6

SEDUTA DI MERCOLEDÌ 18 GENNAIO 1984

PRESIDENZA DEL PRESIDENTE **GIORGIO RUFFOLO**

PAGINA BIANCA

La seduta comincia alle 9,30.

CARLO MEROLLI, *Segretario*, legge il processo verbale della seduta precedente.

(*È approvato*).

AUDIZIONE DEL PROFESSORE PAOLO BAFFI, GOVERNATORE ONORARIO DELLA BANCA D'ITALIA.

PRESIDENTE. Do il benvenuto al professor Paolo Baffi, Governatore Onorario della Banca d'Italia, che gentilmente ha accettato l'invito della Commissione a partecipare ai lavori che essa svolge nell'ambito della indagine conoscitiva sui problemi della CONSOB.

Avverto i colleghi che le tavole predisposte dal professor Baffi, a corredo dell'audizione, testé distribuite, saranno pubblicate in allegato allo stenografico della seduta odierna. Non mi resta che ringraziare ancora il nostro ospite e gli cedo subito la parola.

PAOLO BAFFI. Signor Presidente, onorevoli membri della Commissione, vorrei premettere che nel maggio del 1977 sono stato ascoltato, insieme con l'allora ministro del tesoro, nel corso dell'indagine conoscitiva sul funzionamento delle borse valori in Italia svolta dalla Commissione finanze e tesoro del Senato. In omaggio a quella che ritengo essere una desiderabile continuità tra i lavori di successive legislature, userò come punto di attacco della mia esposizione odierna quella che feci allora e le domande che ne seguirono, nonché i contenuti di alcune audizioni che si ebbero quella volta, tra cui una di particolare rilievo del mio predecessore nella carica di governatore, dottor Carli.

Delle testimonianze raccolte nel corso dell'attuale indagine sono solo parzialmente informato. Ho letto i testi sottoposti da due autorevoli esponenti della borsa di Milano; ritengo che essi offrano una rappresentazione acuta e veritiera, cioè non inficiata da interessi corporativi, dello stato e dei problemi della nostra borsa.

Devo dire con rammarico che invece non sono affatto veritiere le asserzioni dell'ex presidente della CONSOB, Miconi, secondo cui egli ebbe a rilevare un difetto di collaborazione della Banca d'Italia. Non ricordo un solo episodio che possa fornire una qualche parvenza di legittimità a questo giudizio, e nessuno ne è emerso dalle verifiche che ho compiuto presso altre persone responsabili; al contrario, sono emersi casi di collaborazione generosa, soprattutto nella fase iniziale di organizzazione della CONSOB, mediante prestito di uomini, elaboratori, procedure e così via.

La rilettura delle carte della precedente indagine consente di apprezzare i passi che negli ultimi anni (dal 1976-1977 ad oggi) sono stati compiuti nel dare soluzione ad alcuni almeno dei problemi che vennero allora prospettati dagli interrogati e dagli stessi membri della Commissione, ed aiuta a confrontare i termini in cui si ponevano allora e si pongono oggi quelli che restano aperti.

La valutazione complessiva che traggo da questa riconsiderazione è che sul piano della regolazione dei mercati finanziari sono stati compiuti notevoli progressi, ai quali peraltro non ha fatto adeguato riscontro un miglioramento del processo di allocazione delle risorse che si attua attraverso l'intermediazione finanziaria.

Tra i progressi del quadro legislativo, istituzionale e delle forme di mercato – mi scuso se menziono loro queste cose, che senz'altro conoscono meglio di me – ricorderò l'introduzione dei fondi d'investimento mobiliare di diritto italiano, la concessione del credito d'imposta sui dividendi, che elimina la doppia tassazione del capitale di rischio, le norme sulla ristrutturazione finanziaria e la riconversione

delle imprese, la nuova configurazione degli aiuti finanziari all'investimento (che riduce il peso del credito agevolato), l'inizio di armonizzazione degli istituti giuridici e dei controlli amministrativi con gli altri paesi della CEE, gli accordi internazionali per lo scambio di informazioni tra gli organi di vigilanza bancaria, la costituzione della Montetitoli, quella dell'ISVAP, l'introduzione di titoli con indicizzazione finanziaria e reale, lo sviluppo del mercato monetario, l'eliminazione del vincolo di portafoglio e dei massimali sui crediti bancari.

Possiamo ben dire che tra l'indagine precedente e l'attuale si è realizzato un più razionale assetto dei controlli, si è arricchita la dotazione di strumenti finanziari, si è concesso qualche maggior grado di libertà nell'orientamento dei flussi di credito. Questa evoluzione non ha però né accresciuto l'afflusso di capitale di rischio alle imprese, né conferito spessore e stabilità al mercato borsistico nel suo comparto azionario.

Riferisco il discorso a questo comparto essenzialmente per due ragioni: la prima, che le banche, mentre possono tenere in portafoglio azioni solo per il *trading*, sono istituzionalmente grandi detentrici di titoli di Stato ed obbligazionari. Ne segue che il grosso degli scambi di questi titoli si svolge tra di esse e con la loro clientela, ed è del tutto irrealistico pensare di farlo passare attraverso la borsa. La seconda, che le variazioni dei corsi del reddito fisso riflettono quelle del tasso nominale d'interesse, che sono a loro volta generate essenzialmente dal tasso d'inflazione e dall'entità del fabbisogno di finanziamento del settore pubblico, per cui il grado di funzionalità delle borse ha ben scarsa rilevanza per le fluttuazioni dei tassi e dei corsi in questo comparto.

La maggiore variabilità dei corsi delle azioni nelle borse italiane è documentata nella prima tavola, la 1, compresa nel fascicoletto che viene ora distribuito.

Il fascicolo consiste di otto tavole numerate. Vorrei aiutarvi nella lettura cominciando da questa prima tavola, la quale si divide in quattro prospetti. I due in alto sono relativi ai coefficienti di variabilità degli indici azionari, in valori percentuali: in quello di sinistra la variabilità è calcolata sugli indici in moneta corrente, in quello di destra sugli indici in moneta costante (cioè corretti per l'inflazione). Si tratta di indici calcolati con i dovuti accorgimenti metodologici, nel senso che essi tengono conto delle operazioni avvenute sui titoli, quali gli aumenti di capitale, gratuiti ed a pagamento, i frazionamenti, i raggruppamenti, ecc. Da questi prospetti sono state ricavate due graduatorie dei paesi in ordine decrescente di variabilità degli indici. La tavola è costruita per medie pluriennali, ma i coefficienti di variabilità sono calcolati tenendo presenti le variazioni di mese in mese; ad esempio per un periodo quinquennale saranno sessanta i dati usati nel calcolo dei coefficienti. Il prospetto inferiore sinistro indica che la variabilità degli indici in moneta corrente non è stata, nella borsa italiana, particolarmente pronunciata; i nostri indici assumono nei tre periodi valori inferiori a quelli della maggior parte degli altri paesi. Questo dipende in parte dall'esser la variabilità calcolata sugli scostamenti dei singoli dati dalla media generale del periodo, cosicché se in un paese gli indici manifestano un movimento ascendente o discendente, anche se costante, esso accresce l'indice di variabilità rispetto ad altro paese in cui gli indici oscillino, per ipotesi, intorno ad una media stazionaria. Per togliere di mezzo questa influenza spuria, e meglio valutare quanto sia stabile una borsa, conviene riferirsi alla graduatoria presentata nel prospetto inferiore destro, che è costruito sugli indici deflazionati; allora si vede che la variabilità è stata assai grande in Italia. L'Italia infatti si classifica come il paese che ha nell'insieme la massima variabilità: una volta prima, due volte seconda.

Questa grande variabilità nel tempo dell'indice deflazionato accresce naturalmente il rischio dell'investimento, il cui risultato viene a dipendere in notevole misura dalla scelta dei tempi di entrata

e di uscita. Poiché la variabilità è riferita all'indice generale dei corsi di borsa, essa rispecchia la sorte media degli investitori o quella di un investitore che avesse inserito nel suo giardinetto tutti i titoli quotati, nelle stesse proporzioni in cui essi sono rappresentati nell'indice.

A questo primo rischio se ne aggiunge un secondo per l'investitore che scelga solo uno o pochi titoli, ossia quello che il loro andamento resti al di sotto di quello medio generale. Anche il coefficiente di rischio inerente a tale scelta è stato in Italia, nella esperienza degli anni settanta e di questo principio degli anni ottanta, molto elevato, a causa dell'estrema variabilità di andamenti che si è avuta tra titolo e titolo. La tavola 2 offre una idea della quasi incredibile, progressiva apertura del ventaglio dei corsi che si è osservata in questi ultimi tredici anni. In questa tavola sono presentati gli indici dei corsi delle azioni di una ventina di grandi società, con base 1970. Quando ho parlato di apertura quasi incredibile del ventaglio degli indici, mi riferivo al fatto che la migliore di queste società, le Assicurazioni Generali, ha visto aumentare il suo indice da 100 nel 1970 a 728 nel 1982; mentre la FINSIDER ha visto scendere il suo da 100 a 6. In sostanza, la sorte dell'investitore in azioni delle Assicurazioni Generali è stata oltre 100 volte più favorevole di quella dell'investitore in titoli FINSIDER; e questo guardando ai valori non depurati dalla componente inflazionistica.

L'indice dei corsi azionari deflazionato con quello dei prezzi all'ingrosso (presentato nella parte inferiore di questa stessa tavola 2), mostra che la sorte dell'investitore è stata nella quasi generalità dei casi sfavorevole; solo i primi due titoli hanno superato il livello iniziale; tutti gli altri non lo hanno nemmeno mantenuto; nei casi peggiori, della Montedison e della FINSIDER, gli investitori hanno perso il 98-99 per cento del loro capitale.

Ho illustrato due rischi connessi con la variabilità dei corsi nel tempo, prima con riferimento all'indice generale, poi con riguardo alla scelta del titolo. Se vogliamo ora rappresentarci la sorte media e comparativa nel tempo lungo di chi abbia investito in azioni italiane, possiamo usare la tavola 3 che presenta dati comparativi per sedici paesi. L'Italia è terzultima nell'indice non deflazionato; è penultima, ma di fatto ultima *ex aequo* con la Spagna, in quello deflazionato con l'indice dei prezzi all'ingrosso, che da 100 nell'anno base scende a 15 nel 1982.

Abbiamo avuto dunque conferma dell'alto rischio e dell'insoddisfacente risultato economico dell'investimento azionario, derivanti dall'alta instabilità dei corsi, dalla grande ampiezza del ventaglio dei corsi dei singoli titoli e dal non mantenimento del potere d'acquisto nel lungo periodo. Da questi indici generali risulta che l'investitore del 1970 ha perso in media circa l'85 per cento del valore del suo investimento.

Se la sorte toccata all'investitore italiano si confronta con quella dell'investitore del paese primo classificato, il Giappone, si vede che essa è stata dieci volte peggiore, perché all'indice italiano di 15 se ne contrappone uno di 157 per il Giappone.

Si potrebbe obiettare che l'indice del corso non basta a definire la sorte dell'investimento perché non tiene conto del fatto che lungo il periodo il nostro investitore ha incassato dei dividendi. Sappiamo tutti che nel caso italiano questi dividendi sono stati molto contenuti; ma indubbiamente per conoscere il risultato dell'investimento occorre presentare anche un altro tipo di calcolo, quello del rendimento reale dell'investimento calcolato per raffronto tra il montante accumulato nel corso di un periodo reinvestendo i frutti, cioè gli interessi o i dividendi percepiti, e l'investimento iniziale. Questo calcolo è presentato nella tavola 4, che è corredata di una nota metodologica. Il calcolo è stato fatto a regola d'arte da persone esperte; la metodologia è esposta più ampiamente nel Bollettino della Banca d'Italia cui la tavola rinvia. Esso è estremamente sintetico (non ho voluto affliggervi con un eccesso di dati) ma sufficiente al confronto tra la sorte dell'investitore in

titoli di Stato a cedola fissa, quella dell'investitore in azioni e quella dell'investitore in depositi bancari.

Se ne trae che per l'investitore in azioni il rendimento reale è stato molto buono nel primo decennio (1954-1963), quando ha raggiunto il 13 per cento; ma è diventato negativo nel secondo (meno 2 nel periodo 1964-1973) e precipitato a meno 10 per cento nel terzo (1974-1983). La sorte dell'investitore in azioni è stata, in questo terzo decennio, altrettanto sfavorevole quanto quella dell'investitore in titoli di Stato a cedola fissa, che ha perso ugualmente il 10 per cento. Si è avuta dunque mediamente una perdita di capitale pari a un decimo del valore residuo ad inizio d'anno (cioè pari ogni anno alla differenza tra due termini contigui di una progressione geometrica di ragione 0,9); perdita anche maggiore di quella subìta dall'investitore in depositi bancari.

