

Determinanti e direttrici della politica finanziaria italiana

1. Introduzione

La politica finanziaria italiana risulta orientata negli anni ottanta soprattutto a migliorare le strutture e a rendere più articolato l'insieme degli strumenti e degli intermediari, come era da attendersi in un paese dove a lungo hanno dominato la tipicità dei primi e la specializzazione dei secondi. Molto meno che all'estero hanno agito altre due direttrici, la privatizzazione e la deregolamentazione: la prima è ancora oggetto di prediche e campo di esercitazione di uno o due grandi enti di Stato, più che obiettivo di una politica economica; la seconda ha avuto scarse manifestazioni nel campo degli intermediari creditizi ed è di là da venire in quello della borsa. Nel settore dell'intermediazione finanziaria è in corso un processo di regolamentazione e di accresciuta supervisione.

Il filone dell'arricchimento di strumenti e intermediari si caratterizza per una moderata tendenza all'innovazione, che a sua volta è frutto delle condizioni di forte disequilibrio dell'economia, dell'azione di politica economica volta a controllarli, delle spinte del mercato per allargare gli spazi lasciati liberi dalla rete dei controlli, delle reazioni delle autorità amministrative o fiscali o del legislatore. Anche in Italia, perciò, il paradigma che vuole il processo d'innovazione finanziaria fortemente legato al livello di "costrizione" esercitato dalle autorità risulta confermato. Resta aperto ovviamente il quesito se questo tipo di innovazione, rispondendo a un bisogno effettivo, contribuisce al miglioramento dell'efficienza e del benessere, oppure se la sua origine "artificiosa" dà soltanto la stura a uno sterile "botta e risposta" tra il mercato e le autorità. In ambedue i casi, tuttavia, è la funzione del primo che ne risulta convalidata; alla distanza, nelle economie capitalistiche l'unico vero giudice della bontà di uno strumento, della vitalità di un intermediario o della efficacia di una regolamentazione resta il mercato.

Ciò vale, ovviamente, anche per la visione più moderna dell'innovazione finanziaria, quella che la vuole legata alla manipolazione del rischio per meglio soddisfare le esigenze della domanda.

2. Condizioni economiche e politiche macro-economiche

Consideriamo rapidamente le condizioni economiche e le politiche di controllo per delineare il contesto in cui l'innovazione finanziaria e la risposta delle autorità e/o del mercato si sono intrecciate. Il fenomeno per il quale maggiormente saranno ricordati gli anni settanta è senz'altro l'inflazione che, comune a tutte le economie industrializzate, si è rivelata in Italia più prolungata e più resistente che altrove; l'indice dei prezzi al consumo è cresciuto mediamente del 12,3 per cento l'anno nel periodo 1975-79 e del 15,0 nel 1980-85.

Conseguenza, ma anche causa originaria e concomitante del forte moto inflattivo, è stata nel nostro Paese la pubblica finanza; misurando lo squilibrio nei termini che maggiormente interessano in questa sede, il fabbisogno del settore statale in rapporto al PIL è passato dal 9,8 per cento nell'intervallo 1970-79 al 14,9 nel 1980-85. La combinazione dei due fenomeni, inflazione e aumento delle necessità di finanziamento del Tesoro, ha trasmesso i propri caratteri di elevatezza e di variabilità ai tassi d'interesse, spinti dalla politica monetaria e del debito pubblico verso valori alti e positivi in termini reali; alla fine del 1979 il BOT a sei mesi rendeva il 15,7 per cento, due anni dopo toccava il 21,4 e scendeva al 13,10 nel 1985 (lo scorso ottobre, al netto dell'imposta, è stato del 9,67). Alle stesse date il rendimento dei CCT era rispettivamente del 14,0, del 22,3 e del 14,49 per cento (in ottobre, sempre al netto del recente tributo, è stato del 10,48).

Sono queste le variabili che, insieme con gli incentivi di volta in volta offerti dalle autorità, hanno maggiormente contribuito allo sviluppo dell'innovazione finanziaria in Italia; meritano, perciò, qualche maggior approfondimento con riferimento alle imprese, prima di inoltrarci nell'analisi dell'innovazione finanziaria e della politica che ad essa ha presieduto.

Va sottolineato che è la condotta macroeconomica quella che ha condizionato in maniera determinante gli sviluppi finanziari; anche per il tipo di strumenti cui ha fatto ricorso, è stata la politica monetaria,

insieme con quella del debito pubblico, a determinare le maggiori spinte e contropunte innovative e ad essa sarà riservata maggiore attenzione.

2.1. Il ciclo dell'inflazione si è riflesso in modo ampio e profondo sulla struttura produttiva e finanziaria delle imprese, sia pure in termini e con risultati differenziati secondo le dimensioni e l'appartenenza all'area pubblica o privata.

La reazione del sistema produttivo italiano agli effetti combinati delle esplosioni salariali iniziate alla fine degli anni sessanta e del duplice "shock" petrolifero in quelli settanta è stata più immediata nel comparto delle medie e piccole imprese, le quali hanno saputo realizzare per prime significative innovazioni nei processi produttivi, con notevoli guadagni in termini di produttività e di miglioramento della qualità; la loro affermazione nei mercati esteri ha contribuito, da un lato, in maniera determinante a contenere il disavanzo della bilancia commerciale e, dall'altro, al raggiungimento di positivi risultati economici di esercizio. La rapida adattabilità alle trasformazioni del mercato, unita all'inventiva degli imprenditori, hanno permesso alle medie e piccole imprese di svolgere negli anni settanta un ruolo di primo piano in un quadro di generale difficoltà dell'industria.

Nel comparto delle imprese grandi, la produttività e i profitti erano calati nella prima metà degli anni settanta per effetto anche della impostazione di programmi produttivi e d'investimento rivelatisi in diversi settori non coerenti con i nuovi prezzi relativi del lavoro e dell'energia; gli sforzi di ristrutturazione intrapresi verso la fine del decennio riguardarono, all'inizio, principalmente le grandi imprese private, dovendo quelle pubbliche soggiacere in maggior misura a vincoli socio-politici. Dopo la svolta dell'autunno 1980 si modificò il clima sindacale; la redditività industriale è tornata soddisfacente dal 1983, a seguito di un profondo processo di revisione delle strutture organizzative e produttive, realizzato, oltre che con il ricorso alla cassa integrazione guadagni e alla fiscalizzazione degli oneri sociali, anche mercè notevoli investimenti e maggiore automazione.

Al riaggiustamento produttivo si è accompagnato quello finanziario, con un deciso ridimensionamento della quota dell'indebitamento bancario nel totale dei mezzi finanziari utilizzati, indotto anche dall'aumento dei tassi reali di interesse, e con un migliore equilibrio nella struttura per scadenze dell'indebitamento.

Negli anni settanta, tassi di interesse reali negativi avevano facilitato il ricorso delle imprese al credito bancario; la riduzione della reddi-

tività aveva condotto ad una diminuzione dell'autofinanziamento; la ristrettezza del mercato borsistico e le politiche fiscali disincentivanti non avevano reso agevole il ricorso alle emissioni azionarie. Poche cifre sono sufficienti a illustrare il deterioramento intervenuto in quegli anni nella struttura finanziaria delle imprese: nel 1974 i mezzi propri di queste ultime erano scesi al 13 per cento (contro il 20 degli anni 1968-69) dei fondi amministrati e in media negli anni 1975-79 non superarono il 14 per cento: l'indebitamento a breve era salito negli anni 1974-79 al 38 per cento circa (contro il 30 del quadriennio precedente) del totale finanziamento esterno, mentre quello a medio e lungo termine era passato al 27 per cento (contro il 25). L'autofinanziamento, che negli anni sessanta si era ragguagliato in media ad oltre il 60 per cento del complesso delle fonti interne ed esterne, era sceso al 40 circa. Le emissioni nette di azioni nel periodo 1975-80, si erano attestate in media al 10 per cento del coacervo dei finanziamenti al settore privato e delle emissioni azionarie stesse.

