

RELAZIONE
SULL'ATTIVITÀ SVOLTA DAL CONSIGLIO DEGLI
ESPERTI PER LE ANALISI E LE PREVISIONI
FINANZIARIE, VALUTARIE E DI PUBBLICO
INDEBITAMENTO
(Anno 1996)

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 è affidato il compito 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 che collaborano a tempo pieno.

I membri del Consiglio:

Vincenzo La Via

Lorenzo Pecchi

Francesco Lo Passo

Flavio Padrini

Isabella Imperato

sono stati nominati dal Ministro del Tesoro con decreto n. 203345 del 29/9/1994; con decreto n. 606851 del 19/06/1993; con decreto n. 203784 del 12/10/1994; con decreto n.829524 del 17/05/1995, con decreto n.308055 del 29/03/1996.

III. RUOLO DEL CONSIGLIO

Come specificato nel verbale della riunione plenaria del Consiglio del 4/8/1987, p.2, punto a):

"Il ruolo del Consiglio degli Esperti è quello di un organo di staff istituito, 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 macroeconomici e di politica economica di competenza della D.G.T., in particolare in tema di analisi e previsioni finanziarie, valutarie e di pubblico indebitamento.

Il Consiglio è pertanto un organo collegiale che, per il tramite della sua attività di consulenza tecnico scientifica, può dare un apporto di tipo conoscitivo in vista della

definizione di una posizione del Tesoro in materia di politica economica e, in particolare, di politica finanziaria.

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

L'attività del Consiglio fornisce inoltre un supporto al Direttore Generale rispetto:

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

IV. ATTIVITÀ SVOLTA

1. Analisi economica.

L'attività di analisi economica del Consiglio degli Esperti si è concentrata:

- in contributi per la preparazione degli incontri e degli interventi del Ministro e del Direttore Generale;
- nella messa a punto della prima versione del modello econometrico del Tesoro e nei suoi ulteriori approfondimenti.

Il Consiglio degli Esperti ha condotto studi per la preparazione degli incontri e degli interventi del Ministro al Consiglio svoltosi a Valencia, al gruppo dei ministri finanziari dei paesi G7, all'assemblea annuale del Fondo Monetario Internazionale a Dublino, per la riunione Ecofin informale, e per la messa a punto degli incontri e interventi del Direttore Generale a Napoli con la delegazione francese, e a convegni su gestione del debito pubblico, finanza pubblica, privatizzazioni, sviluppo dei mercati finanziari, politiche dell'occupazione.

L'attività di analisi economica del Consiglio degli Esperti è stata di ausilio alle presentazioni che il Ministero del Tesoro ha preparato per gli incontri periodici tenuti con organismi internazionali come l'OCSE e il Fondo Monetario Internazionale. E' stata, inoltre, di supporto per la messa a punto degli incontri con le società di *rating* Moody's, Standard and Poors, e IBCA.

Infine, il Consiglio degli Esperti ha seguito la congiuntura economica nazionale e internazionale, predisponendo note sintetiche al riguardo per il Direttore Generale.

Il lavoro di ricerca che aveva portato nel 1995 alla definizione di miglioramenti nella specificazione delle poste della Pubblica Amministrazione nel modello econometrico è stato concluso nel 1996.

Il modello è stato e continua ad essere sottoposto a ulteriori approfondimenti grazie all'analisi congiunta del Consiglio degli Esperti con il gruppo di lavoro econometrico all'uopo costituito e composto da professori di riconosciuta esperienza in economia applicata. In particolare, il modello è stato ristimato con le nuove serie di contabilità nazionale a base 1990, il blocco dei redditi è stato rivisto, e una variabile ricchezza finanziaria delle famiglie è stata aggiunta. Questo ha richiesto una nuova specificazione della funzione di consumo. Inoltre, è stato aggiunto un nuovo blocco per la definizione del valore aggiunto per branca e dei relativi deflatori. Le equazioni per l'occupazione sono state ristimate per tenere conto dell'introduzione di questo blocco.