Se si tiene conto dei risultati emersi dal calcolo che sono venuto illustrando non si può essere sorpresi del modesto contributo che il capitale di rischio ha dato al finanziamento delle imprese. È, questo del finanziamento delle imprese, un problema su cui non mi dilungo perché abbondantemente illustrato sia dalla precedente indagine sia in dottrina, oltre che – ne sono sicuro – da chi mi ha preceduto in questa tornata di audizioni. Si può dire che io vengo di rincalzo, con una documentazione statistica e forse con qualche idea che immagino non sia già stata esposta.

In quest'ottica presento la successiva tavola 5, che analizza le fonti di finanziamento dell'investimento lordo (compreso quindi anche l'ammortamento). Le tavole 6 e 7 analizzano per fonti, in termini assoluti e percentuali, il finanziamento esterno. Nella cifra 100, che compare nella quinta colonna della tavola 5, l'ammortamento, se ci riferiamo all'ultimo anno considerato (il 1981) entra per il 50 per cento e il capitale di rischio per il 13 per cento. Nella colonna del capitale di rischio, le variazioni nel tempo fanno notare una certa flessione nella prima metà degli anni settanta ed una modesta ripresa nella seconda. Si può però dire che complessivamente vi è una stabilità nel lungo periodo attorno a questi bassi valori. Per cui, in questi diciotto anni, il capitale di rischio ha fornito grosso modo solo un dieci per cento del finanziamento degli investimenti lordi: 11,7 nel 1963-69, 8,6 nella prima metà degli anni settanta e, con una lieve risalita, 10,3 nella seconda.

Il totale della colonna 5 comprende tutte le forme di finanziamento; i finanziamenti marginali esclusi sono indicati nella colonna 6. Si tratta di debiti verso i fornitori e altre voci indicate in nota, che non alterano il quadro complessivo delle fonti della finanza d'impresa: quadro assai deludente, sia in se medesimo sia nel confronto con gli altri paesi.

Per migliorarlo in modo sostanziale, occorre probabilmente un insieme di azioni che richiedono del tempo, collocabili a tre livelli di generalità, che sono, in ordine discendente: il livello della condotta economica generale, il livello della ripartizione e dell'orientamento dei flussi monetari, il livello dell'organizzazione del mercato borsistico.

Limiti di conoscenza e di tempo mi impongono di procedere massimamente per accenni e di non indugiare su osservazioni che so o immagino essere già state da loro ascoltate nel corso della presente indagine o che siano già state svolte nella precedente.

Al primo livello appartiene la ricostruzione di margini di profitto che consentano la remunerazione del capitale di rischio. La crisi della borsa è stata analizzata assai bene, in questa luce di crisi del capitale di rischio, nella ricordata audizione di Carli e nel documento finale, veramente pregevole, della precedente indagine.

Al secondo livello, della ripartizione dei flussi di risparmio, credo che esista ormai un generale consenso circa la prioritaria esigenza di porre termine al progressivo spiazzamento dell'economia da parte dello Stato o, più generalmente, del settore pubblico.

Il fascicoletto di tavole che ho distribuito ne comprende una, l'ultima, sulla quale invito ad una particolare riflessio-

ne, perché mostra l'innalzamento che si è avuto durante gli ultimi 13 anni nel rapporto del debito pubblico al prodotto nazionale: si va da un 46 per cento del 1970 (e già questo era un livello assai alto rispetto a quello di 20 anni prima) ad un 83 per cento del 1983.

Se si guarda poi alla colonna di destra, che rapporta il complesso delle attività finanziarie del settore privato al prodotto nazionale lordo, si vede che il valore di tale rapporto è salito da 1.07 a 1.28, con una crescita meno rapida di quella del debito pubblico, isolatamente presa, ma sempre molto considerevole. Inoltre, il confronto orizzontale fra la prima e la seconda colonna dimostra che il debito pubblico come parte delle attività finanziarie è aumentato da due quinti (46 su 107) a circa due terzi (83 su 128). I dati assoluti dell'ultimo anno sono riportati in calce alla tabella.

L'andamento di questi rapporti indica che ci stiamo avvicinando ad un punto critico sotto vari profili. Una situazione di grave disavanzo ha costretto a sollecitare l'afflusso di fondi al settore pubblico, con vincoli amministrativi e soprattutto con l'innalzamento dei tassi d'interesse. È stato innescato un circolo vizioso di disavanzi crescenti per l'onere degli interessi passivi: è stata ridotta la disponibilità del credito per l'economia e ne è stato innalzato il costo: la legittimazione etico-politica di queste azioni si è affievolita, procedendo esse dal dissesto finanziario di quello stesso Stato che impone vinvoli e costi aggiuntivi all'economia.

Sul piano tecnico è possibile che si affievolisca anche la disposizione del pubblico ad accrescere ancora il rapporto tra il proprio portafoglio di attività finanziarie ed il reddito: l'attuale 1,28 è un valore molto elevato anche nei confronti internazionali. Il flusso di fondi che lo Stato lascia disponibile per l'economia comprende il rivolo che si dirige alla borsa, sia con l'acquisto di azioni, sia con il finanziamento alle operazioni di borsa.

È con riguardo a questo rivolo che si tocca il terzo livello di analisi: le tecniche di mercato. Le variazioni del volume di credito alle operazioni di borsa possono annoverarsi tra i fattori della lamentata instabilità dei corsi. È auspicabile che, su questo terreno, si sviluppi nel tempo una collaborazione tra la Banca d'Italia e la Consob, analoga a quella che vige negli Stati Uniti tra il Sistema della Riserva federale e la SEC. In una pubblicazione ufficiale della SEC leggo: « Il Securities Exchange Act del 1934 autorizza il Board of Governors del Federal Reserve System a porre limiti al volume di credito che può essere concesso per l'acquisto di titoli o il loro mantenimento in portafoglio. L'obiettivo di queste norme è di evitare un uso eccessivo del credito sui mercati dei valori. Le restrizioni a queste forme di credito sono fissate dal Federal Reserve Board: la loro osservanza è responsabilità della SEC ».

Gli articoli 32 e 33 della legge bancaria conferiscono al Comitato interministeriale per il credito ed il risparmio (CICR) e alla Banca d'Italia il potere di limitare determinate forme di impiego.

Queste facoltà potrebbero venire esercitate anche da noi nei riguardi del credito alla borsa in fase di eccessiva accensione speculativa, ed usate in modo coordinato con disposizioni come quelle sul deposito obbligatorio che, dalla stampa di stamane, apprendo essere state ritoccate dalla Consob. Il potere derivante dagli articoli 32 e 33 in passato non è mai stato usato nei riguardi del credito alla borsa perché le condizioni di questa sono state quelle depresse che manifestano gli indici e perché si tratta di un potere il cui uso risulterebbe necessariamente asimmetrico, cioè solo di senso restrittivo. È infatti difficilmente concepibile la statuizione di limiti inferiori o *planchers*, per il credito bancario alla borsa, di natura analoga all'obbligo d'investimento in titoli o vincolo di portafoglio. Nel corso della mia audizione del maggio 1977, il senatore Grassini aveva formulato un'idea del genere, di obbligo d'investimento azionario, riferita a singoli depositanti invece che a singole banche, che ritengo poco realistica. Pur accettando che l'applicazione possa essere solo nel senso opposto,

quello della restrizione, ho voluto accennare ad una possibile azione coordinata di regolazione del flusso di credito al mercato della borsa, perché è mia opinione che l'intervento delle autorità sui flussi del credito debba svolgersi su un piano più vicino alla macroeconomia che non alla microeconomia, se si vuole conciliare un massimo di ordine con un massimo di libertà, cioè che si debba tendere a regolare la dimensione totale di un flusso, piuttosto che esercitarsi nella concessione di autorizzazioni e licenze per singole operazioni. Purtroppo avviene che, anche quando concettualmente si sia scelto di dimensionare un flusso globale, nella pratica amministrativa il risultato viene perseguito procedendo per via di riparti interni che introducono una serie di effetti distorsivi, cioè passando di nuovo da una regolazione di tipo macroeconomico ad altra di tipo microeconomico. Ad esempio, con il massimale del credito si cerca di limitare il credito totale interno, ma esso viene applicato alle singole banche, con una prima segmentazione (alla quale il mercato ha cercato di sfuggire sviluppando le accettazioni bancarie che, alla banca che non avesse una domanda di credito sufficiente a saturare il proprio massimale, consentono di comprare accettazioni di altre banche). Le banche a loro volta suddividono il proprio massimale tra singoli clienti, il che non ha nessun senso dal punto di vista della regolamentazione globale.

Chiuderò la mia esposizione con poche parole sul piano delle tecniche delle operazioni di borsa, argomento intorno al quale non ritengo di poter aggiungere gran che alle osservazioni già svolte in questa sede dagli stessi operatori. Nei giorni scorsi ho preso contatto con alcuni esponenti della categoria, valendomi dei rapporti professionali e di amicizia stabiliti in decenni di lavoro e responsabilità. Ho rilevato una sensibile concordanza di vedute su alcuni punti che certamente sono stati qui illustrati e che richiamerò brevemente. Si auspica da parte di tutti un arricchimento ed una pulizia del listino; si auspica lo sviluppo delle operazioni per contanti, come mezzo atto ad attenuare la carica speculativa, ma si afferma anche che la nominatività lo impedisce perché non consente la pronta consegna dei titoli; si auspica di rendere completamente operativo il Montetitoli, al limite sancendo l'obbligatorietà di associazione; si suggerisce l'accentramento delle contrattazioni in borsa per le azioni; si auspica l'integrazione della borsa in un mercato nazionale sia pure articolato su luoghi distinti (*market places*) purché venga unificato il processo di formazione dei prezzi, conseguibile con i collegamenti elettronici in tempo reale. A questo riguardo, generalmente ci si riferisce all'esempio di New York, ma credo che anche a Francoforte sia in atto una procedura del genere, in cui le controparti sono ricercate direttamente dall'elaboratore. Si lamentano disfunzioni del mercato ristretto e si indicano vari rimedi, dalle quotazioni più frequenti (queste avvengono ora una sola volta la settimana) all'inibizione per l'esercente la commissione di negoziare il proprio titolo. Si ritiene opportuno disciplinare i titoli atipici, avvicinando il sistema di controllo su di essi a quello sulle obbligazioni, il quale a sua volta dovrebbe essere alquanto semplificato.

E qui vorrei concludere con un'osservazione finale: perché siamo qui riuniti? Perché alla borsa si assegna tanta importanza da provocare una nostra riunione a non lunga distanza da una precedente indagine, in una sede autorevole come questa? La dottrina è divisa sulle funzioni della borsa e sulla sua capacità di assicurare una razionale allocazione delle risorse. Nella precedente audizione si è avuta una presentazione polemica del professor Caffé, che vale la pena di rileggere: egli si rifaceva soprattutto alle conclusioni di Baumol; sono molti tuttavia a ritenere che tutta la storia passata di un titolo non consenta di prevedere come esso sarà quotato in borsa nel prossimo futuro, a distanza di un anno o due; né l'esame che si può compiere *ex post* delle quotazioni che la borsa faceva in passato di un certo titolo giustifica la conclusione che la borsa sia stata capace di prevedere

la futura capacità reddituale di quel titolo. Quindi l'una e l'altra verifica indurrebbero a dire che le quotazioni di borsa sono *random walks,* ossia delle passeggiate a caso regolate dalla curva degli errori piuttosto che dalla conoscenza del passato o dalla capacità di previsione del futuro. Se così è, la borsa non ha assolto in modo soddisfacente alla funzione di allocazione delle risorse. A mio avviso, non è questa una ragione sufficiente per rinunziare al tentativo di migliorarne il funzionamento, anche perché non si conosce un qualche meccanismo alternativo più efficiente. La situazione potrebbe migliorare con l'arrivo degli investitori istituzionali. È bensì vero che la relazione finale sull'indagine precedente è scettica al riguardo, e manifesta l'avviso che anche gli investitori istituzionali obbediscano a comportamenti imitativi; tuttavia essi daranno maggior spessore e con ciò maggiore stabilità ad un mercato ora troppo povero.

Una borsa meglio funzionante potrebbe assumere funzione di guida nell'indirizzo dei flussi del credito bancario, che verrebbe erogato con maggior riguardo al rapporto tra capitale di debito e capitale di rischio (*leverage*). Oggi, stranamente, la legge impone un *leverage* molto stretto per l'emissione di obbligazioni (uno a uno) mentre è libero il ricorso al credito bancario: quindi la forma più instabile del credito non è regolata, mentre quella obbligazionaria, cioè la più stabile, è eccessivamente costretta. Ma il concetto di *leverage* diverrebbe applicabile alla pratica operativa bancaria più di quanto lo sia ora soltanto ove l'effettiva provvista di capitale di rischio nella borsa riuscisse ad arricchirsi.

PRESIDENTE. Ringrazio il professor Baffi per la sua esauriente relazione ed invito i colleghi a porre le loro domande al nostro ospite.