Gli eccessivi impegni delle imprese nei confronti del sistema creditizio, in una situazione in cui appariva problematico il servizio dei prestiti per le difficoltà del conto economico industriale, indussero nella prima metà degli anni settanta l'allora Governatore Carli a porre la questione della ristrutturazione finanziaria delle imprese all'attenzione del mondo economico e politico, con una proposta, volutamente provocatoria, che prevedeva la trasformazione in azioni di parte delle posizioni debitorie verso le banche per importi corrispondenti a taluni fondi rischi, ovvero la cancellazione dei medesimi e la riduzione per pari valore dei crediti in essere: la legge n. 787 del 1978 per la formazione di consorzi tra istituzioni creditizie e il consolidamento di taluni debiti, come pure la cosiddetta "legge Prodi", costituirono risposte legislative, sia pure parziali e tardive, alla preoccupazione di Carli.

Il dibattito intenso di quegli anni mise a nudo le inefficienze del sistema, tra le quali evidenti apparvero quelle derivanti dalle estese agevolazioni creditizie accordate ai più disparati settori, nonché la necessità di pervenire ad un più diversificato e meno distorsivo sistema di finanziamento in cui il capitale di rischio tornasse ad affluire alle imprese rafforzandone le basi patrimoniali. Mentre il rapporto tra le emissioni nette di azioni e l'insieme dei finanziamenti al settore privato nel quinquennio 1981-85 si è attestato in media intorno al 20 per cento, l'indebitamento nel triennio 1983-85 è tornato in limiti fisiologici, scendendo anche al di sotto del livello degli ultimi anni sessanta.

Questi favorevoli sviluppi si sono potuti determinare grazie a una politica dei redditi che negli ultimi anni ha contenuto la dinamica salariale, in termini nominali e reali, e che ha portato a rivedere legislativamente il meccanismo di scala mobile, ambedue contribuendo a moderare le aspettative inflazionistiche che innescavano la spirale retribuzioni-prezzi. Da sola una politica dei redditi non sarebbe stata sufficiente, ma essa è stata complementare a una politica monetaria divenuta sempre meno permissiva.

2.2. Gli squilibri che hanno caratterizzato l'economia italiana, al pari delle altre che fan parte dell'OCSE, dalla prima metà degli anni settanta — elevato livello di inflazione, tendenza decrescente del tasso di sviluppo, espansione del fabbisogno pubblico, apparizione e scomparsa di forti disavanzi esterni, flessione degli investimenti produttivi, eccessivo indebitamento delle imprese — sono stati fronteggiati con una complessa manovra che, specialmente nell'esperienza dell'ultimo quinquennio, si è articolata su diversi fronti.

Poiché la politica di bilancio, già meno rapida nell'intervento per sua intrinseca caratteristica legata alla struttura decisionale, era essa stessa causa degli squilibri, il più importante strumento cui si è fatto ricorso nella lotta all'inflazione è stata la politica monetaria. La stessa dimensione degli squilibri, la loro natura non finanziaria, l'impossibilità di determinare *a priori* il tasso d'interesse reale in grado di produrre l'aggiustamento, la crisi del mercato dei titoli a reddito fisso, la necessità infine di risultati rapidi e possibilmente precisi, sono state le principali considerazioni che indussero le autorità a scegliere un approccio di regolazione quantitativa; la convinzione, inoltre, che la struttura finanziaria italiana e la condizione di disavanzo nelle partite correnti con l'estero rendevano inadatto un controllo incentrato sulla moneta, spinsero a individuare nel credito totale interno l'obiettivo intermedio da raggiungere con il ricorso a vincoli diretti, sia sul passivo sia, soprattutto, sull'attivo delle banche.

Le riserve obbligatorie, riformate nel 1975, hanno portato ad un progressivo inasprimento del coefficiente effettivo che ha raggiunto a fine 1985 il 19,7 per cento. Due anni prima, era stato applicato per la prima volta un massimale agli impieghi, rimasto quasi ininterrottamente in vigore fino al giugno 1983. Infine, per influenzare la ripartizione dei flussi tra prestiti e titoli non pubblici venne introdotto un vincolo di portafoglio a favore di questi ultimi, al dichiarato scopo di provvedere fondi agli istituti speciali di credito, spiazzati nella loro opera di raccolta dall'accresciuta preferenza dei risparmiatori per la liquidità.

Soprattutto nei momenti in cui più acuti erano gli squilibri, la politica monetaria ha agito sia attraverso la regolazione dell'afflusso dei capitali bancari e dei termini di regolamento per importazioni ed esportazioni, sia mediante l'imposizione (per tre volte, nel 1974, nel 1976 e nel 1981) di un deposito previo sulle importazioni, di un'imposta sulla vendita di valuta estera (per un breve periodo nel 1976) e di un deposito infruttifero dal 1973 sugli investimenti all'estero, di fatto quelli di portafoglio e immobiliari; soltanto in tempi recenti quest'ultimo è stato ridotto a tappe dal 50 per cento all'attuale livello del 15 per i privati e parzialmente azzerato per i fondi comuni d'investimento.

Nel corso degli ultimi anni sono stati progressivamente abbandonati gli schemi di controllo quantitativo basati su strumenti di tipo diretto: essi hanno la conseguenza di impoverire l'efficienza e la funzionalità dei mercati controllati e di eccitare la nascita di altri che, almeno temporaneamente, sfuggono all'azione restrittiva. Ma le autorità hanno dimostrato che la loro abolizione non implica rinuncia allo strumento; nell'ottica della rapidità e precisione d'intervento si spiega il ripristino temporaneo nel primo semestre del 1986 del limite all'espansione degli impieghi bancari in lire: il diffondersi di aspettative circa un riallineamento all'interno dello SME aveva indotto gli operatori a diminuire sul finire del 1985 la loro esposizione debitoria in valuta e ad ampliare quella in moneta nazionale.

Da quando al credito totale interno sono succeduti, come principali obiettivi intermedi, il credito all'economia e la moneta (M2), si è optato sempre più per un metodo di controllo indiretto a mano a mano che gli squilibri si attenuavano, che le distorsioni crescevano e che l'efficacia degli strumenti diminuiva; si è tornati, perciò, a dare maggiore spazio ai mercati della moneta, del credito e dei cambi attraverso la regolazione della base monetaria e dei tassi di interesse. In particolare, questi ultimi sono stati ricondotti a livelli alti e positivi in termini reali, ciò che ha consentito di assicurare condizioni di sostenibilità a una ricchezza finanziaria in rapida espansione per effetto del pubblico disavanzo.

Forte delle esperienze degli anni settanta, la politica del cambio ha avuto come elemento essenziale di riferimento l'aggancio allo SME; allorché i differenziali d'inflazione all'interno della Comunità minacciavano la competitività di prezzo delle imprese italiane, operazioni di riallineamento hanno permesso di riacquisire uno spazio di manovra; cura è sempre stata posta nel non compensare completamente attraverso il cambio il peggior andamento, rispetto all'estero, di prezzi e costi al

nostro interno, al dichiarato scopo di esercitare attraverso gli inevitabili attriti una pressione all'aggiustamento strutturale e alla compressione dei costi.

Nel processo di riaggiustamento della finanza pubblica, il segmento cui ha arriso sinora maggior successo è il debito pubblico, la cui politica ha avuto tre specifici momenti: la riforma del meccanismo di asta per l'emissione dei BOT nel 1975, il "divorzio" tra Tesoro e Banca d'Italia, l'introduzione di nuovi strumenti.

Per un più efficace controllo monetario era indispensabile un efficiente mercato monetario; ciò indusse a innovare nel meccanismo d'asta, affidando alla Banca centrale un ruolo di partecipante, piuttosto che quello di sottoscrittore residuale dei titoli non domandati come avveniva dal 1962, con possibilità quindi di contribuire a determinare il prezzo di assegnazione. Da quell'anno il mercato dei BOT si è ampliato e irrobustito; allorché i rendimenti offerti sono divenuti positivi in termini reali, esso ha permesso un finanziamento non monetario del Tesoro, essendo la domanda finale espressa dalle imprese e, soprattutto, dalle famiglie.