2. Finanza pubblica.

L'analisi del Consiglio degli Esperti nell'area della finanza pubblica ha avuto un significativo sviluppo nel 1996, coprendo numerose attività:

- ha contribuito alla predisposizione del Documento di Programmazione Economica e Finanziaria (DPEF) 1997-1999;
- ha fornito ausilio nella valutazione dell'impatto delle "misure selettive di riduzione dell'indebitamento netto" sui conti della Pubblica Amministrazione (PA);
- ha partecipato al Gruppo di monitoraggio sui conti pubblici.

Per la predisposizione del DPEF 1997-1999, il Consiglio degli Esperti ha partecipato alla discussione per la definizione del quadro macroeconomico su cui sono state elaborate le previsioni di finanza pubblica della Ragioneria Generale. Il Consiglio degli Esperti ha inoltre contribuito alla elaborazione dei capitoli del DPEF riguardanti la congiuntura economica, le previsioni macroeconomiche nel triennio 1997-1999 e il processo di convergenza delle variabili monetarie e di finanza pubblica verso valori coerenti con il rispetto dei parametri stabiliti nel trattato di Maastricht.

Il Consiglio degli Esperti è stato di ausilio alla predisposizione delle "misure selettive di riduzione dell'indebitamento netto", parte integrante della manovra di finanza pubblica per il 1997, promuovendo un lavoro di analisi sull'impatto che tali misure possono avere sul Conto economico della Pubblica Amministrazione, aggregato di riferimento per il rispetto dei parametri di Maastricht. Il Consiglio ha partecipato alle discussioni con l'ISTAT per valutare alcuni aspetti contabili che differenziano i conti della P.A. da quelli del Settore Statale e fare

così in modo che le misure selettive contribuissero al pieno adeguamento dei criteri contabili a quelli del SEC, sistema che detta i principi per i paesi europei. Le operazioni sono state recentemente introdotte da Eurostat, l'Organismo statistico ufficiale della Commissione Europea.

Il Consiglio degli Esperti ha contribuito all'attività di monitoraggio attraverso una analisi delle correlazioni fra i movimenti dei principali conti di Tesoreria con il fabbisogno del settore statale nel tentativo di costruire indicatori giornalieri e mensili di previsione dell'andamento dei saldi finanziari per il settore statale. Il Consiglio degli Esperti ha, inoltre, partecipato alla discussione con Banca d'Italia, ISTAT e Ragioneria Generale dello Stato per la costruzione di un indicatore mensile dell'indebitamento netto della P.A. ai fini del monitoraggio giornaliero e mensile.

3. Gestione del debito pubblico

Come negli anni passati il Consiglio degli Esperti ha svolto un ruolo importante nell'ambito della gestione del debito pubblico. In questi anni il Tesoro ha perseguito una politica di emissione prevedibile e regolare, privilegiando la liquidità degli strumenti emessi, al fine di ridurre le incertezze degli operatori economici nelle decisioni d'investimento. In questa prospettiva, importanti iniziative sono state prese al fine di eliminare le inefficienze e le frizioni del mercato dei titoli di Stato e allargare la base di investitori potenzialmente interessati ai titoli di Stato.

Nel 1996 i membri del Consiglio hanno lavorato per la preparazione della riforma fiscale che ha abolito la ritenuta alla fonte (D.L. n. 239/96). La riforma fiscale è entrata, quindi, in vigore dal primo gennaio 1997. Lo scopo della riforma era quella di allargare la base degli investitori, con particolare riferimento a quelli esteri, e allo stesso tempo, di eliminare alcune distorsioni fiscali.

Inoltre, membri del Consiglio hanno coordinato il gruppo di lavoro per la creazione del mercato dello *stripping* che consente di separare il mantello di un titolo dalle sue cedole. La partenza di questo mercato, oltre ad aumentare lo spessore del mercato secondario, a pronti e a termine, dei titoli di Stato, consentirà di attrarre nuovi investitori interessati ad acquistare un titolo *zero-coupon* su una qualsiasi scadenza.

Il Consiglio degli Esperti ha inoltre elaborato studi per promuovere e correggere i problemi inerenti il mercato dei pronti contro termine, del *bond lending* e di nuove tecniche di emissione sul mercato primario.