VINCENZO VISCO. Ringrazio innanzitutto il professor Baffi per essere intervenuto ai lavori della nostra Commissione. Ho particolarmente apprezzato il suo intervento, incentrato soprattutto su elementi di teoria economica.

Vorrei porre al nostro autorevole ospite alcune domande in relazione sia alla sua introduzione, sia al problema specifico della CONSOB. La prima questione riguarda una sua affermazione, professor Baffi, secondo la quale sarebbe illusoria la possibilità di accentrare in borsa tutte le contrattazioni che oggi avvengono nelle banche. Questo è stato un *leit-motiv* in numerose audizioni e, a quanto sembra, anche il professor Baffi condivide questa impostazione. Vorrei poi avere alcuni chiarimenti in ordine all'eventuale effetto che si avrebbe sui prezzi se la borsa concentrasse tutte le contrattazioni.

Un'altra domanda che vorrei porre riguarda la valutazione dei dati che ella ci ha fornito. Da cosa dipende l'andamento abbastanza deludente dei corsi azionari in tutti i paesi, soprattutto negli ultimi 10-15 anni ? Vi sono varie teorie di interpretazione; per esempio Modigliani sostiene la tesi della illusione monetaria nella valutazione dei titoli da parte del pubblico, in quanto non si tiene conto della svalutazione del debito. Tutto ciò in una situazione di *leverage* molto alto assume una rilevante importanza ed ho paura che la situazione italiana abbia giocato un ruolo essenziale nell'andamento degli investimenti complessivi.

Un'altra teoria sottolinea la possibilità che le prospettive di rendimento reale siano venute meno e su questa questione desidererei conoscere l'opinione del professor Baffi.

Vi sono infine altre tre questioni che intendo sottoporre all'attenzione del nostro ospite. La prima riguarda la figura degli investitori istituzionali. Abbiamo inteso il professor Baffi dare un giudizio positivo su questa figura; personalmente nutro qualche perplessità, soprattutto considerando l'esperienza non molto felice maturata in altri paesi, quale l'Inghilterra. Soprattutto in questa nazione si sono infatti create distorsioni nella allocazione delle risorse instaurando una tendenza preferenziale nei confronti delle grandi

imprese ad elevato contenuto patrimoniale. Questo rischio – anche se nel nostro paese ciò non rappresenta per ora una concreta possibilità – potrebbe anche coinvolgerci. La seconda questione riguarda la possibilità di porre limiti all'indebitamento bancario; non ho compreso nella relazione svolta dal professor Baffi se egli intendesse sostenere l'opportunità di tale limite oppure si limitasse a constatare l'asimmetria del ricorso al capitale di debito.

L'ultima questione concerne la CONSOB. Abbiamo molto discusso – dati gli obiettivi che ci poniamo – sulla composizione ottimale di questo istituto, soprattutto per quanto riguarda la competenza dei suoi membri e l'organizzazione della struttura. Si è parlato di due ipotesi di lavoro: conferire a questo istituto tramite le nomine dei commissari, una connotazione imprenditoriale oppure notarile. Da ultimo è stata sollevata anche la questione se fissare l'incompatibilità, per certe categorie di persone e di professionisti, alla carica di membro della CONSOB.

ARMANDO SARTI. Innanzitutto desidero esprimere un ringraziamento per la esposizione limpidissima ed efficace offerta dal professor Baffi che certamente ha dato un notevole contributo di qualità a questa nostra indagine conoscitiva.

In sostanza credo che possa emergere un giudizio complessivo nel senso che ci troviamo di fronte ad un mercato ammalato, in una situazione strutturalmente insufficiente, rispetto alla quale la CONSOB non deve essere vittima anch'essa di questa situazione di crisi.

Infatti, mentre la borsa è il riflesso dell'economia, la CONSOB potrebbe autonomamente esercitare tutte le sue funzioni in modo efficace.

La prima domanda che vorrei porre è questa: ritiene che ci siano azioni che possono essere intraprese per l'allargamento del mercato? Infatti la sola garanzia di controllo non promuove di per sé l'allargamento.

La seconda domanda è relativa all'opportunità che anche le azioni delle banche siano quotate e se questo possa rappresentare un pericolo per una loro caduta di valore, così come si è verificato per il Banco Ambrosiano. Ci sono elementi per correggere questo pericolo latente? Ad esempio, il problema della capitalizzazione: come può essere resa più efficace?

La terza domanda che volevo porre si riferisce ai titoli atipici e più precisamente all'opportunità di regolamentare o meno questo settore.

La valutazione che alcuni fanno sull'opportunità che i fondi comuni siano autorizzati ad investire anche in titoli esteri come viene da lei considerata?

Come si può creare una struttura di vigilanza almeno sufficiente ed efficace, considerando che ora non lo è? Vi sono stati dei condizionamenti oggettivi, oltre ad alcuni soggettivi, all'azione della CONSOB? Alla luce della considerazione che la CONSOB era ed è una necessità come può essa configurarsi quale organismo indipendente?

Sotto questo profilo vorrei un giudizio sull'opportunità di dotare di personalità giuridica, cioè di autonomia totale la CONSOB, e in riferimento alla fisionomia desiderabile per i commissari, e sull'opportunità di un allargamento eventuale del numero dei componenti la Commissione.

Lei ha parlato dei rapporti precedenti Banca d'Italia e CONSOB e mi è sembrata questa sua valutazione confermata anche da altri interventi che si sono svolti in Commissione. A questo riguardo può essere ipotizzabile un maggior coordinamento esteso anche ad alcuni settori come ad esempio l'Ufficio italiano cambi? È possibile immaginare di creare una sorta di coordinamento?

La presenza del presidente della CONSOB nel Comitato interministeriale del credito potrebbe assicurare una maggiore autorevolezza, una maggiore autonomia e un maggior collegamento?

Nel suo intervento il professor Baffi ha affrontato la questione della concentrazione di tutte le negoziazioni nella borsa valori: la proposta di demandare la decisione finale sull'ammissione di un titolo

alla quotazione con provvedimento del Ministero del tesoro non rischia di creare altre forme di burocratizzazione e di ridurre quell'autonomia nell'azione della CONSOB che alcuni di noi ritengono molto importante?

PRESIDENTE. Il professor Baffi ha rilevato nella sua introduzione - questo è un argomento di politica economica molto acceso - la schiacciante pressione esercitata, per esigenze del settore pubblico, dai titoli di Stato sul mercato azionario e in genere sul mercato dei capitali.

È evidente che ciò è dovuto alla dilatazione patologica del disavanzo dello Stato, ma vorrei chiedere al professor Baffi in che misura la strategia di finanziamento del disavanzo può concorrere al superamento di questo stato di cose.

In questo senso mi pare che vi siano stati negli ultimi anni dei mutamenti di strategia nella scelta dei modi del finanziamento.

Ritiene che questo mutamento nella scelta strategica del finanziamento possa correggere questa situazione abnorme?

In che misura pensa che lo sviluppo dell'attività delle banche nei servizi collaterali - il cosiddetto parabancario - possa concorrere ad un arricchimento delle funzioni del mercato finanziario? In particolare, ritiene che l'evoluzione di questa attività, verso quelle che sono definite attività di tipo *merchant banking*, possa contribuire ad un arricchimento del mercato finanziario, ad una sua articolazione e ad un suo rafforzamento?

GUSTAVO MINERVINI. Innanzitutto rivolgo un sentito ringraziamento al professor Baffi per la sua esposizione, e chiedo scusa alla Commissione se le mie domande sono poste in ordine sparso e mancano quindi di organicità.

Prima domanda. Il professor Baffi pensa che le agevolazioni di carattere fiscale continuamente richieste - e talora concesse, come alla fine della scorsa legislatura - per quanto riguarda il capitale di rischio, siano effettivamente giovevoli? Mi riferisco, in particolare, ai livelli di intervento 1 e 2, di cui egli ha parlato.

La seconda domanda è in realtà una richiesta di conferma. Vorrei conoscere se ho inteso bene un'osservazione che il professor Baffi ha fatto, mi sembra, *en passant*; e cioè che esiste un problema di unificazione del controllo sui flussi finanziari. Attualmente abbiamo un controllo effettuato, in genere, sui flussi finanziari, per quanto riguarda i valori mobiliari, da parte della Banca d'Italia, in base alla legge sui fondi di investimento; e un controllo sull'emissione di azioni ed obbligazioni che superino l'ammontare di 5 miliardi, effettuato dal CIPE sentito il Ministero del tesoro e, se non erro, anche il Ministero dell'industria.

Ora, c'è una proposta di legge del collega Visco e mia che propone di unificare le sedi presso la Banca d'Italia, ed anche di rendere più funzionale il controllo. Per quanto riguarda azioni e obbligazioni, infatti, questa funzionalità non esiste, e il sistema si presta a censure di illegittimità costituzionale, vertendosi in tema di limitazione dell'iniziativa economica privata. Secondo l'articolo 41 della Costituzione, la materia è retta dalla riserva di legge, ancorché impropria; mentre attualmente, mancando ogni indicazione di princìpi e criteri direttivi, tutto è rimesso alla discrezionalità del Ministro.

Ho creduto di intendere un cenno favorevole in questo senso; vorrei avere conferma, perché noi presentatori di questa proposta di legge ne saremmo confortati.

La successiva questione è, per meglio dire, una glossa. Sono pienamente d'accordo sull'assurdità della differenziazione, che produce spiazzamento, tra la limitazione quantitativa della emissione di obbligazioni e la mancanza di ogni limitazione quantitativa all'accensione di debiti bancari e all'emissione di titoli atipici. Vorrei però notare che quella che va denunciata è la irrazionalità del limite all'emissione di obbligazioni. Da molti anni viene denunciata questa irrazionalità: la limitazione è correlata al capitale di rischio, senza tener conto della complessiva situazione della

società: per cui una società che abbia capitale di rischio 100, può emettere obbligazioni per 100, anche se poi ha 100 di debiti, proprio come una che di debiti non ne abbia affatto. Tale assurdità rende ingovernabile tutto il sistema. Sarei quindi contrario (ma credo lo sia anche il professor Baffi) a riprodurre in altri territori limitazioni analoghe a quelle previste per l'emissione delle obbligazioni. Occorre razionalizzare, ma non nel senso di estendere questo, di per sé irrazionale, limite quantitativo.

Vorrei concludere con due domande più attinenti alla nostra indagine (anche se tutte sono attinenti; ed infatti lo spunto ad esse è stato offerto dalle considerazioni contenute nell'intervento preliminare del professor Baffi).

La prima è questa. Giustamente il professor Baffi ha denunciato l'assoluta irrazionalità delle vicende dei mercati borsistici. Mi domando se una maggiore razionalità non potrebbe conseguire da una maggiore correttezza e da un più efficace controllo dei bilanci delle società per azioni. Voglio dire che quando è stata istituita la CONSOB il controllo sui bilanci delle società per azioni non è stato stabilito come fine a se stesso. La disciplina circa i bilanci, e la loro revisione e certificazione non è solo fine a se stessa, ma serve anche a permettere una migliore valutazione del mercato, e quindi maggiore razionalità nelle vicende borsistiche. Qual è l'opinione al riguardo del professor Baffi? Questo, che era uno degli obiettivi della legge del 1974, ha qualche possibilità di realizzazione, o si tratta di una aspirazione destinata a rimaner tale? Non lo chiedo solo per il piacere intellettuale – che esiste! – di una conversazione con il professor Baffi (i colleghi mi potrebbero dire che la potrei tenere altrove, e forse il professor Baffi me lo concederebbe cortesemente); ma lo chiedo perché, se fosse vera la risposta positiva, saremmo spinti a chiedere un migliore controllo delle società per azioni, migliori modelli di bilancio, migliori controlli sulla veridicità dei bilanci; se così non fosse, ne saremmo scoraggiati.

Ultimo punto. Il professor Baffi, a proposito del terzo livello di intervento, ha parlato di opportunità, o addirittura di necessità, di coordinamento tra Banca d'Italia e CONSOB. Questa mi pare una materia per noi piena di interesse. Mi piacerebbe se il professor Baffi riprendesse questo punto, meglio indicando i territori e le modalità di questo coordinamento.

FRANCESCO PIRO. Anch'io ringrazio il professor Baffi per la sua introduzione e per il materiale che cortesemente ha voluto illustrarci questa mattina.

La mia prima richiesta riguarda un punto già sollevato dal collega Minervini; e cioè i rapporti tra Banca d'Italia e CONSOB.

All'inizio della sua esposizione lei ha definito « non veritiere » le dichiarazioni di Miconi. Si tratta di una discussione iniziata quasi venti anni fa, quando si elaborò un primo progetto di riforma del diritto societario, redatto dalla commissione De Gregorio e che attribuiva alla Banca centrale la vigilanza sulla materia. Alla fine del 1973 fu presentata una ipotesi della commissione Marchetti: affidare ad organo *ad hoc* il controllo delle società e delle borse. Il problema è quello della competenza, dei limiti e delle funzioni, e soprattutto del collegamento tra le rispettive funzioni.