Questo sviluppo si è potuto manifestare a pieno col "divorzio" tra Tesoro e Banca centrale, vale a dire con la rimozione nel 1982 dell'impegno preso dalla Banca centrale, sulla base di una delibera assunta dal Comitato del credito nel 1975, di soddisfare il fabbisogno dello Stato attraverso l'acquisto di carta emessa dal Tesoro. Si è così restituita autonomia all'istituto di emissione nella regolazione della moneta e del credito, fissando il principio secondo cui lo Stato deve cercare sul mercato i mezzi per far fronte alle proprie necessità di cassa.

A tale scopo, si è dovuto procedere anche ad introdurre nuovi strumenti finanziari, quali CCT, CTE, CTR e CCT convertibili, le cui caratteristiche di rendimento sono state studiate per venire incontro alla domanda dei risparmiatori in un ambiente dominato da alta e volatile inflazione e alla necessità del Tesoro, pressato da un fabbisogno che ha superato nel 1985 i 100 trilioni di lire, di poter gestire il proprio indebitamento con minor affanno. Perciò, il progressivo allungamento delle scadenze a condizioni che nel tempo non si rivelassero disastrose per il pubblico erario è divenuto l'obiettivo principale della politica del debito pubblico. Col materializzarsi della disinflazione, maggiore ricorso è stato fatto alle emissioni a tasso fisso, rivitalizzando il BTP, strumento ben noto al pubblico italiano. Tra il 1980 e il 1983 è mutata profondamente la composizione tra i titoli a breve e quelli a medio termine di nuova emissione: la quota dei BOT è scesa dall'84 per cento

al 12 del totale flusso delle nuove emissioni. Nel 1980 la vita media del debito pubblico era di poco superiore all'anno; alla fine del 1983 saliva a poco più di diciotto mesi; attualmente è di circa quattro anni.

L'accumularsi del disavanzo pubblico ha fatto sì che il debito dello Stato, che dal 1970 a oggi è passato dal 25 a oltre il 100 per cento del PIL, divenisse la questione centrale nel dibattito sulla politica finanziaria del Paese. Si può osservare, comunque, che non esiste un livello critico del debito, ma un problema di sostenibilità ove la politica di bilancio non si dia cura degli effetti dovuti all'accumulazione di passività pubbliche, oltre che sul servizio del debito, anche sulla composizione del portafoglio dei loro detentori.

2.3. Volendo riassumere, la lezione più importante che si trae dalla politica economica degli ultimi cinque-dieci anni consiste nella crescente consapevolezza del ruolo del mercato quale allocatore di risorse non solo reali, ma anche finanziarie, e del sistema dei prezzi come il meccanismo attraverso il quale segnalare le scarsità relative e le preferenze del pubblico. Limitandoci agli aspetti finanziari, ciò emerge chiaramente non solo dal cammino percorso dalla politica monetaria, ma anche dalla minore insistenza rispetto al passato sulle agevolazioni creditizie agli investimenti. Le cattedrali nel deserto che il credito agevolato contribuì a far erigere negli anni settanta non sono ancora dimenticate e continuano a pesare sulla pubblica finanza; inoltre, v'è maggiore consapevolezza dei guasti che un approccio meramente amministrativo può produrre all'interno di un organismo creditizio, che per assolvere correttamente la propria funzione-obiettivo deve poter giudicare quali sono i rischi e quali i rendimenti di un investimento, essendo libero da condizionamenti.

Un altro campo in cui l'importanza del mercato ha appena cominciato a manifestarsi e necessita di ulteriori conferme è quello della liberalizzazione del movimento dei capitali. Quest'ultima sembra essere una delle condizioni di base per realizzare pienamente l'integrazione economica, senza la quale la Comunità economica europea resterebbe prevalentemente un'area di libero scambio di merci: la legge n. 599/86, che ha reso meno severe le norme che regolano i rapporti con l'estero dei residenti italiani, finalmente stabilendo il principio che tutto ciò che non è espressamente vietato è lecito, si iscrive nel riavviato movimento verso una maggiore libertà cui sono improntati altri provvedimenti assunti negli ultimi tempi. Sono tutti indirizzati verso il traguardo, ancora lontano, della completa libertà dei movimenti di capitale,

impegno formalmente riaffermato dall'Italia al più alto livello comunitario. La liberalizzazione in materia non potrà non procedere in parallelo con il risanamento economico e finanziario; l'eliminazione del disavanzo corrente al netto degli interessi nel pubblico bilancio finisce col diventare una necessità dettata anche da considerazioni internazionali.

Sebbene l'economia italiana scalpiti per una piena integrazione nel mercato finanziario internazionale, esigenze di stabilità del sistema nel suo complesso richiedono di procedere con decisione, ma senza inutili e pericolosi velleitarismi. La piena libertà di movimento per i capitali costringerà non solo a seguire politiche economiche sempre meno discoste da quelle applicate dal o dai paesi "leader" della Comunità, ma imporrà alle strutture finanziarie italiane continui ammodernamenti per resistere alla concorrenza nell'attrazione di fondi da parte degli intermediari finanziari esteri, anche dopo il superamento della fase iniziale di aggiustamento del portafoglio dei risparmiatori tra le attività in valuta e quelle in lire. E la scarsa risposta che è venuta dal mondo bancario italiano alle spinte innovative nel campo dei prodotti finanziari fa nascere qualche preoccupazione in ordine alla stabilità del sistema.

3. L'innovazione finanziaria in Italia

Prima di affrontare la diversificata fenomenologia dell'innovazione finanziaria appare utile considerare la composizione delle attività e delle passività finanziarie totali del settore privato che comprende, accanto alle famiglie, anche le imprese non finanziarie. L'aver scelto questo aggregato invece delle sole famiglie, proprietario finale di ogni forma di ricchezza, ha lo svantaggio di eliminare ogni tipo di azioni o di quote emesse dalle società, ma ha il pregio di evitare i problemi di valutazione relativi sia alle imprese trattate su un mercato sia a quelle non quotate o non quotabili.

Dalla tavola 1 relativa alle passività finanziarie totali, sempre del settore privato, emerge che tra il 1975 e il 1985 il peso degli impieghi in lire è rimasto sostanzialmente costante intorno al 52 per cento, anche se dopo il 1980 e fino al 1984 esso è caduto al di sotto del 50 per cento per effetto della più stringente politica monetaria; gli impieghi in valuta sembrano attestarsi su valori più alti dopo il 1980, presumibilmente per lo stesso motivo, rinforzato dalla minore alea di cambio conseguente alla nostra partecipazione allo SME. Per i prestiti degli istituti speciali di

TAVOLA 1

CONSISTENZA DELLE PASSIVITÀ FINANZIARIE TOTALI DEL SETTORE PRIVATO
(Composizione percentuale)

	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Impieghi bancari ¹	52,5	53,3	50,9	52,1	53,9	51,7	48,6	46,8	47,4	47,1	51,4
in lire ¹	0,9	2,7	5,0	3,8	4,2	6,8	6,1	5,6	6,4	7,9	5,6
in divisa	—	—	—	—	0,4	1,2	1,4	0,9	0,5	0,2	0,1
Accettazioni bancarie	1,2	1,2	1,3	1,7	2,0	2,3	2,7	2,9	2,9	3,4	3,4
a breve	31,8	30,6	29,4	28,6	26,0	24,1	23,8	24,2	22,7	21,7	21,3
a lungo	—	0,4	0,8	0,9	1,0	0,9	1,0	1,1	1,1	1,4	1,4
Factoring ³	—	—	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,6	0,7	0,9	1,2
Leasing	1,0	1,5	2,2	2,7	2,6	2,3	2,3	3,5	3,6	3,9	5,6
Obbligazioni indicizzate	8,4	7,5	6,1	5,4	4,6	3,7	3,1	2,7	2,5	1,9	—
Altre obbligazioni	4,2	2,8	4,2	4,7	5,1	6,8	10,7	11,7	12,2	11,6	10,0
Passività verso l'estero	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Totale	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

¹ Incluse le sofferenze ed esclusi gli impieghi a favore delle società di "leasing" e di "factoring"; i dati sono corretti per una stima degli effetti delle procedure di presentazione contabile da parte delle banche nei periodi in cui il massimale era in vigore.