4. Titoli di Stato emessi sui mercati internazionali

Durante il 1996 il Consiglio degli Esperti si è attivamente occupato della gestione del debito estero della Repubblica. In particolare, il Consiglio ha continuato a contribuire al mantenimento di una strategia di emissione volta a diversificare le fonti di raccolta al fine di ridurre il costo del debito pubblico nel medio periodo. Si sono ottenuti così risultati importanti: si è aumentata la vita media del debito estero, e, mantenendo un dialogo costante con i mercati internazionali, si sono stimulate analisi puntuali ed approfondite sull'economia italiana. E' stata anche allargata la base dei sottoscrittori, accrescendo l'interesse per i titoli del Tesoro da parte di investitori esteri.

Nel 1996, Il Tesoro italiano ha portato a termine con successo una serie di emissioni accolte molto bene dal mercato consentendo di ottenere una notevole riduzione del costo per l'emittente. Il Consiglio degli Esperti ha contribuito a definire ed implementare il programma che ha consentito una raccolta pari a \$13,5 miliardi, tramite l'esecuzione di operazioni in yen, dollari, ed ECU, raggiungendo una base sempre più ampia di investitori istituzionali esteri.

Il Consiglio degli Esperti ha continuato a contribuire alla gestione del portafoglio delle passività in valuta della Repubblica, in stretta collaborazione con la Banca d'Italia. In particolare sono state studiate ed analizzate varie strategie di ottimizzazione del portafoglio al fine di ridurre il costo del debito. L'applicazione di queste strategie è avvenuta tramite apposite operazioni di swap concordate con la Banca d'Italia.

Membri del Consiglio hanno partecipato ad incontri periodici con gli investitori esteri, per illustrare le politiche di gestione del debito estero del Tesoro e per presentare i progressi ottenuti nel risanamento della finanza pubblica.

5. Programma di privatizzazioni

Nell'anno 1996 il Consiglio degli Esperti ha proseguito l'attività di studio e valutazione strategica delle modalità di dismissione delle partecipazioni dirette e indirette del Ministero del Tesoro. Tale attività, avente finalità di supporto tecnico-scientifico delle decisioni del Comitato dei Ministri del Tesoro, del Bilancio e dell'Industria, del Comitato di Consulenza Globale e Garanzia e del Consiglio dei Ministri, si è concretizzata in proposte operative sulla tempistica delle dismissioni, sulla struttura delle operazioni, sulle modalità di collocamento e sulla determinazione del valore delle società interessate.

Nell'espletamento dei compiti assegnati dal Direttore Generale del Tesoro il Consiglio degli Esperti ha partecipato ai gruppi di lavoro, operativi e di coordinamento, relativi alla dismissione delle partecipazioni azionarie in Imi ed Eni, all'emissione di titoli obbligazionari del Tesoro

convertibili in azioni Ina, alla ristrutturazione e dismissione del 60% del capitale sociale del Banco di Napoli ed alla privatizzazione dei mercati regolamentati.

Nel corso dell'anno il Consiglio degli Esperti ha inoltre incontrato banche e investitori esteri con la duplice finalità di promuovere l'interesse nelle privatizzazioni e di recepire le esigenze dei mercati internazionali.

Vengono presentate di seguito le iniziative in cui vi è stato un sostanziale coinvolgimento dei membri del Consiglio degli Esperti.

Vendita della 3a tranche di azioni Imi

Il Consiglio degli Esperti ha fornito assistenza tecnica nell'individuazione delle modalità di vendita del residuo possesso azionario del Ministero del Tesoro in Imi. Le modalità di vendita individuate - una offerta agli investitori istituzionali mediante *marketed block trade* - hanno fatto sì che le azioni venissero collocate ad un prezzo sostanzialmente corrispondente alla quotazione di borsa, in linea con quanto realizzato in analoghe esperienze internazionali.

Membri del Consiglio hanno partecipato alla stesura del contratto di collocamento e di garanzia, hanno fornito supporto al gruppo di lavoro responsabile del collegamento telematico "*on line*" con cui si sono ricevute le richieste degli investitori istituzionali nel corso dell'offerta, hanno partecipato al processo di determinazione del prezzo di vendita e di assegnazione delle azioni.

Vendita della 2a tranche di azioni Eni

Il Consiglio degli Esperti ha contribuito all'individuazione delle modalità di collocamento della seconda *tranche* di azioni Eni, ed ha presentato proposte sulla struttura del collocamento, sui contenuti dei contratti di collocamento e garanzia, sulle modalità di realizzazione dell'offerta pubblica di vendita.