Mi domando se il professor Baffi non ritenga matura, anche per le nuove attività del settore bancario, una modifica della legge bancaria.

Mi domando anche se ritenga idonea l'attuale legislazione sui fondi comuni d'investimento, la legge 23 marzo 1983, n. 77.

Vorrei anche domandare se egli ritenga opportuno che le banche operino nel settore della revisione e certificazione dei bilanci. Ho già insistito altre volte su questo aspetto, perché vorrei fosse evitato il rischio dell'eccessivo collimare di interessi tra banche, società di revisione di cui le banche stesse sono azioniste, e società clienti.

Infine, vorrei un suo giudizio sulla remunerazione dei titoli pubblici. Da una recente statistica emerge che il nostro

paese è al terzo posto, dopo gli Stati Uniti e la Germania, quanto a remunerazione reale dei titoli pubblici. So bene che la questione rinvia alla dilatazione patologica della spesa e del *deficit*, pur tuttavia ci si chiede se gli attuali prezzi non siano superiori a quelli di equilibrio. Mi interesserebbe conoscerere la sua opinione in proposito.

VINCENZO BIANCHI DI LAVAGNA. Professor Baffi, quando lei è giunto al termine della sua esposizione mi sono chiesto cosa sarà di noi quando dovremo tirare le fila di questa indagine e cercare di ricondurre ad unità i vari stimoli che sul problema della CONSOB ci sono venuti ed in particolare quelli che lei ci ha offerto questa mattina.

Il nostro sistema affida alla CONSOB il compito di tutelare il risparmio attraverso l'informazione societaria, la trasparenza dei bilanci ed in particolare il controllo giuridico del funzionamento della borsa. Vorrei chiederle se, a suo modo di vedere, la tutela del risparmio realizzata attraverso questi strumenti possa essere rafforzata attribuendo ad una CONSOB che funzioni ulteriori poteri.

Ho parlato di una CONSOB che funzioni perché finora questo istituto ha incontrato le difficoltà che tutti conosciamo, ma, ripeto, se la CONSOB fosse – diciamo – a regime, nella pienezza della sua struttura e della sua guida, con i poteri attuali potrebbe realizzare pienamente la tutela del risparmio?

Un altro quesito che desidero porre riguarda i rapporti fra la CONSOB e, come dire, le autorità superiori o, se volete, il resto del sistema istituzionale.

La Commissione ha analizzato due ipotesi. Innanzitutto quella di una maggiore indipendenza. Si è parlato di personalità giuridica e fuori di qui si è fatto cenno al concetto di *authority*. Su questo punto sono molto perplesso. Non desidero in questa sede anticipare un giudizio perché su questo discuteremo e ci confronteremo, vorrei piuttosto esplorare un'altra ipotesi, quella di una CONSOB ricondotta, diciamo, dentro il sistema attuale. Nella situazione attuale, infatti, questo istituto non è né carne né pesce, non è né un organismo indipendente né istituzionalmente controllato e se dovessimo chiedere conto, in termini politici, del mancato funzionamento della CONSOB, non sapremmo a chi rivolgerci, a meno di inventarci un interlocutore responsabile.

La domanda è la seguente: una CONSOB ricondotta sotto l'alta sorveglianza del Tesoro o della Presidenza del Consiglio, potrebbe meglio operare in collegamento anche con gli altri organi (ad esempio la Banca d'Italia) tenendo conto che l'oggetto dell'azione di tutti questi organismi è uno solo, quello della regolamentazione del mercato finanziario e della tutela del risparmio, cioè, in termini generali, quello della politica economica del paese?

Un ulteriore quesito riguarda l'allargamento del mercato. Ci è stato ricordato che in questi anni al capitale di rischio sono state concesse tante opportunità (il credito di imposta, i fondi di investimento, le azioni di risparmio) nel tentativo, magari disorganico, di rendere appetibile l'accesso al capitale di rischio. L'obiettivo, però, non è stato raggiunto. Mi chiedo se non vi siano altri passi da compiere, considerato che si tratta di un aspetto fondamentale. Se il risparmio privato, infatti, non va al capitale delle imprese, ma ci va attraverso l'intermediazione bancaria, il sistema muore.

Mi chiedo se l'allargamento del mercato non potrebbe essere favorito dalla attribuzione di una qualche – non so quale – rilevanza fiscale alla certificazione dei bilanci. Quest'ultima ha un costo molto elevato e l'effetto della trasparenza è senz'altro importante, ma se ad esso se ne aggiungesse un altro, credo che questo servirebbe al sistema.

Mi chiedo inoltre se non valga la pena di riproporre il discorso delle azioni di risparmio inopinatamente interrotto, o almeno in parte interrotto da un recente provvedimento, a mio modo di vedere un po' frettoloso o non sufficientemente approfondito.

Un'altra questione è quella della mancanza di una cultura imprenditoriale. In

genere non ci si sente imprenditori se non si è anche padroni dell'azienda. Una delle ragioni per cui le imprese grandi e piccole non vanno in borsa è proprio il timore di allargare la propria composizione azionaria con la immissione di elementi che turbino la possibilità di gestione dell'azienda.

Se questa è la cultura imprenditoriale nel nostro paese – e così è – in attesa che essa evolva, mi chiedo se non sia il caso di affrontare il discorso alla radice, cioè prevedendo nella legislazione societaria una garanzia di controllo dell'azienda anche con un possesso azionario inferiore al 51 per cento.

Vengo infine alla *vexata quaestio* della concentrazione. Ci è stato detto che la concentrazione delle contrattazioni in borsa è un elemento fondamentale per la ripresa del mercato. Con altrettanta autorevolezza ci è stato detto che l'affermazione precedente costituisce una clamorosa sciocchezza e addirittura un fatto corporativo. Se fossimo in un tribunale, ricorreremmo al confronto tra i due testimoni. Non è questo il nostro caso e per questo vorrei pregarla, professor Baffi, di offrirci cortesemente un suo contributo più articolato rispetto a questo problema.

Le imprese e gli agenti di cambio ci dicono che la concentrazione è necessaria, il mondo bancario sostiene il contrario. Tutte e due queste categorie sono portatrici di un loro interesse « corporativo ». Il nostro problema è che non sappiamo a chi dare retta.

PAOLO EMILIO CIOFI DEGLI ATTI. Vorrei porre due brevi domande. La prima, che è già stata posta dal presidente, riguarda gli effetti di spiazzamento provocati dal debito pubblico sulla situazione complessiva del mercato dei capitali. La strategia che si sta seguendo in questi anni è quella di allungare la scadenza dei titoli di Stato. Vorrei domandare al professor Baffi se ritiene questa politica adeguata o se non siano possibili altre misure e quali.

La seconda domanda riguarda più specificamente la CONSOB. Trovo singolare e contraddittoria una tesi riecheggiata anche nella nostra discussione: da un lato, si sostiene la massima generalizzazione dei titoli di Stato; dall'altra, si chiede una specie di – non saprei come definirla diversamente – statizzazione della CONSOB, che dovrebbe così divenire una sorta di « braccio armato » del Ministero del tesoro.

Il tal modo si rischia una ulteriore burocratizzazione dell'organo, con effetti negativi sulla situazione del mercato. In ogni caso, vorrei chiederle se ritiene che la CONSOB debba avere personalità giuridica e se occorra rivedere l'attuale legge che regola la Commissione.

LUIGI ROSSI DI MONTELERA. Signor Presidente, voglio innanzi tutto ringraziare il professor Baffi per la completa esposizione che ha svolto e per aver posto l'accento su un fatto che non si può dimenticare: la crisi della CONSOB, e prima ancora quella del mercato azionario, sono dovute alla crisi degli investimenti industriali e finanziari. Credo che questo debba rimanere come punto di riferimento per la fase successiva delle nostre deliberazioni, in quanto sarebbe un errore limitarci ad esami di carattere tecnico sul funzionamento di un organismo dimenticando le caratteristiche e le condizioni di vita dell'intero sistema economico.

Vorrei porre al professor Baffi due domande su due aspetti che ha toccato nella sua relazione. La prima concerne la nominatività o meno dei titoli azionari: su questo problema egli ha fatto un riferimento fugace ed io vorrei capire meglio le sue posizioni; se, cioè, ritiene percorribile la via di deroghe maggiori al principio nominativo per rilanciare il mercato mobiliare.

La seconda domanda concerne il problema generale dei titoli atipici. Abbiamo visto che per quanto riguarda il controllo del mercato azionario la CONSOB presenta alcuni difetti strutturali, ma, al di là del problema generale del funzionamento e della vitalità del mercato, sembra che i punti maggiori di crisi della CONSOB stessa siano propri relativi alle nuove forme di investimento che si sono create. Vorrei conoscere il pensiero del profes-

sor Baffi sugli interventi possibili di sistemazione di questa materia.

VARESE ANTONI. Vorrei porre alla cortesia del professor Baffi due o tre domande rapidissime. La prima domanda è se egli non ritenga necessario un adeguamento civilistico delle norme che regolano la formazione e la trasparenza dei bilanci delle imprese; se cioè egli non ritenga un segno negativo, nella situazione attuale, la carenza di direttive giuridiche nei confronti del comportamento delle imprese.

Seconda domanda: il professor Baffi ha parlato di una collaborazione tra Banca d'Italia e CONSOB e della possibilità di migliorare tale rapporto di collaborazione, richiamando gli articoli 32 e 33 della legge bancaria e precisando che sarebbe stato opportuno assumere alcune iniziative. Vorrei domandarle se tali iniziative dovevano essere assunte dalla Banca d'Italia e, in caso affermativo, perché in passato non sono state assunte.

Il professor Baffi ha parlato di interventi macroeconomici atti ad evitare che interventi microeconomici risultassero distorsivi. Vorrei una esemplificazione a questo riguardo, perché ritengo che qualsiasi intervento, micro o macroeconomico, potrebbe avere effetti distorsivi.

Vorrei infine affrontare una questione specifica che riguarda la CONSOB. Sono dell'avviso che occorra muoversi verso gli operatori piuttosto che verso il Ministero. Se la prima è la strada da percorrere, ritiene praticabile l'ipotesi di un aumento del numero dei commissari – così come proponeva il collega Sarti – da cinque a sette elementi, ovvero l'ipotesi di altra strumentazione così che la CONSOB possa avvalersi in forma sistematica di pareri espressi da un organismo *a latere* composto di esperti nelle materie trattate istituzionalmente dall'organo? Ritiene che gli stessi rapporti di collaborazione fra Banca d'Italia e CONSOB possano estendersi anche da questo punto di vista?

PRESIDENTE. Credo che la Commissione abbia largamente approfittato dell'occasione preziosa della sua presenza, professor Baffi, per bombardarla delle domande più disparate, alle quali la prego di rispondere nei limiti della sua volontà.

PAOLO BAFFI. La ringrazio, signor Presidente. Effettivamente sono un po' impaurito da alcune domande postemi, soprattutto da quelle che riguardano il problema della certificazione dei bilanci. Ricorderà, signor Presidente, che per meglio definire la materia della mia audizione le scrissi una lettera nella quale la informavo che in materia di certificazione non ritenevo di avere una competenza sufficiente, né un'esperienza diretta di quella che è la serietà e la professionalità dei meccanismi di certificazione che vengono messi in atto da parte di altri paesi.

Con questa riserva, farò del mio meglio per rispondere alle domande rivoltemi. L'onorevole Visco ha ripreso una distinzione che io ho posto tra azioni e obbligazioni; per queste ho sostenuto essere bene che si mantenga una possibilità di compensazione tra banche e all'interno di una medesima banca; mentre per le azioni ho auspicato l'accentramento. Il problema è quello della trasparenza e della realizzazione di un mercato non troppo imperfetto. Il prezzo delle obbligazioni è retto da una variabile dominante, che è il tasso d'interesse, e quindi a me pare che le possibilità di speculazione a danno della clientela siano scarse. Le variazioni dei corsi sono anche minori, a meno di effetti improvvisi di variazioni nel livello generale dei tassi, come si ebbe nel 1969. Quindi, non sento molto la necessità di far passare le contrattazioni del reddito fisso per la borsa ai fini dell'efficienza del mercato e della protezione dell'investitore.

La concentrazione in borsa viene sostenuta dagli operatori con l'osservazione che la borsa non può realizzare il prezzo di equilibrio tra curva di offerta e di domanda quando in essa passano solo dei saldi. L'osservazione ha certamente peso, tuttavia, nella misura in cui quantità offerte e domandate si fanno equilibrio al prezzo vigente, questo non tenderà a variare: è proprio il margine che farà variare il prezzo e la misura della varia-

zione dovrà essere accertata dal passaggio del saldo per la borsa. Perciò, sebbene sia d'accordo per la concentrazione in borsa degli scambi azionari, non sono interamente convinto che la situazione attuale produca effetti distorsivi molto rilevanti, ad eccezione che sul mercato ristretto, dove le banche riescono, utilizzando il fondo acquisto titoli o con ordini incrociati tra banca e banca, a manipolare i prezzi.