² Esclusi gli impieghi a favore delle società di "leasing" e di "factoring".

³ I dati relativi ai prestiti attraverso le società di "leasing" e di "factoring" sono stati stimati; le cifre per il "leasing" si riferiscono ai contratti in essere al valore dei beni locati, al netto delle quote di capitale implicite nei canoni già riscossi.

Fonte: C. CARANZA e C. COTTARELLI, *Finanziaria Innovazione in Italy*, e *Lopsided Process*, Banca d'Italia, maggio 1986. Alla cortesia degli AA. è dovuto anche l'aggiornamento dei dati al 1985.

credito sono evidenti sia la tendenza all'aumento degli impieghi a breve termine, sia quella ben più rilevante dei mutui a flettersi; ambedue testimoniano con la crisi di identità degli istituti il venir meno del supporto costituito dal vincolo di portafoglio e dal credito agevolato, cui si è aggiunta negli anni più recenti per l'accorciarsi della durata degli impieghi la discriminazione fiscale costituita dall'imposta sostitutiva. Altrettanto può dirsi delle obbligazioni: quelle indicizzate appaiono in costante progresso, le altre, presumibilmente quasi tutte a tasso fisso, sono cadute dall'8,4 per cento nel 1975 a meno del 2 alla fine del periodo; l'inflazione corrente e attesa spiega ampiamente questo andamento. Infine, le passività sull'estero si sono accresciute sino a toccare un massimo del 12,2 per cento nel 1983 per le stesse ragioni che giustificano l'aumento degli impieghi in valuta.

Le forme nuove come le accettazioni bancarie, il "leasing" e il "factoring" inesistenti nel 1975 rappresentano congiuntamente nel 1985 soltanto il 2,7 per cento del totale delle passività; ove si considerino anche le obbligazioni indicizzate si passa nell'intervallo dall'1 a meno del 7 per cento. Una prima, provvisoria conclusione che si può trarre è che l'inflazione, il disavanzo pubblico e la volatilità dei tassi dell'interesse, piuttosto che spingere a sostituire vecchi strumenti con nuovi, hanno influito maggiormente sulla composizione delle attività finanziarie tradizionali.

Esaminando la tavola 2 delle attività finanziarie totali, non si ottengono informazioni diverse. La moneta (biglietti, monete, depositi) è affetta da una forte tendenza negativa, che si manifesta dal momento in cui divengono fortemente positivi i tassi reali dell'interesse. Ciò è vero sia per i depositi bancari sia per i risparmi postali; per le monete e le banconote la discesa è più lineare, trattandosi di un "trend" storico. I certificati di deposito degli istituti speciali di credito sono rimasti stazionari; quelli delle aziende di credito sono cresciuti dal 1983, ma a tassi inferiori alle attese. I BOT e i CCT appaiono le uniche attività in forte espansione: sostanzialmente assenti all'inizio del periodo, rappresentano alla fine ciascuno il 14 per cento del totale, avendo sostituito nei portafogli le attività monetarie. Le altre obbligazioni risultano in diminuzione, presumibilmente per il concentrarsi sullo Stato delle necessità di finanziamento degli altri enti pubblici. Le attività sull'estero restano trascurabili, segno tangibile del permanere di ostacoli al libero flusso dei capitali.

Tra le attività nuove, le accettazioni bancarie hanno una breve parabola che al massimo le porta a toccare lo 0,4 per cento del totale nel 1981 per diventare statisticamente non rilevabili nel 1985; i titoli atipici e i fondi d'investimento restano anch'essi appena percepibili sino al

CONSISTENZA DELLE ATTIVITÀ FINANZIARIE TOTALI DEL SETTORE PRIVATO
(Composizione percentuale)

	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Biglietti e monete	8,7	8,2	7,7	7,3	6,8	6,8	6,7	6,2	5,8	5,3	4,9
Depositi bancari	66,5	67,7	69,0	67,5	66,1	64,5	60,9	60,0	55,6	51,5	47,9
CD bancari	—	—	—	—	—	—	—	—	0,5	1,0	1,5
Risparmi postali	9,4	9,3	9,3	9,4	9,9	9,1	8,2	7,5	7,0	6,6	6,7
BOT	0,1	1,5	3,0	3,9	5,8	9,3	13,5	13,5	13,7	14,2	13,9
Accettazioni bancarie	—	—	—	—	—	0,3	0,4	0,3	0,2	0,1	—
CD degli ICS	2,6	2,2	1,9	2,0	1,7	1,6	1,7	2,7	2,5	2,6	2,4
CCT	—	—	0,6	1,5	2,2	2,3	2,7	4,1	8,3	11,4	14,0
Altre obbligazioni	12,3	10,1	8,1	8,0	6,8	5,2	5,2	4,9	5,6	6,0	5,6
Titoli anticipi e fondi d'investimento	—	—	—	—	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,4	2,1
Attività sull'estero	0,4	0,7	0,4	0,4	0,6	0,8	0,5	0,6	0,6	0,9	1,0
Totale	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: C. CARANZA e C. COTTARELLI, *Financial Innovation in Italy: a Leapfrog Process*, Banca d'Italia, maggio 1986. Alla cortesia degli AA. è dovuto anche l'aggiornamento dei dati al 1985.

1983, quando cominciano a crescere in conseguenza dell'istituzione dei fondi comuni di diritto italiano, che nel 1985 rappresentano il 2,1 per cento. Si può considerare confermata la conclusione raggiunta analizzando le sole passività: la politica monetaria e quella del debito pubblico hanno determinato una ricomposizione del portafoglio in cui le forme nuove rappresentano più una promessa che una realtà.

3.1. L'esempio più importante nell'esperienza italiana di innovazione finanziaria è costituito dalle obbligazioni indicizzate. Le cause del suo prepotente affermarsi sono da ricercarsi nell'inflazione e nell'esplosione del fabbisogno pubblico: senza l'una non si sarebbe prodotto l'accorciamento dell'orizzonte temporale che dissecca i mercati a medio-lungo termine del tasso fisso, senza l'altra non si sarebbe avuto un fenomeno di tali dimensioni. La spinta a far uso di titoli indicizzati più che dal mercato è venuta dalle autorità non solo per i titoli pubblici, ma anche per quelli privati, poiché l'emissione di obbligazioni, come di azioni, oltre certi limiti è soggetta ad autorizzazione amministrativa.

Allorché, essendo mutato l'atteggiamento della politica monetaria in favore di tassi reali fortemente positivi, si pose il problema di finanziare un crescente fabbisogno pubblico con titoli che non era necessario rinnovare già nell'anno di emissione, l'opzione cadde su una indicizzazione finanziaria ancorata al rendimento dei BOT; per le obbligazioni private si fece riferimento anche ai tassi del mercato interbancario o a quello degli impieghi commerciali. Con tale meccanismo si soddisfaceva la preferenza per la liquidità dei risparmiatori in un contesto di inflazione alta e soprattutto variabile che non permetteva di esprimere aspettative sui tassi che sarebbero prevalsi nel medio-lungo termine; dall'altro, si permetteva all'emittente di separare il rischio d'interesse, che rimaneva a suo carico, da quello di provvista ("funding"). E lo Stato aveva bisogno di ridurre, per la stessa funzionalità del mercato dei BOT, la velocità di rinnovo del proprio debito.

