

**RELAZIONE ANNUALE
SULL'ATTIVITA' SVOLTA DAL
CONSIGLIO DEGLI ESPERTI
NELL'ANNO 1995**

I. ATTO ISTITUTIVO E COMPITI

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

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

II. MEMBRI DEL CONSIGLIO

Il Consiglio è composto di membri sia a tempo pieno, sia a tempo parziale. Alla data del 31 dicembre 1995 risultavano membri del Consiglio:

Vincenzo La Via
Francesco Lo Passo
Flavio Padrini
Lorenzo Pecchi

sono stati nominati dal Ministro del Tesoro con decreto n. 203345 del 30/9/1994; con decreto n.203784 del 12/10/1994; con decreto n. 829524 del 17/05/1995; con decreto n. 606851 del 19/06/1993.

III. RUOLO DEL CONSIGLIO

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

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

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

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

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

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

IV ATTIVITA' SVOLTA

1. Attività di analisi e ricerca economica.

L'attività di analisi economica da parte del Consiglio degli Esperti si è in particolare concentrata:

- a) nel coordinare una nota mensile di analisi economico-finanziaria;
- b) nella preparazione di studi economici;
- c) nella definizione e sviluppo di un modello econometrico per il Ministero del Tesoro.

La nota mensile rappresenta uno strumento di analisi congiunturale dell'economia interna ed internazionale e dei mercati finanziari ad uso interno di supporto per le attività del Ministero del Tesoro.

I membri del Consiglio hanno predisposto nel corso dell'anno diversi studi ed analisi di carattere economico-finanziario. In particolare, sono stati elaborati studi relativi all'introduzione di titoli indicizzati nel mercato italiano, alla tassazione dei titoli di Stato, agli effetti del deprezzamento nominale della lira sulla bilancia commerciale della Francia, agli effetti sulla finanza pubblica dell'ingresso dell'Italia nell'Unione monetaria. Inoltre, i membri hanno collaborato alla preparazione dei rapporti del gruppo di studio del G-10 su risparmio, investimento e tassi di interesse.

Il Consiglio degli Esperti ha partecipato alla selezione per l'acquisto di

un modello econometrico effettuata tra i maggiori Istituti di consulenza econometrica. L'acquisizione del modello econometrico ha permesso di effettuare simulazioni di politica fiscale per determinare l'effetto di manovre di finanza pubblica sul conto economico della Pubblica Amministrazione.

In base ai risultati di tali simulazioni, il Consiglio degli Esperti ha ritenuto opportuno proporre modifiche ed estensioni al modello, soprattutto per quanto riguarda il lato della finanza pubblica. A questo fine è stato effettuato uno studio attento dei modelli econometrici per l'economia italiana disponibili in altre Istituzioni pubbliche e private. Questo lavoro di ricerca ha portato alla formulazione di modifiche e sviluppi da apportare del modello originale, soprattutto nella direzione di una migliore specificazione delle poste della Pubblica Amministrazione. Le modifiche proposte stanno conducendo alla prima versione del modello econometrico Tesoro.

L'attività di analisi economica del Consiglio degli Esperti, inoltre, è stata di ausilio e supporto alle presentazioni che il Ministero del Tesoro ha preparato per gli incontri periodici tenuti con organismi sovranazionali quali il Fondo Monetario Internazionale o società private di valutazione degli enti emittenti titoli quali Moody's e Standard and Poors.

I membri del Consiglio degli Esperti, infine, partecipano in maniera continuativa agli incontri con gli investitori per resoconti ed analisi sulla situazione dell'economia italiana ed internazionale e sulle condizioni della finanza pubblica.