Circa il risultato deludente dell'investimento azionario ed il richiamo a Modigliani, devo dire che in realtà fino a qualche anno fa l'investimento nelle attività finanziarie – azioni, reddito fisso, depositi – ha obbedito ad una illusione monetaria che si è manifestata in tutti i campi, e non solo in quello finanziario, in presenza dell'inflazione. Adesso in questi vari campi l'illusione monetaria sembra si stia dissolvendo: nella rimunerazione del lavoro, nella previdenza, nei conti patrimoniali e d'esercizio delle imprese, nei tassi d'interesse, nella stessa formazione dei margini dell'intermediazione commerciale si tiene conto dell'inflazione e si va perfino oltre.

Sull'influenza degli investitori istituzionali ho richiamato la conclusione dell'indagine precedente, nella quale si immaginava che essi potessero agire in senso imitativo, rafforzando l'onda della speculazione. Su questo, penso, solo l'esperienza potrà darci una risposta. Indubbiamente il riferimento al Regno Unito e al fatto che gli investitori istituzionali privilegiano le grandi imprese è pertinente, e ritengo che da noi il pericolo sia anche maggiore. Devo dire che nei contatti con gli operatori ho ascoltato molte voci allarmate, nel senso che se i fondi comuni raccoglieranno masse consistenti di denaro, queste masse verranno dirette su pochi titoli-guida, facilitando in borsa alcune grandi società rispetto alle medie e alle piccole, per cui è diffusa l'opinione che l'attività dei fondi rafforzi ancora l'esigenza di un arricchimento del listino.

Circa i limiti dell'indebitamento in banca delle imprese, non era mio intento di proporre l'introduzione di nuove restrizioni, bensì un maggior riguardo, nella pratica operativa, al rapporto tra indebitamento e capitale di rischio. Ritengo che l'esperienza fatta dei controlli amministrativi negli anni recenti renda anche più difficile formulare un « caso intellettuale » per la regolazione. Lo ha tentato di recente, ma con molta prudenza e sano empirismo, il vice governatore della Banca d'Inghilterra, McMahon, facendo in specie riferimento agli effetti di contagio della insolvenza di alcune banche. Nell'insieme, mi pare, le prove fatte nei vari campi dagli interventi amministrativi sono piuttosto negative; quindi non ho intenzione di proporne di nuovi. Ripeto che nell'esperienza finora vissuta non sembra che la borsa abbia contribuito in modo sostanziale a realizzare un'allocazione razionale delle risorse; ma, se in un nuovo contesto operativo questo ruolo venisse meglio svolto, allora vi sarebbe qualche ragione per assumere la borsa e quindi il capitale di rischio come parametro di riferimento o guida per altri flussi, assegnandogli quindi un effetto moltiplicativo. E si potrebbe immaginare che gli erogatori di credito bancario tenessero in maggior conto il rapporto esistente tra il credito che viene richiesto e la consistenza patrimoniale del cliente.

Circa la composizione ottimale della CONSOB, l'onorevole Visco mi invita su un terreno molto pericoloso, sul quale mi limiterò a richiamare qualche esempio straniero. Se si osserva la composizione della Securities and Exchange Commission americana, si constata che vi prevale la preparazione giuridica, che è necessaria anche per i controlli di trasparenza e per la tutela della fede pubblica affidati alla CONSOB. Altro requisito è la conoscenza della borsa. È noto che all'inizio del suo mandato, costituendo la SEC, il presidente Roosevelt scelse a presiederla Joseph Kennedy, il padre dei Kennedy, che era stato un noto speculatore di borsa: Roosevelt era convinto che, essendosi arricchito con questa attività, egli si sarebbe ora dedicato a difendere il bene pubblico e a combattere gli altri potenziali speculatori con tutte le conoscenze che aveva

acquisito. Questo è stato certo un caso estremo ma indubbiamente allora la formula funzionò e direi quindi che una combinazione di competenza giuridica e di conoscenza dei mercati dovrebbe delineare l'immagine ideale del reggitore o dei reggitori della CONSOB. Osservo che anche in Inghilterra la direzione degli studi in corso per una nuova regolazione di tutte le attività di intermediazione finanziaria che si svolgono nella City è stata affidata a un professore di diritto commerciale, Gower. Egli ha appena presentato un rapporto nel quale si raccomanda di fare largo affidamento all'autodisciplina delle categorie, con in più una commissione di supervisione o *monitoring*.

Indubbiamente anche la preparazione economica è importante per l'esercizio di funzioni di regolazione orientate alla trasparenza (disclosure) e alla protezione dell'investitore. Ma dobbiamo stare attenti a non confondere i ruoli. Ho sentito parlare di tutela del risparmio come se questo fosse un compito affidato alla CONSOB. Ma la tutela del risparmio nel senso della vigilanza e in quello della buona condotta monetaria è affidata alla banca centrale; la CONSOB ha sotto questi rispetti solo compiti marginali e integrativi; certo essa non ha competenza sulla direzione dei flussi di fondi, sulla dinamica dei tassi d'interesse o sulle forme di finanziamento dello Stato. La preparazione economica serve dappertutto ma non dobbiamo farne, in questo caso, il requisito prevalente.

Le domande cui ho maggiore difficoltà a rispondere sono forse quelle dell'onorevole Sarti. La prima è se io pensi che la CONSOB sia stata vittima dello stato insoddisfacente delle borse. È certamente così: ci sono stati casi clamorosi che non si sarebbero verificati se la borsa avesse quotato titoli con migliore fondamento patrimoniale e se avessero potuto essere esperiti tutti i debiti controlli sui bilanci di gruppo. È certo che la CONSOB abbia sofferto di questa situazione.

Alla domanda sull'allargamento del listino rispondo che esso è certamente una delle vie per avere un migliore funzionamento del mercato. Si chiede quali siano le difficoltà che si frappongono a questo allargamento dell'emissione di azioni. Abbiamo visto che la prima e maggiore difficoltà è rappresentata dai risultati economici delle imprese. Non credo che l'eliminazione della doppia tassazione sia stata inutile ma è comunque sussidiaria. Nella mia precedente esposizione sono contenuti calcoli i quali dimostrano come allora il finanziamento con azioni costasse mediamente il doppio di quello con obbligazioni. È un problema avvertito anche in altre economie: ad esempio, se si contesta agli americani l'eccessiva altezza dei loro tassi d'interesse, essi rispondono volentieri che non si deve fare il conto al lordo ma piuttosto vedere quanto pesi all'impresa indebitarsi tenendo conto di quanto gli interessi pagati riducono la tassazione. E credo che anche dopo l'eliminazione della doppia tassazione il finanziamento mediante azioni sia sensibilmente più oneroso di quello mediante obbligazioni.

Circa la quotazione del capitale delle banche, io non credo – anche se vi sono recenti esperienze che possono sembrare smentirmi – che le variazioni che subirebbero in borsa i corsi delle azioni bancarie potrebbero scatenare fenomeni di panico tra gli investitori. Il problema è piuttosto di stabilire chi debba avere il controllo delle banche. Vorrei lasciare impregiudicato questo problema perché non è mio compito rispondere sugli assetti istituzionali. Ma ritengo che la quotazione di una parte minoritaria del capitale delle banche non sarebbe di per sé gravida di rischi.

Circa la regolamentazione dei titoli atipici, devo dire che in una delle tabelle che ho distribuito si dimostra che il flusso di azioni e obbligazioni è ormai di un ordine di grandezza non superiore a quello dei titoli atipici. E allora o sono irrilevanti tutte queste forme di risparmio o non è affatto irrilevante la differenza di regolamentazione in atto tra i titoli atipici e gli altri due. La mia proposta sarebbe di assimilare il regime dei titoli atipici a quello delle obbligazioni, con una

qualche *deregulation* di queste ultime: ad esempio nei riguardi del rapporto uno a uno tra esse e le azioni, e in quelli dell'intervento del ministro del tesoro, del ministro dell'industria, del CICR e così via.

Per quanto riguarda l'immissione dei titoli esteri nei fondi comuni, posso dire che si tratta di un obiettivo che, come spesso purtroppo avviene nella politica economica, entra in conflitto con altri. Si tratta in questo caso di contrasto tra la desiderabile affermazione di questa nuova forma di adduzione del risparmio all'economia e la necessità di mantenere l'equilibrio della bilancia dei pagamenti, quindi di non far pesare su di essa esportazioni di capitale. Che queste esportazioni avvengano ugualmente in forme clandestine è anche vero, ma ciò non vale a superare l'esitazione ad inserire titoli esteri nei fondi comuni. Si tratta indubbiamente di una esigenza molto sentita anche in relazione alla ristrettezza del listino e, al suo interno, allo scarso numero di titoli appetibili per i fondi di investimento, esigenza che cozza con una situazione ancora debole della bilancia dei pagamenti. Bisognerebbe quindi far bene i conti e fissare percentuali sopportabili, che determinino al più un aggravio di qualche centinaio di milioni di dollari l'anno, non certo di miliardi.

L'onorevole Sarti ha anche chiesto se ritengo che la struttura di vigilanza sia sufficiente. Non ho una esperienza diretta dell'attività della CONSOB e quindi non so se essa abbia sofferto di limiti incontrati nella legge. La mia impressione è però che la legge sia buona; del resto essa non è dissimile da altre vigenti all'estero. Il problema sembra dunque quello dell'instaurazione di corretti rapporti fra organi e personalità piuttosto che di allargamento dei poteri assegnati alla Commissione.

Anche per quanto riguarda la sua indipendenza, credo che l'attribuzione o meno di personalità giuridica alla Commissione non sia molto rilevante. È rilevante per la regolamentazione del personale, per la scioltezza dell'organizzazione interna e quindi anche forse per l'efficacia dell'azione. Ma ricordo che il *Federal Reserve Board* è un organo dell'amministrazione, dunque del governo americano. Eppure in nessun paese si sta perseguendo una politica monetaria così dura come negli Stati Uniti, non sempre ben accetta al ministro del tesoro in carica, tanto che i contrasti sono molti e spesso acuti.

Sul problema del numero dei commissari (5 o 7) dirò soltanto che la lunga esperienza di membro del direttorio, ed infine di governatore della Banca d'Italia mi ha insegnato che un comitato di quattro persone può funzionare bene anche collegialmente. Ho l'impressione che se il numero dei componenti aumenta, il coordinamento diventi più difficile.

Circa un maggiore coordinamento tra CONSOB e altri, ho già accennato al problema della possibile regolamentazione del flusso del credito all'attività di borsa. E ciò per un'esigenza logica: la CONSOB varia il deposito obbligatorio (l'ha fatto anche stamane) e può stabilire anche gli scarti che si possono applicare nel credito sui titoli, da parte di agenti di cambio e così via; ma questo deposito obbligatorio a sua volta può essere finanziato col credito bancario. Al limite se l'offerta di credito avesse elasticità infinita, nessun deposito per quanto alto servirebbe a frenare la speculazione; donde l'opportunità, in certe condizioni, di un coordinamento tra il flusso di credito alle borse e gli altri strumenti di moderazione delle onde speculative.

Che il Presidente della CONSOB debba partecipare al Comitato del credito, non lo penso: tale Comitato è un organo di politica monetaria e del credito in generale; mentre la CONSOB è un organo di tutela della fede pubblica; non vedo cosa avrebbe da dire il suo Presidente in quella sede; egli e i suoi colleghi commissari hanno altri modi di far valere le loro opinioni ed istanze anche attraverso il rapporto annuale della Commissione.

Sulla concentrazione nelle borse valori di tutte le negoziazioni, ho già risposto.

Parimenti mi sono pronunziato sulla pulizia del listino, che è un'esigenza sentita. Se vi sono titoli da eliminare, si vor-

rebbe che alla loro cancellazione corrispondesse l'inclusione di nuovi titoli.

Circa la proposta contenuta in un disegno di legge appena presentato, secondo cui al ministro del tesoro verrebbe riservata la decisione finale sulla quotazione dei titoli, osservo che, quando si varano leggi che creano nuovi organi, le strutture preesistenti possono avvertire un difetto di capacità d'informazione rispetto al loro ministro e quindi possono sforzarsi di riacquistare questa capacità, se non proprio l'esercizio di un potere effettivo; si tratta di vedere che uso verrà fatto di questa facoltà di decisione finale. Spero che essa venga usata solo nella forma di silenzio-assenso, a meno che non vi siano ragioni molto gravi.