Infine, l'indicizzazione ha il pregio della simmetria, cosicché nella fase calante dell'inflazione il debitore beneficia automaticamente con minimi ritardi dell'abbassamento dei tassi nominali; quand'anche nella fase acuta dell'inflazione si fosse disposti a pagare un tasso d'interesse fisso tale da indurre i sottoscrittori a prendere carta a lungo termine, col ridursi della velocità di aumento dei prezzi l'unica possibilità per il debitore di non disonorare le proprie obbligazioni sta nel rimborso anticipato delle stesse.

Con l'indicizzazione finanziaria si protegge il rendimento di un'attività a medio-lungo termine, il che significa che il capitale dato in

prestito, in termini reali, viene rimborsato con il pagamento delle rate d'interesse; il rimborso risulta perciò accelerato rispetto al ripagamento del capitale nominale previsto dal piano di ammortamento. A questo effetto di "front loading" si è in parte ovviato con l'emissione di certificati del Tesoro in ECU; nei limiti in cui l'inflazione differenziale si riflette prima o poi nella ragione di cambio, il capitale nominale in lire si rivaluta e la cedola è meno gravata dall'onere di mantenere il capitale indenne dall'inflazione; inoltre, le emissioni in ECU hanno il compito di offrire al risparmiatore un surrogato per le attività in valuta non acquisibili alle condizioni prevalenti sui mercati internazionali e all'emittente la possibilità di affermare la propria fiducia nello sviluppo dell'unità monetaria europea.

Infine, è solo l'indicizzazione reale o ai prezzi che corregge del tutto l'effetto di rimborso anticipato del prestito, ma essa ha avuto scarsa fortuna, nonostante il favore di cui gode presso accademici e politici. Ad essa è stata e, probabilmente, continua ad essere contraria l'autorità monetaria, che la ritiene una resa all'inflazione, incompatibile con l'obiettivo di ridurre l'indicizzazione dei salari ai prezzi, pericolosa per la politica di bilancio che vedrebbe slittare in avanti o almeno finanziata automaticamente una forte aliquota di oneri che oggi appaiono come spese correnti. Quest'ultima ragione è anche quella che ha frenato lo sviluppo dei titoli senza cedola ("zero-coupon") e quelli con forte differenziale rispetto alla parità ("deep discount"). Per connessione, si può menzionare che nel settore privato sono apparse altre innovazioni, quali le obbligazioni "drop lock" o quelle dotate di "warrant", ma le uniche che hanno trovato un certo favore sono le convertibili, comprese quelle in azioni di società non controllate (c.d. convertibili indirette).

3.2. Tra le innovazioni volute o favorite dalle autorità, alcune, come le accettazioni bancarie e le operazioni di pronti contro termine, hanno già concluso la loro parabola, altre, come le azioni di risparmio e le analoghe quote, sono in forte espansione o hanno buone prospettive di sviluppo.

La storia delle accettazioni bancarie è emblematica dell'innovazione creata e cancellata dalla regolamentazione fiscale; la riduzione dall'1 per cento all'1 per diecimila dell'imposta di bollo rese conveniente l'emissione di questi titoli. In un periodo in cui era in vigore il massimale agli impieghi che ghiacciava le quote di mercato delle aziende di credito, le accettazioni permettevano una minima fluidificazione del circuito dei fondi. Per evitare che lo strumento determinasse un

aggiramento del massimale furono stabiliti limiti quantitativi all'emissione dall'autorità monetaria; con l'abolizione del massimale venne meno la ragione principale della loro esistenza. Ma il colpo di grazia venne assestato dall'autorità fiscale allorché chiari che non v'era esenzione per gli interessi delle accettazioni.

Le operazioni di pronto contro termine sono anch'esse dovute all'iniziativa della banca centrale per poter effettuare la regolazione delle riserve bancarie, sia in acquisto sia in vendita, su base temporanea e a tassi in linea con le tendenze da imprimere o da salvaguardare sul mercato. Introdotta nel 1979, questa tecnica di controllo monetario è stata perfezionata nel 1981 attraverso un meccanismo competitivo. L'imitazione da parte delle banche non fu gradita dalla banca centrale, poiché essa si risolveva in un'attività di raccolta di fondi che non apparivano come depositi e non scontavano la riserva obbligatoria. Decretata a fine 1982 la loro sottoposizione a questo vincolo, sono scomparsi dal panorama bancario.

Un'altra innovazione, invocata soprattutto da quei banchieri che sono favorevoli a una più netta distinzione tra disponibilità monetarie e depositi a tempo, è il certificato di deposito delle aziende di credito, la cui nascita è stata incentivata mediante un notevole miglioramento della remunerazione della riserva obbligatoria dovuta sugli stessi, attualmente non discosta dai tassi di mercato; nonostante ciò, il loro sviluppo dal 1983 non è stato quello atteso ed ha indotto di recente la banca centrale a rendere più attraente lo strumento ampliando le scadenze e facilitando la formazione di un mercato secondario.

Tra gli strumenti di mercato finanziario che non hanno richiesto la creazione di nuovi intermediari o quasi-intermediari vi sono le azioni di risparmio. Disciplinate nel codice civile dal 1974, possono essere emesse da tutte le società per azioni e quotate indipendentemente dall'azione ordinaria, ma debbono, sommate alle più antiche azioni privilegiate con voto limitato, essere contenute nel limite del 50 per cento del capitale sociale. La loro principale attrattiva per la società emittente o, più precisamente, per il gruppo che la controlla è l'assenza del diritto di voto, compensata con una maggiorazione nel dividendo, che può essere però vanificata da un più che proporzionale sovrapprezzo azionario. Per il portatore il vantaggio della remunerazione è reso ancor più cospicuo da una tassazione cedolare del 15 per cento. La velocità con cui questo strumento si sta sviluppando in una congiuntura di borsa favorevole e di buona profittabilità delle imprese (emissioni per 514 miliardi nel 1984, 816 nel 1985, 5.583 da gennaio a settembre 1986) ha indotto le autorità

che presiedono alle emissioni sul mercato primario a lanciare qualche segno di preoccupazione, temendo l'eccessivo divaricarsi delle quotazioni delle azioni ordinarie da quelle di risparmio e il consolidarsi dei gruppi di comando ben al di là di quanto sia nell'interesse della società e del mercato; naturalmente la reazione degli interessati è stata vivace e critica.

Alcuni istituti di credito di diritto pubblico e le casse di risparmio hanno modificato i propri statuti in modo da associarsi per la prima volta capitale privato. Esso ha assunto la forma di quote di risparmio, non dissimili nelle connotazioni tecnico-giuridiche e nel trattamento fiscale alle omologhe azioni di risparmio. Nel triennio 1984-86 si sono avute emissioni per 615 miliardi, che hanno raccolto danaro fresco per oltre 1.350 miliardi. Ancora più innovativi sono i titoli partecipativi che sono stati introdotti dagli enti creditizi, soprattutto casse di risparmio, che hanno struttura di fondazione. La loro emissione è al momento soltanto oggetto di grande attenzione e di dibattito; è questo un caso singolare di innovazione finanziaria voluta dalle autorità, ma disciplinata e solo in via di principio da atti amministrativi quali sono gli statuti. Poiché manca una disciplina giuridica, puntuale e astratta, che in un paese a diritto scritto non può provenire che dal Parlamento, si è in presenza di una varietà di titoli atipici espressi, però, non dalla forza del mercato, ma dagli obiettivi di ricapitalizzazione e di privatizzazione parziale perseguiti dalle autorità monetarie, autrici e vittime di una politica di salvataggi che ha portato la quota pubblica del sistema bancario a crescere a spese della privata.

3.3. I titoli atipici, così detti perché non rispondono alle caratteristiche di archetipi fissati dalla legge, sono il frutto della inventiva del mercato nel cercare di sfruttare alcune lacune ("loopholes") nella disciplina civilistica, amministrativa e fiscale. Sebbene pienamente in linea con la tradizione dell'innovazione finanziaria all'estero, che vuole il mercato attento a ogni smagliatura della rete dei controlli e le autorità intente a rendere più restrittiva la regolamentazione o a "legalizzare" i nuovi prodotti, nel panorama italiano questi titoli sono atipici anche nel senso che non sono stati patrocinati dalle autorità!