2 La gestione del debito pubblico

I membri del Consiglio degli Esperti hanno continuato a svolgere un ruolo primario sia nella gestione ordinaria del debito pubblico, sia come promotori di iniziative per cambiamenti strutturali nella politica finanziaria del debito. Nel corso dell'anno la politica della gestione del debito pubblico è stata indirizzata come negli anni passati a:

- 1) minimizzare il costo del debito nel lungo periodo;
- 2) aumentare il peso degli strumenti a lungo termine nella struttura del debito;
- 3) distribuire in maniera uniforme le scadenze dei titoli,
- 4) garantire regolarità ed prevedibilità nella politica di emissione per migliorare la trasparenza e la liquidità del mercato primario secondario dei titoli di stato.

Questi obiettivi vengono perseguiti attraverso un'attenta politica di emissione che viene discussa negli incontri periodici dell'Unità del Debito Interno, del gruppo degli specialisti in titoli di Stato e con i rappresentanti della Banca d'Italia. I membri del Consiglio partecipano in maniera continua ed attiva ai lavori di questi gruppi.

Nell'ambito della innovazione finanziaria il Consiglio degli Esperti è stato tra i promotori dell'introduzione di un nuovo strumento, il Certificato del Tesoro Zero-coupon (CTZ) a due anni. Questo strumento ha dato al Tesoro una maggiore flessibilità nella politica di emissione e, allo stesso tempo, ha consentito notevoli risparmi in termini di costo del debito. Il titolo ha

riscontrato un grande interesse tra gli investitori principalmente perché il mercato finanziario non offriva strumenti competitivi nella scadenza a due anni.

Il 1995 è stato l'anno in cui il Tesoro ha fatto per la prima volta operazioni di intervento sul mercato secondario dei titoli emessi sul mercato interno attraverso l'utilizzo del fondo ammortamento dove affluiscono i proventi delle privatizzazioni. Queste operazioni non solo permettono la riduzione del debito pubblico, ma sono particolarmente utili a eliminare le concentrazioni delle scadenze e, allo stesso tempo, sono vantaggiose per il Tesoro in quanto sono dirette al riacquisto di titoli che presentano rendimenti più elevati di quelli di nuova emissione.

I membri del Consiglio hanno partecipato attivamente a queste operazioni sia nella selezione dei titoli che negli aspetti più operativi. In particolare, si è sviluppato un modello di "zero coupon yield curve" per individuare i titoli più sottovalutati da riacquistare. L'importo complessivo di riacquisti, con conseguente riduzione del debito pubblico, è stato di circa 5.500 miliardi.

Una attività importante nell'ambito della gestione del debito pubblico è quella di "marketing". Al fine di assicurare ed incrementare il collocamento degli strumenti del debito pubblico nel mercato internazionale è necessario mantenere un contatto continuo con gli investitori. Questo avviene attraverso incontri che si svolgono presso il Ministero del Tesoro durante i quali i membri del Consiglio sono a disposizione per qualsiasi chiarimento sulla politica del debito e sulla natura degli strumenti e attraverso la partecipazione degli stessi membri a conferenze nazionali ed internazionali finalizzate a far conoscere meglio le caratteristiche del mercato dei titoli di Stato italiano.

3 Titoli di Stato emessi sui mercati internazionali

Durante il 1995 il Consiglio degli Esperti ha continuato ad impegnarsi attivamente nella gestione del debito estero della Repubblica. In particolare, il Consiglio ha contribuito ad elaborare la strategia delle emissioni intorno ai seguenti obiettivi:

- a. Diversificare le fonti di raccolta.
- b. Ridurre il costo del debito pubblico nel lungo periodo.
- c. Allungare la duration del debito pubblico
- d. Mantenere un dialogo diretto e continuo con i mercati internazionali stimolando analisi e valutazioni più puntuali ed approfondite sull'economia italiana attraverso l'attività sul mercato primario.
- e. Espandere la base degli investitori.
- f. Diffondere l'interesse per i titoli del Tesoro da parte degli investitori esteri.

Il 1995 è stato ancora un anno di innovazioni e di successi nella politica delle emissioni internazionali. Il Tesoro italiano si è ancora una volta distinto per avere gestito con successo una serie di emissioni "primato", tra cui la più grande mai effettuata sull'euromercato, una emissione multi-tranche

in yen per 550 miliardi.