Per collocare in modo significativo azioni presso i risparmiatori si è deciso di attribuire a due banche commerciali un ruolo di preminente responsabilità nell'offerta e si è utilizzata, per la prima volta in Italia, la tecnica del collocamento in OPV mediante offerta a prezzo aperto. Il prezzo dell'OPV è stato determinato non preliminarmente all'inizio dell'offerta, ma alla chiusura dell'offerta al pubblico. Per esigenze di tutela dei risparmiatori si è stabilito che il prezzo dovesse essere pari al minore tra il prezzo ufficiale di tale giorno, ridotto dello sconto stabilito, ed il prezzo massimo di vendita determinato in precedenza.

Membri del Consiglio degli Esperti hanno partecipato al processo di ricezione degli ordini degli investitori istituzionali, al processo di determinazione del prezzo per gli investitori istituzionali, al processo di determinazione dell'ammontare complessivo dell'offerta e di assegnazione delle azioni agli investitori istituzionali.

A fronte di una offerta iniziale di 700.000.000 di azioni, data la forte domanda registrata nel corso della fase di raccolta degli ordini, sia da parte del pubblico in Italia che da parte degli investitori istituzionali, la dimensione dell'offerta globale è stata incrementata di 400.0000 azioni, destinate interamente all'OPV italiana. L'offerta globale, dopo l'esercizio della opzione di sovrallocazione pari a 165.000.000 azioni, è risultata di 1.265.000.000 azioni.

Emissione di titoli obbligazionari del Tesoro convertibili in azioni Ina

Il Consiglio degli Esperti ha partecipato all'individuazione della tipologia di titoli convertibili da emettere e, successivamente, alla specificazione delle caratteristiche degli stessi.

Membri del Consiglio hanno contribuito al processo di ricezione degli ordini degli investitori istituzionali, di determinazione della cedola e del prezzo di conversione dei titoli obbligazionari e di assegnazione dei titoli agli investitori istituzionali.

La scelta di emettere titoli obbligazionari del Tesoro, convertibili in azioni dell'Ina con scadenza fissata per il 28 giugno 2001, valutata positivamente dal mercato, ha consentito di incrementare l'ammontare dei titoli offerti ad un quantitativo equivalente, a conversione, alla totalità delle azioni disponibili. In conseguenza dell'andamento dell'offerta si è stabilito un prezzo di conversione equivalente ad un premio del 16% sul prezzo di riferimento dell'azione del giorno di chiusura del *book-building* e si è attribuita una cedola semestrale di 6,5% per i titoli denominati in lire e di 5% per i titoli denominati in dollari, inferiore rispettivamente di 250 e 225 punti base alle cedole dei titoli di stato in lire e in dollari di analoga durata.

Ristrutturazione del Banco di Napoli e asta competitiva

Il Consiglio degli Esperti ha partecipato alla selezione del consulente per l'elaborazione del piano di ristrutturazione del Banco di Napoli ed ha approfondito i contenuti del piano di ristrutturazione presentato dal consulente selezionato.

Membri del Consiglio hanno fornito assistenza finanziaria nella fase di costituzione del veicolo destinatario dei crediti e delle attività particolarmente a rischio del Banco di Napoli, hanno contribuito alla definizione della procedura di asta competitiva avente ad oggetto la vendita del 60% della partecipazione detenuta dal Ministero del Tesoro ed hanno partecipato alle varie fasi in cui si è articolata la procedura di dismissione.

Privatizzazione dei mercati regolamentati

Il Consiglio degli Esperti ha effettuato attività di analisi e valutazione strategica dei futuri scenari economico-finanziari dei mercati regolamentati allo scopo di individuare le possibili aree di criticità delle società di gestione dei mercati regolamentati previste dal decreto legislativo n. 415/1996.

Membri del Consiglio degli Esperti hanno contribuito all'individuazione delle modifiche al progetto di trasformazione ed organizzazione del mercato secondario dei titoli di Stato presentato dal Comitato di gestione, ritenute necessarie per l'approvazione del progetto medesimo, ed hanno predisposto una prima analisi dei possibili scenari alternativi delle condizioni e modalità di vendita della società di gestione dei mercati costituita dal Consiglio di borsa.