L'inflazione è anche in questo caso la radice più profonda dello sviluppo di nuovi prodotti; soprattutto perché la borsa non era in grado di offrire uno scudo contro l'erosione monetaria e le attività finanziarie del Tesoro non erano ancora offerte a rendimenti reali positivi, il risparmiatore era alla ricerca di investimenti immobiliari. L'aumento

vertiginoso dei prezzi di case e terreni rendeva difficile, se non impossibile, per il piccolo risparmiatore l'investimento diretto; si sviluppò così una domanda per certificati collegati all'attività immobiliare che si avvale, sotto il profilo giuridico, sia del contratto di associazione in partecipazione sia della legislazione svizzera in tema di fondi comuni di investimento immobiliare. Se si aggiunge la sostanziale immunità fiscale a causa dell'incerto regime che distingueva siffatti titoli, si spiega il favore dei risparmiatori e l'attenzione dell'opinione pubblica di cui hanno goduto per qualche tempo.

Un altro filone di titoli atipici è più strettamente finanziario e trova le sue origini nei vincoli al credito. A causa del razionamento provocato dal massimale, si determinava una spinta a raccogliere risparmio direttamente, cortocircuitando le banche e il mercato mobiliare. È questo, ad esempio, il caso delle imprese di locazione finanziaria ("leasing") che di solito in Italia sono alimentate dal credito bancario; alcune di esse pensarono di raccogliere direttamente tra i risparmiatori emettendo o certificati che incorporavano lo schema del contratto di associazione in partecipazione o fedi di investimento, limitate invero agli enti di gestione fiduciaria menzionati nella legge sulle assicurazioni private.

Dopo la quasi totale scomparsa di questa fenomenologia, sarebbe oziosa una disamina di titoli che nel momento di massimo fulgore si presentavano sotto una cinquantina di forme diverse; ciò che vale sottolineare è che nella seconda metà degli anni settanta e nei primi del decennio in corso essi rappresentarono una forma di cartolarizzazione ("securitization"), non dovuta alle banche e anteriore agli sviluppi registrati sulla scena finanziaria internazionale. V'è da osservare che la "securitization" nel mondo bancario è nata per dare possibilità di smobilizzo sul mercato secondario a varie forme di credito, cosicché la creazione di un mercato secondario è la sua ragion d'essere. Invece, il tallone d'Achille dei titoli atipici è stato proprio la mancanza di un mercato su cui poterli realizzare: soprattutto per quelli a base immobiliare la possibilità di liquidare l'investimento era legata al desiderio di altri di entrare nell'affare; allorché il mercato si è "girato" e v'è stata una prevalenza di riscatti, il meccanismo si è inceppato.

La crisi, infatti, di questi nuovi prodotti si è avuta allorché sono venuti meno i presupposti che li avevano fatti sorgere; la disinflazione, la caduta dei valori immobiliari, l'apparizione di attività finanziarie con alto rendimento reale, la scomparsa dei vincoli quantitativi all'espansione del credito sarebbero stati sufficienti a ridimensionare il fenomeno;

esso ha ricevuto un colpo, forse fatale, da due leggi del 1983, una che ha sottoposto l'emissione di titoli atipici all'autorizzazione della Banca d'Italia ai fini del controllo dei flussi finanziari e alla preventiva comunicazione alla CONSOB ai fini della trasparenza, l'altra, molto più efficace della prima nel comprimerli, con la quale si è stabilita una ritenuta d'imposta su tutti i loro frutti.

Le esperienze fatte dai risparmiatori con i titoli atipici non sono state particolarmente felici: alcune si sono risolte in "buchi" finanziari con seguito di insolvenze e procedure concorsuali; un'altra, certamente la più importante, si dibatte in una crisi di liquidità che non permette i riscatti e spera che il salvataggio avvenga attraverso una "italianizzazione" del fondo; un'altra, infine, tra quelle che hanno avuto maggiore successo, cerca di abbandonare il campo trasformandosi in società finanziaria regolarmente quotata.

La scarsa base civilistica di siffatti strumenti che porta taluni studiosi a dubitare della loro liceità, la volontà delle autorità fiscali di veder facilitato il proprio compito attraverso la tipizzazione degli stessi, la domanda di protezione del risparmiatore che diventa più acuta ogni qual volta il mercato reclama le sue vittime, gli stessi interessi delle istituzioni che dovrebbero da angoli visuali diversi occuparsi della supervisione, sono tutti fattori che spingono verso la definizione per via legislativa di intermediari o quasi-intermediari abilitati ad emettere particolari tipi di passività e/o a svolgere determinate attività. Considerati le attuali tendenze internazionali, la faticosità del procedimento legislativo italiano, gli inevitabili rischi di interferenze e sovrapposizioni, sia tra vecchi e nuovi intermediari sia nell'ambito dei nuovi, è lecito nutrire dubbi sulle capacità del nostro sistema finanziario di marciare al passo con i tempi.

3.4. Nel 1983 insieme con la regolamentazione dei titoli atipici giunse, dopo vent'anni circa di tentativi naufragati in Parlamento sullo scoglio del trattamento fiscale, la disciplina dei fondi comuni mobiliari aperti. Invero, il mercato italiano aveva conosciuto da tempo i fondi lussemburghesi, abilitati a operare in Italia dal Ministro del commercio estero e facenti capo a importanti componenti del sistema creditizio italiano; la loro attività, però, è stata condizionata, per la parte che non si investiva in valori italiani, dall'applicazione del deposito infruttifero. L'affermarsi dei fondi di diritto italiano ha coinciso con un favorevole ciclo di borsa che, in qualche misura, ha contribuito a rafforzare. Nel solo 1985 il patrimonio netto è aumentato di 18.000 miliardi circa e nel settembre 1986 ammontava a 62.500 miliardi, dei quali circa 19.600 investiti in azioni, 6.000 in obbligazioni e il resto in titoli pubblici. In un paio

d'anni si è coperta la distanza che separava sotto questo profilo l'esperienza italiana in tema di fondi comuni da quella degli altri cinque paesi maggiormente industrializzati.

Come sempre accade quando un fenomeno finanziario viene legislativamente regolamentato, è sorto il problema della possibilità per le gestioni fiduciarie in monte di poter legalmente sopravvivere. Inoltre, la rapidità con cui i fondi sono cresciuti non ha permesso di sviluppare una prassi o una deontologia che assicuri l'indipendenza degli amministratori delle società di gestione dal gruppo che le controlla nell'esercizio, ad esempio, del diritto di voto relativo alle azioni possedute dal fondo.

La maggior parte dei 59 fondi comuni oggi operanti ha una matrice bancaria: delle 38 società che li gestiscono, 25 fanno capo almeno in parte a un'azienda o a un istituto di credito e sono ricomprese tra quelle attività ancillari che senza alcuna precisione tecnica o giuridica sono definite parabancarie. In questo settore tradizionalmente sono incluse le società di "leasing" e quelle di "factoring", ambedue attività che sembrano avviarsi verso una definizione e una regolamentazione legislativa. L'importanza del "leasing" è innegabile: a fine 1985 l'ammontare dei finanziamenti in essere veniva stimato in 7.000 miliardi circa e la crescita del triennio 1983-85 è avvenuta al tasso di oltre il 20 per cento. Il fatto che i quattro quinti delle locazioni facciano capo a 78 società possedute o controllate da una o più istituzioni creditizie spiega, insieme col venir meno dei controlli quantitativi sul credito, come mai per la provvista dei fondi si faccia affidamento sul credito bancario e soprattutto su quello degli istituti speciali. L'origine e la caratteristica finanziaria del "leasing" in Italia è d'altro canto la ragione principale della maggiore tranquillità di questo settore rispetto, ad esempio, al mercato tedesco nel quale sembra aver maggior peso il "leasing" industriale. È indubbio che se si volesse meglio definire i diritti, gli obblighi e le facoltà del locatore e del locatario o permettere addirittura una raccolta diretta, la regolamentazione legislativa finirebbe col diventare inevitabile.