La strategia perseguita ha consentito di ottenere un considerevole allungamento della vita media del debito estero e di ridurre notevolmente il costo per l'emittente, in un anno molto difficile su tutti i mercati.

Il Consiglio degli Esperti ha contribuito a definire ed implementare la strategia ed il programma che ha consentito una raccolta pari a \$11,6 miliardi, tramite l'esecuzione di 4 operazioni in yen, dollari, marchi, ed ECU a condizioni di costo estremamente contenuto, ed allargando notevolmente la base degli investitori istituzionali esteri. In aggiunta a queste operazioni, è stata portata a compimento un'operazione di rifinanziamento della esposizione in ECU con un prestito sindacato per 5 miliardi di ECU, che ha consentito forti risparmi per l'erario, nell'ordine di circa 200 miliardi di lire in conto interessi.

Il Consiglio degli Esperti ha anche contribuito alla elaborazione ed alla operatività della gestione del portafoglio delle passività in valuta della Repubblica, in stretta collaborazione con la Banca d'Italia. In particolare sono state definite varie strategie di ottimizzazione del portafoglio al fine di ridurre il costo del debito. Queste strategie sono poi state implementate con apposite operazioni di swap concordate con la Banca d'Italia.

Membri del Consiglio hanno partecipato ad incontri periodici con gli investitori esteri, per presentare ed illustrare le politiche di gestione del debito estero del Tesoro.

4 Riforma del regime fiscale sui proventi dei titoli di Stato e delle obbligazioni.

Il Consiglio degli Esperti è stato promotore di un importante riforma del regime fiscale dei titoli di Stato e delle obbligazioni, D.L. 1 aprile 1996, n.239.

Il provvedimento attraverso la modifica dell'attuale regime di applicazione della ritenuta sugli interessi dei titoli obbligazionari, persegue importanti obiettivi in materia di finanza pubblica e di razionalizzazione della tassazione delle attività finanziarie. In pratica permette di passare da un sistema in cui la ritenuta viene applicata alla fonte in maniera indiscriminata, ad uno in cui per le società' la ritenuta a titolo di acconto viene abolita e, per le persone fisiche residenti, viene introdotta una imposta sostitutiva applicata dagli intermediari finanziari.

Una delle implicazioni più' rilevanti del provvedimento e' quello di liberare il sistema finanziario italiano dal peso della ritenuta alla fonte e da ciò' che essa comporta proiettandolo verso un sistema di negoziazione al "lordo" in linea con quelli che sono gli standard dei mercati finanziari più' avanzati. L'altro aspetto importante del provvedimento riguarda il trattamento fiscale dei proventi dei titoli e delle obbligazioni per i non residenti. Il provvedimento prevede infatti l'estensione dell'esenzione dall'imposta ai

residenti di tutti i paesi che hanno stipulato trattati contro la doppia imposizione con l'Italia. In tal modo si potrà aumentare la base degli investitori esteri e per questa via abbassare i rendimenti sui titoli di Stato.

Il provvedimento consente così di:

- a) ridurre il costo del finanziamento pubblico;
- b) eliminare una serie di incertezze connesse con l'attuale amministrazione della ritenuta fiscale.

Il Paese ha sperimentato come l'esistenza di inefficienze e frizioni nel mercato dei titoli siano fonti addizionali di costo per l'emittente pubblico. Per far fronte a questa situazione sono state attuate negli ultimi anni importanti riforme sia sul mercato primario che sul mercato secondario dei titoli di stato delle quali il Consiglio degli Esperti è stato promotore.