Il presidente Ruffolo ha posto un quesito, che è anche di teoria economica, circa la forma ottimale di finanziamento del disavanzo pubblico. Una corrente di pensiero che ha preso avvio da Blinder e Solow sostiene che il finanziamento del debito pubblico può essere più espansivo del finanziamento monetario. Oltre il breve periodo si tratta di un paradosso che sottovaluta i possibili effetti destabilizzanti. Nel finanziamento col debito pubblico si remunera l'investitore, non così nel finanziamento con l'inflazione. Se questi sono i termini del problema, la risposta di un ex governatore non può che essere quella di non procedere su vie che comprendono tra gli strumenti di politica economica anche l'imposta d'inflazione.

Intorno allo sviluppo dell'attività delle banche nel parabancario, non ho esperienze immediate; so che esso risponde ad una tendenza generale, presente in tutto il mondo, che si inserisce nel movimento di *deregulation*. Al riguardo, il dibattito è vivissimo in Inghilterra e negli Stati Uniti; si discorre di una possibile integrazione reciproca o fusione nel tempo tra attività bancaria, servizi parabancari, telecomunicazioni. Si legge che nel 2000 la ITT potrebbe essere il principale concorrente delle banche americane! Si può anche immaginare la scomparsa del denaro, e l'esecuzione di ogni pagamento e regolamento grazie ai supporti elettronici. Quindi, non avrei nulla in principio contro la nozione di banca universale o supermercato di servizi, ma raccomanderei l'esercizio – rispetto a funzioni nuove – di una vigilanza che traesse norma dalla esperienza. Un limite che mi par di vedere a questo movimento d'integrazione è il possibile insorgere di conflitti d'interesse: ad esempio tra una banca che collochi titoli e il fondo comune che essa gestisca. Questa possibilità di conflitto esige il massimo della trasparenza, o anche la separazione di funzioni tra operatori distinti. In questo quadro si colloca anche il *merchant banking* come uno strumento aggiuntivo del mercato finanziario; è auspicabile un arricchimento degli strumenti, ma se a valle di essi non esiste una borsa abbastanza robusta e capace di assorbire i titoli, si incorre nel rischio che questi restino nel portafoglio delle banche. Ricordiamo l'esperienza, molto costosa, delle crisi all'inizio ed alla fine degli anni '20.

Il professor Minervini ha fatto riferimento alle agevolazioni fiscali per il capitale di rischio. Su questo punto ho già risposto; si tratta, a mio avviso, di un mezzo sussidiario collocabile in un quadro di risanamento complessivo. Egli ha parlato di unificazione del controllo sui flussi finanziari. Oggi, per i valori mobiliari da collocare presso il pubblico con l'ausilio degli sportelli bancari o da quotare in borsa necessita l'autorizzazione della Banca d'Italia; oltre i 5 miliardi si ha l'intervento del CICR, dei Ministeri del tesoro e dell'industria. Sono pienamente d'accordo con quanto egli ha detto; questi controlli di organi ministeriali potrebbero essere dimessi, unificando presso la Banca d'Italia il regime dei controlli per i titoli tipici e per quelli atipici. Per ciò che può valere, il mio incoraggiamento è di mandare avanti il disegno di legge presentato dallo stesso onorevole Minervini insieme con l'onorevole Visco. Concordo anche sulla minore discrezionalità, coerente con la visione secondo cui il livello appropriato d'intervento è quello macroeconomico, per gruppi di operatori e flussi globali, e deve essere realizzato secondo regole e para-

metri obiettivi non necessariamente stabiliti in leggi o decreti, ma incorporati nelle norme operative interne degli organi di controllo. Ad esempio, per il controllo sui fidi eccedenti già durante il mio governatorato, con Ciampi e Sarcinelli, cercammo di definire parametri di riferimento da assumere tra i criteri di decisione, e la successiva amministrazione è andata avanti su questa strada. Tra la rigidità della legge e la discrezionalità degli organi, la via ottimale mi sembra essere questa, intermedia, della definizione di parametri che dovranno essere osservati.

Circa la certificazione, mi faccio schermo delle ragioni esposte nella lettera al presidente. Non sono infatti in grado di valutare la serietà e le metodologie delle società di certificazione, né vedo bene per quali vie si realizzerà il passaggio dell'esercizio di questa funzione da parte di società estere a società nazionali. Ritengo che la distinzione fra società che, per andare in borsa, devono essere certificate ed altre che, non andando in borsa, si sottraggono alla certificazione, possa rappresentare una remora all'arricchimento del listino. Vi possono essere infatti società con bilanci non perfettamente in ordine dal punto di vista fiscale, le quali preferiscono non sottoporsi al vaglio della certificazione; ne desumo che il giusto modo di procedere è forse quello di una generalizzazione dell'obbligo di certificazione, per i quotati ed i non quotati.

L'ultima domanda dell'onorevole Minervini concerne le modalità di coordinamento fra gli organi di controllo. È troppo difficile per me rispondere in termini generali. Osservo che negli Stati Uniti esiste una molteplicità di organi di controllo e che i responsabili di essi hanno la buona abitudine di riunirsi. È un costume che dovremmo importare: nessuno dovrebbe chiudersi nella propria torre d'avorio.

In quest'ottica rispondo anche alla prima domanda dell'onorevole Piro il quale ha chiesto delucidazioni in merito al rapporto tra la Banca d'Italia e la CONSOB. Non vedo bene, sotto il profilo della trasparenza, perché si dovrebbe modificare la legge bancaria; in fondo quando fu approvata la legge n. 216 già esisteva la legge bancaria. Un'altra domanda riguardava la revisione dei bilanci ed a questo riguardo ho richiamato la mia lettera al Presidente. L'ultima questione concerneva la misura dei tassi d'interesse sul debito pubblico, in particolare si chiedeva perché tali tassi fossero così alti nel nostro paese e cosa occorresse fare. Qualcuno di loro ricorderà che nel 1974 con una relazione all'Accademia dei Lincei proposi l'introduzione della indicizzazione finanziaria e reale. La prima è stata largamente applicata; la seconda incontra molte comprensibili resistenze ma debbo dire che, in una fase di rientro dall'inflazione, e se il Governo è seriamente intenzionato ad attuare la politica enunciata, chiaramente l'indicizzazione reale non caricherebbe il debitore di oneri maggiori di quelli sostenuti nell'emissione di titoli convenzionali a tasso fisso d'interesse, o anche con indicizzazione finanziaria, i quali contengono un premio per l'attesa d'inflazione che risente dell'esperienza passata d'inflazione elevata. Mi sembra perciò che nella fase che tutti auspichiamo e cioè quella di rientro dall'inflazione, una maggiore offerta di titoli con indicizzazione reale potrebbe essere conveniente.

L'onorevole Bianchi di Lavagna ha chiesto se, ai fini della tutela del risparmio e quindi dell'informazione societaria e della trasparenza dei bilanci, occorra dare più poteri alla CONSOB. La mia risposta è negativa perché temo una confusione di ruoli tra i vari organi posti a tutela del risparmio; ritengo quindi che la distinzione in atto sia giusta. Sulla personalità giuridica della CONSOB ho già risposto sia pure dubitativamente. E così sulle agevolazioni al capitale di rischio e sull'allargamento del listino. Non sarei d'accordo sul premio fiscale alla certificazione, in quanto concedendo tale premio si sussume che il soggeto con bilancio non certificato evada l'imposta e quindi si incoraggerebbe un atteggiamento che già esiste, ma che potrebbe trovare convalida nel sistema delle leggi.

Circa la nostra cultura imprenditoriale e la connessa scarsa disposizione a far

quotare le proprie azioni in borsa penso che assai meglio di me potrebbe rispondere il presidente Ruffolo; comunque mi parrebbe una forzatura quella di garantire il controllo dell'azienda anche a chi non detenga la maggioranza delle azioni. Indubbiamente le imprese non vanno in borsa anche perché non abbiamo compiuto che in parte la transizione dal capitalismo padronale a quello manageriale, problema di lungo periodo.

Sulla concentrazione degli affari in borsa ed i suoi limiti ho già detto il mio pensiero. Non vi è comunque solo il problema della concentrazione degli scambi in borsa, ma anche quello della concentrazione delle borse: se in Italia si vogliono mantenere diverse borse, allora occorre che le comunicazioni tra i vari operatori avvengano in tempo reale in modo che la formazione del prezzo sia unitaria.

L'onorevole Ciofi ha posto alcuni quesiti sullo spiazzamento del debito pubblico e sull'allungamento delle sue scadenze. Devo dire che vi è un elemento spurio nell'allungamento delle scadenze quando questo si realizza mediante emissione di titoli il cui rendimento è indicizzato su quello dei titoli a breve. In sostanza il possessore del titolo a lunga scadenza può uscire senza perdita dal suo investimento perché il corso del suo titolo sarà sempre vicino al valore nominale, nella misura in cui il titolo stesso renda un tasso d'interesse uguale o superiore a quello stabilito per i buoni del tesoro. Questa uscita sarebbe meno facile se l'allungamento si realizzasse attraverso l'emissione di titoli a cedola costante. Il titolo a cedola variabile indicizzata sul breve incoraggia il sottoscrittore ad entrare perché lo copre dal rischio di inflazione, quando il tasso nominale dei titoli a breve si adegui costantemente al tasso d'inflazione (non sempre ciò è avvenuto); ma soprattutto per il vantaggio di liquidità che gli conferisce. La valutazione dei rischi che l'esistenza di una massa di attività in diritto o in fatto liquida comporta per l'equilibrio finanziario interno ed internazionale del Paese richiede un discorso complesso che non posso tentare di svolgere ora.

Sul problema della liberalizzazione e statalizzazione ho espresso l'avviso che si tratta di conciliare un massimo di libertà col mantenimento di condizioni ordinate di mercato e con la difesa della fede pubblica e di arrivare a realizzare questi fini senza dover porre in essere un sistema, o non sistema, di vincoli su singole operazioni, ma invece elaborando regole generali che non lascino troppo spazio alla discrezionalità.

L'onorevole Rossi di Montelera ha posto il problema della nominatività dei titoli e delle eventuali deroghe. Mi sembra che la disciplina introdotta per i fondi comuni di investimento mobiliare costituisca una deroga importante. Ho accennato alla difficoltà che la nominatività pone allo sviluppo delle negoziazioni in contanti: tuttavia non è questo fatto tecnico che ci può portare a pronunciarci in un modo o nell'altro sulla questione generale della tassazione progressiva cui la nominatività si connette. È noto certamente a molti di loro che vi sono forti correnti di pensiero favorevoli alla tassazione del reddito consumato piuttosto che di quello guadagnato, e che la tassazione personale progressiva trova meno favori che in passato.

L'onorevole Antoni ha formulato osservazioni e quesiti intorno all'adeguamento dell'ordinamento civilistico, alla trasparenza dei bilanci e alla collaborazione tra la Banca d'Italia e la CONSOB ed ha fatto riferimento agli articoli 32 e 33 della legge bancaria da me stesso prima richiamati. Chiarisco che a mio avviso alcuni poteri della Banca d'Italia nei riguardi del credito alla borsa non sono stati mai usati, in modo dissimile da quanto è avvenuto negli Stati Uniti, perché l'andamento della borsa è stato quello assai deludente per il pubblico degli investitori che ho descritto in principio. Ogniqualvolta la borsa si svegliava, si poteva immaginare trattarsi di un salto verso valori esprimenti una linea di tendenza, che quindi si sarebbe mantenuta; in effetti, al rialzo è sempre seguito il crollo. Sul problema delle distorsioni che nascono dagli interventi amministrativi mi richiamo all'esempio della regolamentazione del vo-

lume globale del credito attuata con i massimali e alla conseguente, distorsiva segmentazione tra le singole banche e attraverso queste ultime tra i singoli clienti. Dobbiamo essere lieti che questo strumento sia stato abbandonato anche perché in questi casi le evasioni si moltiplicano via via che l'applicazione si prolunga. Osservo però che non tutti gli interventi macroeconomici sono distorsivi. Ad esempio, è possibile regolare il volume complessivo del credito manovrando la riserva obbligatoria: variando la misura del coefficiente di riserva obbligatoria, si determina una variazione inversa del moltiplicatore e quindi del volume del credito. Altre forme di intervento non necessariamente distorsive sono le variazioni nella tassazione, nel tasso di cambio, nel tasso d'interesse.

Le autorità di vigilanza debbono anche porre attenzione a che il loro intervento non arrivi al punto di far credere all'investitore che l'autorizzazione sia un sigillo di garanzia. Nei documenti della SEC, ricorrono moniti frequenti contro questa possibile ingannevole impressione. Io farei una distinzione netta tra il risparmio bancario, per il quale vige una implicita assicurazione – la Banca d'Italia è sempre intervenuta con il meccanismo delle anticipazioni al tasso dell'1 per cento per salvare le ragioni dei depositanti in caso di insolvenza – e tutte le altre forme di raccolta del risparmio.

