazione del regime di attività — anche la tecnica di vendita prescelta non è sempre la medesima.

IV.4 — SINTESI DEI LAVORI SULLA STRUTTURA DEI SISTEMI FINANZIARI.

Un progetto di ricerca sul grado di concorrenza nell'industria bancaria italiana propone di costruire un indicatore sintetico del grado di condivisione dei prestiti bancari. Le imprese ormai rivolgono la loro domanda di prestiti non ad una sola banca di fiducia ma ad una pluralità di enti creditizi. Ciò potrebbe determinare una attenuazione del loro potere contrattuale nei confronti dei prestatori e un aumento del grado di concorrenza tra di essi. Il passo preliminare da compiere è di costruire un indicatore della misura di tale effetto, che non è immediatamente disponibile sulla base delle informazioni pubblicate dal servizio informazioni statistiche del credito della Banca d'Italia. Si propone in dettaglio una procedura atta a calcolare l'indicatore in questione.

Un altro progetto di ricerca traccia le linee essenziali di una ricerca empirica che consenta di verificare in che misura una maggiore efficienza del mercato bancario ne diminuisca la stabilità, intesa sia come andamento delle sofferenze sugli impieghi nel corso del ciclo, sia come numero medio di fallimenti bancari. Un punto essenziale è di distinguere tra effetti di breve periodo, successivi al mutamento strutturale, ed effetti di lungo periodo.

Un lavoro sul rischio macroeconomico e l'eccesso di « bancarizzazione » dell'economia elabora un modello teorico per studiare il

rapporto tra la struttura del mercato bancario e la conformazione delle fluttuazioni economiche. La tesi di fondo è che le fasi di depressione ciclica, aumentando le sofferenze sugli impieghi degli enti creditizi, possono indurre questi ultimi a optare per una restrizione dell'offerta di credito, che contribuisce ad accentuare la depressione ciclica e ad aumentare lo spread dei tassi interesse bancari. Si può assistere all'apparente paradosso di un aumento dei profitti bancari lordi in una fase di recessione economica, ottenuta contraendo il credito erogato a prenditori più rischiosi e meno remunerativi, e alla contrazione del volume di attività di molte grandi banche. Ciò implica che il sistema creditizio opera un trasferimento intergenerazionale all'indietro, dalle generazioni di nuovi imprenditori e imprese il cui reddito è decurtato dalla carenza di fondi atti a finanziare gli investimenti, alle generazioni di vecchi risparmiatori, i cui depositi bancari sono protetti dall'insolvenza (anche parziale).

Un lavoro studia alcuni elementi del processo di sindacazione nei mercati finanziari, ossia del processo di formazione di consorzi di intermediari che provvedono a fornire congiuntamente il credito o i servizi atti a consentire ad un'impresa di emettere obbligazioni. Si rileva che esistono analogie con il problema della ricerca e sviluppo, studiato in economia industriale. I frutti di un accordo iniziale comune possono portare a differenti benefici finali qualora il debitore necessiti di ulteriori finanziamenti prima della scadenza di quelli in essere. In previsione di questa eventualità e della distribuzione asimmetrica dei costi connessi, i membri del sindacato possono stabilire *ex ante* delle forme di compensazione differenziale per gli aderenti al sindacato.

IV.5 – SINTESI DEI LAVORI SU POLITICA FISCALE E INTEGRAZIONE ECONOMICA.

Un lavoro sulla tassazione dei redditi da capitale in un'economia integrata analizza le conseguenze della mobilità dei capitali e dell'integrazione finanziaria sull'autonomia effettiva del legislatore nazionale nella scelta delle aliquote delle imposte sui redditi da capitale. In assenza di restrizioni sulla circolazione dei capitali, infatti, i possessori di ricchezza patrimoniale, cambiandone a piacimento la denominazione valutaria, possono collocare l'origine dei redditi da capitale da essa derivanti in paesi lontani, che adottano politiche di imposizione meno severe se non permissive. L'applicazione del principio di residenza nella tassazione dei redditi da capitale, che permette di neutralizzare gli effetti fiscali della mobilità dei capitali, è ostacolata da varie difficoltà, che impediscono di sottoscrivere efficaci convenzioni fiscali multilaterali e di armonizzare la politica di fiscalità sui redditi da capitale.

Un lavoro su riequilibrio della finanza pubblica e Trattato di Maastricht analizza la compatibilità di lungo periodo tra le precondizioni di natura fiscale che i paesi devono soddisfare per aderire alla fase tre. Si argomenta che nel lungo periodo, per dati valori del tasso di interesse reale, del tasso di crescita e del debito iniziale, non è in

generale facile soddisfare simultaneamente entrambi i requisiti; in genere, è possibile rispettarne uno, a scapito dell'altro. Delle simulazioni di un modello strutturale condotte per valori plausibili delle variabili esogene mostrano che il requisito sul fabbisogno è il più difficile da soddisfare. Un'ulteriore difficoltà è posta dalla progressiva armonizzazione fiscale europea, che riduce ancora il numero degli strumenti di bilancio manovrabili per soddisfare le precondizioni del Trattato.