Per quanto riguarda il trattamento fiscale degli investitori non residenti, l'Italia ha attualmente un regime particolarmente restrittivo se messo a confronto con quello degli altri paesi. Ad esempio, investitori residenti in paesi come Giappone e Stati Uniti sono attualmente esclusi dalle procedure di rimborso delle ritenute dei titoli pubblici e riescono in maniera molto parziale ad estinguere a casa loro i crediti di imposta imputabili alla ritenuta. Si consideri inoltre che negli ultimi anni paesi come Belgio, Francia, Germania, Portogallo, Spagna, Regno Unito e Stati Uniti hanno eliminato le ritenute alla fonte sui proventi dei titoli per i non residenti, registrando significati aumenti nel livello di partecipazione nei loro mercati da parte degli investitori esteri. Con questo provvedimento l'Italia si adegua agli "standard" internazionali nel trattamento fiscale dei non residenti, per assicurarsi una

domanda aggiuntiva con effetti benefici sul costo del finanziamento pubblico.

Si deve infine sottolineare che la riforma non riguarda solo i titoli di Stato, ma la quasi totalità delle obbligazioni. Con l'abolizione della ritenuta a titolo di acconto per le società viene rimossa una fonte di incertezza per le società stesse sulla valutazione delle obbligazioni. Le imprese potranno alleggerire i loro bilanci dai crediti di imposta e quindi ridurre le incertezze e le penalizzazioni finanziarie che ne derivano nel sistema finanziario italiano. Gli intermediari finanziari, avendo maggiore certezza sui flussi di cassa generati dai titoli, saranno facilitati nelle loro strategie e scelte di portafoglio. Inoltre, verranno eliminate quelle incertezze che ancora permangono nelle procedure di rimborso ai non residenti, i quali, con il nuovo regime, potranno realizzare i rendimenti lordi nel momento in cui regolano le operazioni di compra-vendita.

5 Recepimento direttive Eurosim

Membri del Consiglio degli Esperti hanno partecipato alla Commissione per il recepimento delle direttive 93/6/CEE e 93/22/CEE in materia di servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari (cd. Commissione "Eurosim"). L'adozione a livello nazionale delle direttive determinerà un ampliamento del numero degli operatori e dei servizi offerti.

L'attuazione delle direttive implicherà la rimozione delle residue limitazioni poste alla concorrenza delle imprese di investimento e delle banche estere e alla competizione interna tra banche e SIM sul mercato. Non sarà più necessario costituire un soggetto di diritto italiano per operare nel nostro mercato e le banche, italiane e comunitarie, potranno operare in borsa dal 1 gennaio 1997.

La stesura della bozza di decreto legislativo di recepimento ha avuto come obiettivi la tutela del risparmio; la difesa della stabilità dei mercati; l'efficienza e la competitività dei mercati. In conseguenza di ciò il decreto legislativo prevede:

- l'organicità e l'unitarietà delle regole concernenti gli intermediari, i mercati, la disciplina delle crisi;
- la flessibilità del sistema normativo allo scopo di recepire agevolmente le esigenze dell'innovazione tecnologica e finanziaria;

- la graduazione della regolamentazione in relazione alle specifiche esigenze di tutela connesse all'esperienza professionale degli investitori;
- la minimizzazione degli oneri per gli operatori;

La realizzazione degli obiettivi in questione è assicurato dal ricorso alla tecnica della delegificazione. Il decreto di recepimento si configura come una legge di principi e di allocazione di poteri; contiene le norme fondamentali e quelle che conferiscono alle autorità amministrative e agli organi di autoregolamentazione il potere di emanare norme secondarie coerenti con i principi fissati nelle prime.

Nel disciplinare l'organizzazione e il funzionamento dei mercati regolamentati il decreto innova fortemente la normativa preesistente:

- attua la delegificazione dell'organizzazione e del funzionamento dei mercati in modo da consentire la realizzazione di strutture istituzionali flessibili, in grado di adattarsi ai mutamenti e da riflettere gli interessi dei soggetti partecipanti al mercato;
- realizza una armonizzazione delle strutture normative e organizzative dei mercati con le strutture del MTS e del MIF
- accoglie la concezione ormai prevalente del mercato regolamentato come una impresa organizzata.