Faccio questa netta distinzione per vari motivi, il primo dei quali si riferisce alla stabilità del sistema bancario. Vorrei ricordare che sulla riserva obbligatoria le banche subiscono una perdita di interessi che è multipla, e di molte volte, rispetto a quello che sarebbe un ideale premio di assicurazione (assicurazione che non si saprebbe bene come amministrare). Basti pensare che la riserva obbligatoria si commisura al 17 per cento circa dei depositi e che frutta un interesse del 5,50 per cento (maggiorato solo a fronte dei certificati di deposito) in una condizione in cui mediamente gli investimenti delle banche rendono il 20 per cento. Considerando un ammontare dei depositi bancari di circa 300-400 mila miliardi si arriva ad un costo di 7.500-10 mila miliardi che le banche subiscono per la riserva obbligatoria. Il costo di tutti gli interventi compiuti in questi ultimi dieci anni per tutelare le ragioni di credito dei depositanti è uguale forse a un decimo appena di questo costo della riserva bancaria obbligatoria in un anno.

Sull'orientamento secondo cui il livello di definizione delle regole e discipline cui debbono attenersi gli operatori vada avvicinato agli operatori stessi piuttosto che ai ministeri sono d'accordo con l'onorevole Antoni; ritengo infatti opportuno valorizzare l'autodisciplina della categoria, secondo l'esempio inglese. Nell'ambito della categoria degli operatori di borsa ho trovato persone di alto livello, di talento e in possesso di quelle competenze che l'onorevole Antoni auspica per una valorizzazione della CONSOB; pertanto sarebbe bene formalizzare in qualche modo la collaborazione della Commissione con gli esperti del ramo. Le banche centrali hanno collegi di consulenti scientifici; con inviti conviviali e seminari di studio raccolgono il parere degli economisti e dei banchieri; non vedo perché la CONSOB non dovrebbe fare altrettanto nei riguardi degli operatori di borsa.

PRESIDENTE. Desidero esprimere un ringraziamento al professor Baffi e non per esternare un complimento rituale ma per manifestare un sentimento sincero per la completezza della sua esposizione sia nell'introduzione sia nelle risposte circostanziate che ha fornito alle domande dei colleghi.

Esprimo al professor Baffi un ringraziamento personale, credo condiviso da tutti, per il contributo offerto e che certamente servirà molto al successo di questa nostra indagine conoscitiva.

La seduta termina alle 11,45.

ALLEGATI

TAVOLA 1.

COEFFICIENTI DI VARIABILITÀ DEGLI INDICI AZIONARI (*) (VALORI PERCENTUALI)

PAESE	1970-1975	1976-1980	1981-1982
Italia	18,29	22,34	15,98
Stati Uniti d'America	13,78	10,55	8,12
Giappone	29,05	11,69	4,50
Germania	9,91	4,78	3,65
Canada	14,89	33,00	13,97
Regno Unito	24,49	20,41	10,35
Francia	12,24	24,83	8,67
Svizzera	17,23	4,93	4,68
Austria	11,28	5,24	7,37
Belgio	14,37	6,69	11,38
Finlandia	32,01	12,01	16,10
Irlanda	24,43	27,76	11,61
Olanda	13,00	5,95	4,71
Norvegia	22,92	21,29	6,86
Spagna	21,97	33,80	10,41
Australia	19,43	31,71	15,53

COEFFICIENTI DI VARIABILITÀ DEGLI INDICI AZIONARI (*) (GRADUATORIA DECRESCENTE)

PAESE	1970-1975	1976-1980	1981-1982
Italia	8	6	2
Stati Uniti d'America	12	11	10
Giappone	2	10	15
Germania	16	16	16
Canada	10	2	4
Regno Unito	3	8	8
Francia	14	5	9
Svizzera	9	15	14
Austria	15	14	11
Belgio	11	12	6
Finlandia	1	9	1
Irlanda	4	4	5
Olanda	13	13	13
Norvegia	5	7	12
Spagna	6	1	7
Australia	7	3	3

(*) Il confronto internazionale può essere in parte falsato dalla diversa numerosità campionaria degli

Segue: TAVOLA 1.

COEFFICIENTI DI VARIABILITÀ DEGLI INDICI AZIONARI DEFLAZIONATI (*) (VALORI PERCENTUALI)

PAESE	1970-1975	1976-1980	1981-1982
Italia	33,08	21,72	23,23
Stati Uniti d'America	23,60	10,49	8,90
Giappone	27,92	8,68	4,38
Germania	17,63	8,83	5,50
Canada	20,66	17,98	16,96
Regno Unito	35,06	8,93	7,44
Francia	22,28	16,22	13,42
Svizzera	26,28	4,98	5,61
Austria	10,11	9,17	9,11
Belgio	17,03	7,39	9,93
Finlandia	21,33	16,97	12,20
Irlanda	28,54	17,87	17,34
Olanda	18,90	10,84	5,65
Norvegia	23,51	20,29	8,70
Spagna	16,19	57,64	13,72
Australia	30,73	15,65	20,13

COEFFICIENTI DI VARIABILITÀ DEGLI INDICI AZIONARI DEFLAZIONATI (*) (GRADUATORIA DECRESCENTE)

PAESE	1970-1975	1976-1980	1981-1982
Italia	2	2	1
Stati Uniti d'America	7	10	10
Giappone	5	14	16
Germania	13	13	15
Canada	11	4	4
Regno Unito	1	12	12
Francia	9	7	6
Svizzera	6	16	14
Austria	16	11	9
Belgio	14	15	8
Finlandia	10	6	7
Irlanda	4	5	3
Olanda	12	9	13
Norvegia	8	3	11
Spagna	15	1	5
Australia	3	8	2

indici e dalla diversa incidenza dei dividendi.

TAVOLA 2.

INDICE DEI CORSI AZIONARI

(Media annuale; base 1970 = 100)

TITOLO	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982
Assicurazioni generali	100,00	87,31	87,75	118,99	124,31	120,07	118,55	112,77	130,08	183,15	344,09	735,63	728,80
Eridania	100,00	74,31	83,57	107,61	102,39	85,25	86,72	85,98	88,97	187,87	544,36	904,68	658,45
Centrale	100,00	87,03	128,82	260,42	259,63	169,88	141,52	89,38	72,04	90,82	230,13	858,44	478,23
RAS	100,00	83,04	89,15	116,15	112,46	104,92	101,78	76,11	78,03	101,28	233,59	493,08	431,86
AEDES	100,00	74,01	107,96	169,76	162,04	129,32	74,69	58,58	60,17	112,17	262,50	393,82	338,32
Italcementi	100,00	89,07	98,01	122,24	130,15	103,03	77,94	47,22	59,63	121,75	173,64	298,82	211,93
La Rinascente	100,00	79,00	85,08	89,23	76,65	46,16	30,47	23,71	24,35	48,09	99,07	167,28	176,63
CIGA	100,00	82,18	96,05	121,54	79,52	35,33	37,02	19,13	17,85	34,35	78,64	210,54	131,12
Italgas	100,00	88,24	81,19	90,42	72,39	53,07	57,62	55,26	62,39	68,07	95,86	146,81	122,47
FIAT	100,00	77,08	75,49	81,20	46,18	35,55	51,29	60,37	70,31	33,31	67,37	104,82	90,43
SIP	100,00	86,74	82,16	91,03	76,06	52,82	47,35	49,24	60,79	63,24	64,54	59,75	68,05
Dalmine	100,00	62,42	48,30	51,69	51,84	47,21	73,50	51,69	35,49	34,74	18,34	33,18	59,64
STET	100,00	86,64	80,51	87,64	73,57	51,11	45,51	47,98	68,47	58,55	54,74	54,41	51,62
Pirelli S.p.A.	100,00	72,91	51,25	43,91	35,41	26,51	33,36	34,84	31,13	25,77	30,69	72,59	50,13
Cotonificio Cantoni	100,00	63,33	68,59	88,81	80,55	49,27	34,38	22,70	19,22	25,53	63,64	87,99	39,43
Burgo	100,00	59,19	56,24	82,14	108,11	81,81	59,90	41,27	36,45	41,10	56,99	60,94	28,82
Generale Immobiliare	100,00	75,39	102,27	221,99	175,75	93,39	55,67	33,53	28,66	28,64	26,78	30,85	22,83
SNIA	100,00	64,99	40,21	61,05	63,70	51,75	44,04	28,42	24,79	29,29	27,58	27,66	18,66
Montedison	100,00	75,84	62,01	82,05	86,99	61,05	44,26	25,99	18,22	20,77	19,07	22,02	12,83
FINSIDER	100,00	64,68	49,12	62,62	65,65	48,82	39,11	20,05	20,45	24,83	13,68	11,10	6,03

INDICE DEI CORSI AZIONARI
DEFLAZIONATO CON L'INDICE DEI PREZZI ALL'INGROSSO

(Media annuale; base 1970 = 100)

TITOLO	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982
Assicurazioni generali	100,00	84,49	81,63	94,56	70,20	62,51	49,83	40,70	43,30	52,77	82,58	161,42	131,71
Eridania	100,00	71,91	77,74	85,52	57,82	44,38	36,45	31,03	29,61	54,13	130,65	186,21	119,00
Centrale	100,00	84,23	119,83	206,96	146,62	88,44	59,48	32,26	23,98	26,17	66,23	176,69	86,43
RAS	100,00	80,36	82,93	92,31	63,51	54,62	42,78	27,47	26,97	29,13	66,06	101,49	78,05
AEDES	100,00	71,62	100,43	134,91	91,50	67,33	31,39	21,14	20,03	32,32	63,00	81,06	61,14
Italcementi	100,00	86,19	91,17	97,14	73,50	53,64	32,76	17,04	19,86	35,08	41,67	61,51	38,30
La Rinascente	100,00	76,45	79,14	70,91	43,29	24,03	12,81	8,56	8,11	13,86	23,78	34,43	31,92
CIGA	100,00	79,53	89,35	96,58	44,91	18,39	15,56	6,90	5,94	9,90	18,87	43,34	23,70
Italgas	100,00	85,40	75,53	71,86	40,88	27,63	24,22	19,94	20,77	19,61	23,01	30,22	22,13
FIAT	100,00	74,60	70,23	64,53	26,08	18,51	21,56	21,79	23,41	24,15	16,29	21,57	16,34
SIP	100,00	83,94	76,43	72,35	42,95	27,50	19,90	17,77	20,23	18,22	15,49	12,30	12,30
Dalmine	100,00	60,41	44,93	41,08	29,27	24,58	30,89	18,65	11,81	10,01	4,40	6,83	10,78
STET	100,00	83,85	74,89	69,65	41,55	26,61	19,13	17,32	22,79	19,76	13,14	11,20	9,33
Pirelli S.p.A.	100,00	70,55	47,68	34,90	20,00	13,80	14,02	12,57	10,36	7,42	7,37	14,94	9,06
Cotonificio Cantoni	100,00	61,29	63,81	70,58	45,49	25,65	14,45	8,19	6,06	7,37	16,47	18,11	7,13
Burgo	100,00	57,28	52,32	65,27	61,05	42,59	25,18	14,89	12,13	11,84	13,68	12,54	5,21
Generale Immobiliare	100,00	72,96	95,14	176,42	99,24	48,62	23,40	12,10	9,54	8,25	6,43	6,35	4,13
SNIA	100,00	62,89	37,40	48,51	35,97	26,94	18,51	10,26	8,25	8,19	6,62	5,69	3,37
Montedison	100,00	73,40	57,68	65,20	49,12	31,78	18,60	9,38	6,06	5,99	4,68	4,53	2,32
FINSIDER	100,00	62,60	45,70	49,77	37,07	25,42	16,44	7,24	6,81	7,15	3,28	2,28	1,09

Fonte: Banca d'Italia - Bollettino Statistico.

TAVOLA 3.