L'attività di "factoring", pur risalendo agli anni sessanta in Italia, ha conosciuto di recente un rapido sviluppo con la costituzione di numerose società facenti capo soprattutto ad istituzioni creditizie, ma anche a gruppi industriali e commerciali; se ne contano 40. Nel 1985 l'incremento di attività è stato del 50 per cento e a fine anno i finanziamenti in essere erano pari a 5.200 miliardi. In assenza di una particolare disciplina, la pratica ha adattato lo schema giuridico della cessione del credito. Le iniziative parlamentari in corso per una regolamentazione legislativa dovranno affrontare il problema della

crescente presenza di gruppi industriali e risolvere possibili conflitti tra attività creditizia da un lato e attività industriale dall'altro, ove si prosegue lungo la strada che le vuole separate.

Altri intermediari sembrano allinearsi ai nastri di partenza delle aule parlamentari: dalle banche d'investimento ai fondi pensioni, dai fondi immobiliari a quelli mobiliari chiusi, dalle gestioni patrimoniali alle società fiduciarie, alle società con attività finanziaria residuale. Troppi intermediari legislativamente inquadrati renderanno il nostro sistema bancario e finanziario, già scarsamente diversificato nelle tipologie operative, ma amministrativamente disciplinabile con notevole flessibilità, molto più articolato ma anche più rigido. Una così ampia offerta di regolamentazione per legge è molto probabile che incontri una forte domanda di privilegi fiscali per i nuovi intermediari e/o strumenti.

Un'ultima notazione: da quanto si è detto a proposito dell'innovazione dei prodotti emerge che il sistema bancario, il cui atteggiamento spesso è (e deve essere) conservatore, non è stato spinto a innovare nemmeno dalla disintermediazione conseguente al finanziamento del fabbisogno pubblico sul mercato. In effetti, esso non ha subito una contrazione dei propri utili, avendo il collocamento dei titoli pubblici sostituito nei margini di contribuzione l'investimento nei medesimi. Inoltre, a mio avviso, non è estraneo a questo comportamento delle banche il fermo controllo delle autorità di vigilanza. Molta maggiore attenzione da parte delle istituzioni creditizie è stata dedicata, invece, all'innovazione nel campo degli intermediari o delle attività che potranno dar luogo, nel tempo, al sorgere di nuovi intermediari; si pensi, in aggiunta a quelle già menzionate, all'attività di garanzia e, soprattutto, collocamento di titoli che alcune società finanziarie hanno saputo sviluppare in modo egregio con l'aiuto di aggressive reti di vendita. Ciò è vero principalmente per i grandi istituti mobiliari, che la crisi degli anni settanta ha spinto sempre più verso i lidi del mercato finanziario e ai quali si debbono alcune innovazioni in Italia nel comparto obbligazionario.

4. Il processo di deregolamentazione-regolamentazione

Una seconda, formidabile componente della politica finanziaria in quasi tutti i paesi industrializzati è stata la deregolamentazione che, ad

esempio, nel campo dei tassi d'interesse negli Stati Uniti si è risolta in una vera e propria deregolazione. In Italia si è, invece, ancora alle prese con la liberalizzazione verso l'estero dei movimenti di capitale. La libertà di accesso alla borsa estesa anche agli stranieri, la creazione dei "market makers", l'abolizione delle commissioni fisse sono tutte di là da venire. La stessa trattazione continua mediante calcolatori è appena agli albori: nella borsa italiana regnano ancora l'agente di cambio e le "grida".

Se qualche esperienza nella deregolamentazione strutturale si è avuta, essa non poteva non riguardare la componente più importante e più regolamentata delle strutture finanziarie, il sistema creditizio; per le altre, invece, si pone un problema, diventato ormai di grande attualità, di un minimo di regolamentazione o almeno di supervisione. L'esempio più cospicuo di allentamento di alcuni vincoli strutturali al sistema bancario è dato dalla rimozione nel 1986 della sospensiva adottata vent'anni prima alla costituzione di nuove aziende di credito; essendo stato concesso dalla Comunità economica europea di avvalersi ancora per un periodo transitorio del principio del bisogno economico, la costituzione di nuovi enti creditizi ora è possibile, ma assoggettata a condizioni che vincolano in buona misura la discrezionalità amministrativa. Nell'intento di adattare la struttura bancaria allo sviluppo delle diverse regioni o aree di mercato e ridurre il grado di segmentazione, nuovi criteri sono stati adottati in tema di apertura di dipendenze bancarie, di trasferibilità delle medesime, di ampliamento dell'area di operatività territoriale delle aziende di credito. Un'altra, modesta manifestazione di deregolamentazione delle aziende di credito si può ravvisare nella loro maggiore autonomia, graduata in base alla solidità patrimoniale, nella concessione dei fidi di più rilevante importo o di durata superiore al breve termine.

4.1. Per l'intermediazione finanziaria si è posta, in effetti, l'esigenza di effettuare un minimo di regolamentazione a causa dei ritardi con i quali essa si è sviluppata nel nostro Paese. La scarsa rilevanza della borsa, che aveva condotto un acuto studioso a chiedersi se valesse ancora la pena di tenerla in piedi, l'assoluta preponderanza dell'attività bancaria e creditizia, la tipicità degli strumenti, la specializzazione dei ruoli non avevano fatto sorgere per lunghi decenni dopo gli anni trenta il problema di una qualche forma di regolamentazione dell'attività finanziaria.

Soltanto nel 1974 venne approvata l'istituzione di una Commissione (CONSOB) nella quale sono stati concentrati poteri che erano

rimasti a lungo divisi e silenti con riguardo alla borsa — operazione già prevista dalla legge bancaria del 1936 e mai attuata — e alla quale, soprattutto, è stato affidato un sistema di supervisione sulle società per azioni, in particolare su quelle quotate, con riferimento ai bilanci, al conto economico, alla revisione dei medesimi, alle partecipazioni reciproche. Con gli anni ottanta l'emergere di un'intermediazione atipica e la creazione di nuovi intermediari hanno spinto ad ampliare il campo di operatività della Commissione a ogni forma di sollecitazione al pubblico risparmio mediante valori mobiliari. Infatti, sotto questo profilo, sono stati tempestivamente emanati regolamenti relativi alle offerte di fondi comuni, di servizi di amministrazione fiduciaria, di gestioni patrimoniali personalizzate, di vendita di qualsiasi titolo a domicilio.

L'obiettivo che la legge ha assegnato alla CONSOB è quello della trasparenza, esigenza da soddisfare, secondo la stessa Commissione, attraverso "un'informazione adeguata, cioè non contraddittoria, non suggestiva, non scorretta... alla fine chiara e il più possibile completa". Lo strumento per realizzarla è il prospetto, da rendere pubblico dopo l'accettazione da parte della Commissione che ne autorizza il deposito. Va da sé che, come per qualsiasi atto della pubblica amministrazione, l'accettazione può avvenire soltanto se la sollecitazione che si intende effettuare non contrasta con norme di legge inderogabili o non sia contraria all'ordine pubblico.