Un lavoro analizza le indicazioni essenziali contenute nel Rapporto Ruding sulla tassazione dei profitti d'impresa in un'economia aperta, che studia comparativamente i regimi fiscali per valutare il grado di discriminazione fiscale al quale sono soggetti gli investimenti diretti dall'estero. Il lavoro esamina le conseguenze del differenziale di tassazione sia sull'ampiezza dei flussi di investimenti diretti, sia sui portafogli finanziari internazionali, sia sugli incentivi all'ubicazione della sede sociale e delle filiali delle imprese multinazionali, sia sulle tecniche contabili di elusione fiscale, nonché le tendenze ad una attenuazione della discriminazione nel tempo e le ragioni che ostano al raggiungimento di un accordo di armonizzazione fiscale che abolisca la discriminazione fiscale sui nonresidenti.

IV.6 – SINTESI DEI LAVORI SULLA POLITICA DI GESTIONE DEL DEBITO.

Un lavoro sul trattamento fiscale degli enti sovranazionali ha preparato la riforma del trattamento fiscale delle emissioni del Tesoro sui mercati internazionali. Con questa riforma si è eliminata una distorsione che permetteva agli enti sovranazionali di emettere obbligazioni esenti ai residenti italiani, e che ha gonfiato sproporzionatamente la quota dei portafogli italiani di emissioni da parte di enti sovranazionali.

Alcuni studi e appunti hanno esaminato la ritenuta sui titoli pubblici e il problema del meccanismo del rimborso della ritenuta ai non residenti. Si è stabilito che, di per sé, la mera esistenza di un'imposta gravante sui titoli di Stato non è un ostacolo ad una loro maggior diffusione presso gli investitori esteri. D'altronde, i tempi lunghissimi e variabili, quindi incerti, con i quali i non residenti riescono ad ottenere il rimborso delle cifre trattenute a titolo d'imposta, sono essi sì un forte ostacolo ad una maggiore diffusione all'estero dei nostri titoli. Si procede quindi a suggerire alcune soluzioni per snellire radicalmente le procedure del rimborso.

Alcuni studi e note di lavoro affrontano i problemi connessi ad un allargamento della quota di debito pubblico emessa all'estero in valuta estera ai fini della riduzione del costo medio del debito; e quelli relativi all'organizzazione della sequenza delle emissioni della Repubblica in una fase nella quale essa era stata a lungo assente dai mercati esteri e in cui aveva già annunciato il ricorso ad un prestito della CEE condizionato al raggiungimento di stringenti obiettivi di bilancio.

Un lavoro sul meccanismo di emissione discute in via del tutto astratta della possibilità di intraprendere in futuro politiche di emis-

sione volte a modificare la composizione per tipologia di titolo dello stock di debito in essere con opportune strategie di emissione. Emettere titoli a fronte di altri in scadenza o di nuovo fabbisogno pubblico è la procedura abituale, ma in principio esiste anche la possibilità di emetterne per offrirli in cambio di altri già in essere; con tale politica si otterrebbe il risultato di rendere il costo medio del debito più sensibile al costo marginale, anche in assenza di quote rilevanti di debito con interesse indicizzato (CCT e simili). Si esaminano forme alternative di organizzazione del concambio.

Un lavoro sulla disponibilità del Tesoro presso la Banca d'Italia esplora le modalità da seguire per abolire il tradizionale conto corrente presso la Banca d'Italia, dal quale il Tesoro trae base monetaria a finanziamento dei disavanzi entro limiti stabiliti per legge, creando al tempo stesso un nuovo conto sul quale creare un fondo disponibile ad assorbire le variazioni delle necessità di cassa del Tesoro in corso d'anno. Si studia il modo per rendere trascurabili i costi per il Tesoro, la Banca d'Italia e il sistema bancario derivanti dalla cennata trasformazione.

Una relazione esamina le linee principali di evoluzione della politica recente in materia di gestione del debito pubblico. Le maggiori difficoltà recenti sono rintracciate nella turbolenza valutaria, prima incipiente e poi in atto, che ha caratterizzato i mercati finanziari internazionali in corso d'anno, rendendo assai forti le oscillazioni dei tassi di interesse e delle domande di attività finanziarie. Ciò ha limitato le possibilità della Repubblica sia di seguire politiche di emissione di titoli indicizzati in valuta, poiché ciò avrebbe accollato all'emittente un rischio eccessivo, sia di ricorrere direttamente al mercato estero in ragione degli aumentati premi al rischio. La struttura attuale del debito pubblico italiano consiglia un graduale mutamento verso una maggiore quota di tasso fisso, che l'estero valuta con facilità e dunque assorbe in quantità maggiore, e verso una maggiore quota di debito estero.