INDICE DEI CORSI AZIONARI

(Media annuale; base 1970 = 100)

PAESE	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982
Giappone	100,00	109,86	172,75	221,74	187,83	190,43	212,46	230,43	253,91	275,07	289,86	337,10	335,65
Regno Unito	100,00	117,67	150,40	129,92	76,51	95,58	114,46	146,79	165,46	187,95	200,80	226,51	262,45
Finlandia	100,00	113,04	150,66	233,84	226,65	204,54	183,55	150,28	145,37	177,60	189,04	194,62	260,30
Irlanda	100,00	96,80	142,69	164,84	110,73	109,36	114,16	143,38	216,89	232,19	228,31	236,76	193,84
Canada	100,00	104,15	127,29	141,05	114,41	108,95	110,70	100,87	110,48	160,04	218,34	212,66	170,09
Stati Uniti	100,00	118,56	133,28	131,81	101,77	105,60	125,18	118,70	116,20	125,77	147,28	157,88	146,24
Australia	100,00	83,47	100,32	93,84	69,69	65,48	81,04	77,80	88,17	108,43	162,07	168,88	128,85
Francia	100,00	95,92	107,57	118,49	88,21	95,63	94,47	75,84	99,13	125,93	145,56	128,24	124,31
Norvegia	100,00	103,41	95,45	146,59	137,50	98,86	102,27	78,41	67,05	94,32	113,64	111,36	104,55
Belgio	100,00	111,70	124,47	148,94	120,21	114,89	106,38	97,87	98,94	108,51	106,38	86,17	102,13
Germania	100,00	93,87	106,03	100,86	84,39	95,02	100,86	99,62	104,41	101,05	96,79	96,93	94,35
Austria	100,00	101,27	111,16	131,19	124,05	123,25	124,86	116,80	109,44	111,39	115,07	102,53	91,37
Olanda	100,00	94,44	108,59	115,82	88,89	90,40	94,61	90,49	90,99	89,81	84,18	88,89	90,32
Italia	100,00	78,12	74,07	95,68	87,59	65,02	53,57	43,21	43,83	53,98	68,59	104,05	84,43
Svizzera	100,00	100,66	111,07	102,87	77,87	69,92	77,13	81,15	78,11	86,43	81,97	74,59	73,52
Spagna	100,00	101,29	132,55	167,79	169,92	145,96	126,09	86,59	69,87	60,16	56,12	71,44	65,54

INDICE DEI CORSI AZIONARI
DEFLAZIONATO CON L'INDICE DEI PREZZI ALL'INGROSSO

(Media annuale; base 1970 = 100)

PAESE	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982
Giappone	100,00	110,77	172,75	191,65	123,35	121,44	129,02	137,35	155,37	156,31	140,29	160,90	157,42
Finlandia	100,00	107,49	132,18	174,45	136,08	108,19	89,73	66,64	61,08	67,98	62,19	56,38	70,14
Regno Unito	100,00	108,10	131,06	105,41	48,67	49,43	50,93	55,25	56,69	58,08	54,42	56,06	60,27
Canada	100,00	102,34	119,75	119,14	81,25	69,54	67,20	56,80	56,95	72,12	86,68	76,51	57,81
Stati Uniti	100,00	114,92	123,66	108,13	70,18	66,67	75,55	67,48	61,31	58,94	60,53	59,48	53,96
Belgio	100,00	112,45	120,47	128,27	88,58	83,74	72,36	64,96	67,00	59,13	64,04	47,94	52,77
Germania	100,00	90,02	99,03	88,36	65,19	70,20	71,81	69,06	71,57	66,07	58,24	54,67	50,28
Svizzera	100,00	98,46	104,91	87,79	57,18	52,59	58,38	61,29	61,06	55,11	58,59	50,48	48,52
Austria	100,00	96,23	101,71	118,39	97,40	90,86	86,96	79,02	73,29	71,60	58,12	56,20	48,51
Francia	100,00	94,08	100,78	96,81	55,81	64,13	59,04	44,90	56,22	63,53	66,96	53,14	46,38
Olanda	100,00	90,30	98,83	98,61	69,04	65,80	63,86	57,71	57,33	55,11	47,73	45,15	44,00
Irlanda	100,00	91,76	122,50	120,32	71,30	56,44	49,31	52,90	73,37	70,04	62,33	55,10	40,58
Australia	100,00	79,74	91,29	78,71	50,74	41,38	46,02	40,11	42,01	45,00	59,00	56,56	39,68
Norvegia	100,00	96,81	87,50	126,47	99,18	65,91	62,50	45,39	36,88	47,70	60,00	44,14	38,98
Italia	100,00	75,60	68,91	76,04	49,46	33,85	22,51	15,59	14,59	15,55	16,46	21,42	15,26
Spagna	100,00	95,55	117,22	134,52	111,83	88,07	67,20	38,41	26,61	20,01	15,88	17,49	14,30

Fonte: IMP - International Financial statistics.

TAVOLA 4.

RENDIMENTO REALE DI INVESTIMENTI DECENNALI IN ITALIA (*a*)

(tassi percentuali medi annui)

ATTIVITÀ FINANZIARIE	PERIODI		
	1954-1963	1964-1973	1974-1983 (*c*)
Titoli di Stato a cedola fissa	4,01	— 0,84	— 10,11
Azioni	13,16	— 2,13	— 10,84
Depositi bancari (*b*)	— 0,56	— 0,46	— 6,63
BOT a 12 mesi	—	—	— 1,72

(*a*) Nella tavola sono riportati i tassi percentuali medi annui composti di rendimento a prezzi costanti degli investimenti iniziati e conclusi nell'arco dei periodi decennali indicati, nell'ipotesi che i frutti dell'investimento siano stati reinvestiti di anno in anno alle condizioni di mercato nello stesso tipo di attività finanziaria. Il rendimento degli investimenti in azioni e in titoli a reddito fisso comprende i guadagni e le perdite in conto capitale dovute alle variazioni del corso. I tassi di rendimento e gli indici dei corsi utilizzati sono i valori medi annuali del campione dei titoli della Banca d'Italia; essi pertanto rappresentano la prestazione media di un comparto, che non è possibile confrontare con il rendimento di investimenti effettuati a particolari condizioni o in attività diverse da quelle del campione considerato.

Per deflazionare i rendimenti è stato utilizzato l'indice ISTAT del costo della vita.

Per la metodologia si rimanda alla nota « Il risultato degli investimenti finanziari in Italia in periodo di inflazione », *Bollettino della Banca d'Italia,* 1980, n. 3-4.

(*b*) Al netto delle ritenute fiscali.

(*c*) Dati provvisori.

TAVOLA 5.

FONTI DI FINANZIAMENTO DI UN GRUPPO DI SOCIETÀ PRIVATE DELL'INDUSTRIA MANIFATTURIERA (*a*)

(composizione percentuale dei flussi)

ANNI	Autofinanziamento lordo (*b*) 1	Capitale di rischio (*c*) 2	Obbligazioni 3	Indebitamento con Istituti di credito 4	Totale 5=1+2+3+4	Totale 5	Altre passività (*d*) 6	Totale 7=5+6
1963	60,4	6,6	— 4,0	37,0	100,0	76,0	24,0	100,0
1964	45,6	28,8	5,7	19,9	100,0	103,2	— 3,2	100,0
1965	72,5	10,6	3,6	13,3	100,0	93,9	6,1	100,0
1966	81,7	7,2	— 3,8	14,9	100,0	86,0	14,0	100,0
1967	70,2	6,7	— 4,8	27,9	100,0	91,2	8,8	100,0
1968	101,0	2,8	— 1,8	— 2,0	100,0	71,6	28,4	100,0
1969	70,1	12,3	— 4,4	22,0	100,0	82,8	17,2	100,0
1970	47,6	9,3	— 1,5	44,6	100,0	89,7	10,3	100,0
1971	43,8	7,3	— 5,3	54,2	100,0	91,2	8,8	100,0
1972	62,7	13,0	— 2,4	26,7	100,0	104,9	— 4,9	100,0
1973	77,8	12,2	— 4,9	14,9	100,0	103,4	— 3,4	100,0
1974	49,6	6,8	— 2,8	46,4	100,0	99,8	0,2	100,0
1975	46,7	6,5	— 1,3	48,1	100,0	109,0	— 9,0	100,0
1976	64,0	4,6	— 0,5	31,9	100,0	104,3	— 4,3	100,0
1977	49,3	10,3	1,9	38,5	100,0	100,8	— 0,8	100,0
1978	61,1	17,2	3,8	17,9	100,0	96,5	3,5	100,0
1979	56,4	11,3	0,8	31,5	100,0	100,4	— 0,4	100,0
1980	57,1	9,1	0,8	33,0	100,0	96,6	3,4	100,0
1981	50,2	13,0	6,2	30,6	100,0	99,6	0,4	100,0
1963-1969	69,7	11,7	— 1,3	19,9	100,0	86,3	13,7	100,0
1970-1975	53,5	8,6	— 2,9	40,8	100,0	99,9	0,1	100,0
1976-1980	57,2	10,3	1,2	31,3	100,0	99,3	0,7	100,0

(*a*) Le informazioni si riferiscono a un « gruppo chiuso » di 399 società manifatturiere private.
(*b*) L'autofinanziamento lordo è costituito dal margine operativo lordo della gestione industriale e finanziaria, al netto delle imposte, dalle sopravvenienze attive nette e dalle plusvalenze nette per alienazione di beni capitali.
(*c*) Il capitale di rischio è pari ai versamenti degli azionisti comprensivi del sovrapprezzo azioni.
(*d*) Debiti verso fornitori, al netto dei crediti verso clienti, debiti netti verso aziende controllate e collegate e altri debiti netti.

Fonte: Banca d'Italia, Relazione sul 1982, Appendice statistica e Relazioni sugli anni precedenti.

TAVOLA 6.

FORME DI FINANZIAMENTO ESTERNO DELLE IMPRESE INDUSTRIALI PRIVATE

FLUSSI IN MILIARDI DI LIRE

	1970 —	1971 —	1972 —	1973 —	1974 —	1975 —	1976 —	1977 —	1978 —	1979 —	1980 —	1981 —	1982 —
Totale	3.098	3.016	3.168	4.800	4.931	4.253	7.215	8.092	8.901	13.164	16.628	20.039	13.162
Impieghi delle aziende di credito	1.378	1.173	1.820	2.751	3.433	2.502	4.394	5.137	5.553	9.458	9.627	10.520	5.093
Mutui degli ICS	428	1.108	671	1.107	1.023	904	1.895	2.007	2.304	2.700	3.746	4.371	4.478
Obbligazioni	— 36	— 19	— 27	—	— 86	25	16	153	178	16	72	708	779
Azioni (*a*)	601	550	726	856	414	717	871	780	760	533	1.280	737	997
Prestiti dall'estero	727	204	— 22	86	147	105	39	15	106	457	1.903	3.703	1.815
Emissioni nette totali (*b*)	997	977	1.241	1.983	771	1.473	1.872	1.846	2.985	2.732	3.084	7.185	6.004
Percentuale delle azioni quotate (*c*)	15,6	10,9	4,5	30,4	8,1	6,5	14,5	23,2	26,9	30,2	23,9	36,7	40,0

(*a*) Le statistiche delle emissioni azionarie si basano principalmente sulle autorizzazioni concesse dalla Banca d'Italia e dal Ministero del tesoro. Per gli anni successivi al 1977 i dati possono risentire dell'aumento - introdotto con la legge n. 904 del 1977 - dell'importo minimo (da 500 milioni a 2 miliardi) oltre il quale è richiesta l'autorizzazione delle autorità monetarie.

(*b*) Le emissioni nette totali includono le emissioni delle imprese industriali, private e pubbliche, le emissioni delle imprese che operano nel settore dei servizi, le emissioni delle aziende di credito e delle altre istituzioni creditizie.

(*c*) L'andamento di questa percentuale è in parte correlato con l'evoluzione dei corsi azionari.

TAVOLA 7.

FORME DI FINANZIAMENTO ESTERNO DELLE IMPRESE INDUSTRIALI PRIVATE

COMPOSIZIONI PERCENTUALI

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982
Totale	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Impieghi delle aziende di credito	44,5	38,9	57,4	57,3	69,6	58,8	60,9	63,5	62,4	71,8	57,9	52,5	38,7
Mutui degli ICS	13,8	36,7	21,2	23,1	20,7	21,2	26,3	24,8	25,9	20,6	22,5	21,8	34,0
Obbligazioni	— 1,2	— 0,6	— 0,8	—	— 1,7	0,6	0,2	1,9	2,0	0,1	0,4	3,5	5,9
Azioni (*)	19,4	18,2	22,9	17,8	8,4	16,9	12,1	9,6	8,5	4,0	7,7	3,7	7,6
Prestiti all'estero	23,5	6,8	— 0,7	1,8	3,0	2,5	0,5	0,2	1,2	3,5	11,5	18,5	13,8

MEDIA	1970-1975	1976-1980	1981-1982
Totale	100,0	100,0	100,0
Impieghi delle aziende di credito	56,1	63,4	47,0
Mutui degli ICS	22,5	23,4	26,7
Obbligazioni	— 0,6	0,8	4,5
Azioni	16,6	7,8	5,2
Prestiti dall'estero	5,4	4,7	16,6

(*) Vedi nota 1 della Tavola 5.

TAVOLA 8.

DEBITO PUBBLICO E ATTIVITÀ FINANZIARIE

(Rapporti al PIL dei dati di fine periodo) (*a*)

	Debito settore pubblico (PA + AA)	Attività finanziarie del pubblico
	—	—
1970	0,46	1,07
1971	0,51	1,15
1972	0,56	1,23
1973	0,59	1,25
1974	0,57	1,14
1975	0,65	1,21
1976	0,63	1,16
1977	0,63	1,15
1978	0,69	1,23
1979	0,68	1,24
1980	0,65	1,15
1981	0,68	1,14
1982	0,74	1,16
1983	0,83	1,28

(*a*)	1970	1983
	—	—
	(Miliardi di lire)	
Debito settore pubblico	28.612	440.000
Attività finanziaria del pubblico	67.004	678.000
PIL	62.883	531.000

Fonte: Elaborazione su dati della Banca d'Italia.