Questo tipo di impostazione, pienamente condivisibile, potrebbe tendere a mutare radicalmente ove si affermasse e si espandesse la tendenza, in nome della tutela del risparmio o del contraente più debole, a fare valutazioni del prospetto sotto il profilo della pericolosità dell'investimento proposto; ciò comporterebbe, nella valutazione del rischio, la sostituzione della pubblica amministrazione al singolo investitore e al mercato nel suo complesso. Atteggiamenti "protettivi" non sono estranei alla tradizione creditizia e finanziaria italiana; v'è da chiedersi, però, se essi rispondono alle esigenze attuali che militano a favore di un accresciuto ruolo dei mercati, insieme a un buon funzionamento dei medesimi. A questo riguardo non si può essere dogmatici e la linea di demarcazione tra giudizio di trasparenza e giudizio di pericolosità passa senz'altro attraverso una zona grigia di discrezionalità tecnico-amministrativa. Se si ha presente, però, che l'innovazione finanziaria che ha origine dal mercato è stata in Italia più scarsa che in altri ordinamenti, si è giustificati nell'esprimere qualche preoccupazione a proposito delle tendenze emergenti.

Che ci si trovi su un piano inclinato, potrebbe essere confermato da alcune posizioni assunte dalla stessa Commissione, desiderosa di ampliare la propria competenza con controlli sui soggetti, in particolare sugli intermediari. La trasparenza afferisce alle operazioni, non agli operatori: affermare che il "controllo... non può ovviamente esaurirsi nella mera verifica preventiva del documento rappresentato dal prospetto, ma deve piuttosto accompagnare e seguire l'attuazione della proposta e gli sviluppi concreti delle attività di raccolta e di impiego..." significa delineare un meccanismo che, se incorpora anche l'obiettivo dianzi accennato di limitare i rischi, potrebbe condurre a un sistema di vigilanza prudenziale orientato agli intermediari, con la conseguenza, presto o tardi, che la stabilità di questi ultimi potrebbe far premio sull'efficienza del mercato.

Tale potenziale sviluppo potrebbe essere ritenuto auspicabile al fine di combattere le transazioni derivanti da informazioni privilegiate ("insider trading"). La correttezza degli operatori, insieme con la trasparenza delle operazioni, dovrebbe essere il punto cardinale dell'azione della CONSOB. Una facile strada per assicurare la prima potrebbe apparire quella di sottoporre l'insieme degli intermediari finanziari ad autorizzazione e a controlli. A mio avviso, si possono avere questi ultimi, senza con ciò frenare il malvezzo dell'"insider trading", che attiene al comportamento scorretto di persone fisiche; il come farvi fronte è uno dei temi su cui dovranno esercitarsi sia la professione sviluppando una prassi e una deontologia, sia tutte le autorità legislative e amministrative. Dal suo canto la CONSOB ha già espresso alcune interessanti opinioni sulle modalità sanzionatorie.

5. La privatizzazione

Nei programmi di politica economica di quasi tutti i paesi membri del Gruppo dei Sette, la vendita di attività finanziarie pubbliche appare tra gli obiettivi dell'azione governativa. La "ratio" non è da ricercare soltanto nell'ideologia liberistico-conservatrice di molti governi; più in generale, è avvertita l'esigenza di liquidare una parte del patrimonio pubblico per finanziare il disavanzo o ridurre il debito, e quella di restituire alla proprietà e alla gestione privata beni che non sembrano rispondere più ad un bisogno collettivo specifico. Anche sotto questo profilo la politica finanziaria italiana non è allineata a quella dei principali paesi industrializzati.

Il problema, però, non è assente dal dibattito pubblico; personaggi di fama accademica e di rilevanza politica sono chiaramente schierati a favore della privatizzazione, e nel dibattito sulla legge finanziaria per il 1987 hanno anche formulato specifiche proposte quantitative. Né si può dire estraneo alle opzioni del Governo, avendo la Presidenza del Consiglio nominato un'apposita commissione di studio. Qualcosa, comunque, è stato realizzato; e poiché si tratta di proprietà pubblica non potevano non essere coinvolti singoli ministri e singoli ministeri.

Due esempi vengono alla mente: quello delle banche pubbliche, comprese le casse di risparmio, e quello delle partecipazioni statali; in ambedue il fattore che ha spinto ad una politica di privatizzazione è stata la crisi fiscale dello Stato e la conseguente impossibilità per il Tesoro di provvedere mezzi finanziari, che avrebbero dato a loro volta un rendimento scarsissimo o nullo e accresciuto ancor più l'indebitamento dello Stato a tassi elevati in termini reali. Per le casse di risparmio, che mai hanno attinto all'erario pubblico per il proprio rafforzamento patrimoniale, v'è stato anche il desiderio di aprirsi al mercato, facendo assumere uno "status" ibrido al proprio capitale, che in parte resta di fondazione e in parte diviene di una sorta di società di capitali. Per le banche pubbliche in senso stretto sono state le loro necessità di capitalizzazione a forzare nel senso di una maggiore partecipazione privata o di un'apertura in quella direzione. Per le partecipazioni statali è stata la pressione a ridurre i conferimenti ai fondi di dotazione che ha spinto l'IRI, e in minor misura l'ENI, a vendere sul mercato parte dei pacchetti azionari. Hanno ritrovato così la propria strada nei portafogli privati azioni bancarie, telefoniche, di società finanziarie capo gruppo, di aviolinee, sempre rimanendo l'azionista pubblico in posizione maggioritaria.

È stata riscoperta la "formula IRI" che molti successi e apprezzamenti riscosse negli anni cinquanta e sessanta e che entrò in crisi nel decennio successivo insieme con tutta la grande industria nazionale; anzi, l'IRI, essendo presente nei settori ad alta intensità di capitale e con elevata capacità produttiva, ha finito col soffrire più degli altri gruppi. Nel 1983-86 le cessioni di partecipazioni hanno fruttato al gruppo quasi 4.200 miliardi e quella di immobili e terreni oltre 900 miliardi; a questi risultati hanno contribuito il risanamento industriale e, ovviamente, il forte andamento ascendente della borsa. Per l'ENI si è trattato, invece, di un fenomeno molto più modesto (300 miliardi circa nel 1984-86), ma non meno significativo, considerato che la tradizione del gruppo non è nel senso della partecipazione dei privati, e che l'alto grado di

integrazione tra le diverse società operative nel settore energetico le rende meno adatte a un azionariato eterogeneo.

Se le vendite in borsa decise dagli organi dei due gruppi sono avvenute senza grandi clamori, diverso è il caso della vendita, tentata ma non realizzata, dell'intero settore alimentare da parte dell'IRI. La mancanza di procedure consolidate nella vendita di interi comparti, l'insospettata quanto tardiva domanda da parte di vari gruppi concorrenti, la polemica politica che ne è seguita spiegano perché gli unici risultati siano state le controversie giudiziarie e, almeno per un certo periodo, l'incertezza sull'avvenire delle società cedende. Fortunatamente il secondo tentativo di vendita di un intero settore, quello automobilistico, è stato coronato da un successo che può cancellare il ricordo del precedente tentativo abortito, soprattutto se i risultati economici della nuova società saranno soddisfacenti.

Guardando all'esperienza complessiva dei due filoni di privatizzazione, si nota che la tradizione italiana di associare capitale privato a capitale pubblico ne risulta confermata. Resta da valutare se per un miglior funzionamento del mercato non sia preferibile avere una separazione verticale più netta, vale a dire che le imprese che si ritiene di privatizzare siano vendute completamente, e che le poche che si vuole mantenere in mano pubblica abbiano funzioni-obiettivo specifiche e comunque diverse da quelle di un'omologa società privata. La politica francese di privatizzazione sembra essere improntata a questa seconda soluzione.

6. Conclusioni

Due riflessioni conclusive. La prima riguarda la vitalità della borsa, la cui capitalizzazione è passata da 35.000 a oltre 200.000 miliardi dalla fine del 1983 ad oggi. Non è soltanto il miglioramento delle quotazioni, frutto, a sua volta, delle positive condizioni e aspettative di redditività delle imprese, a impressionare favorevolmente chi osservi comparativamente le principali borse mondiali. V'è anche la struttura della domanda che è mutata per l'arrivo dei fondi mobiliari, per l'interesse mostrato dagli investitori esteri, per il desiderio di molte famiglie di riequilibrare il proprio portafoglio dall'eccesso di titoli pubblici di cui è rigonfio, aiutate in ciò dalle banche e da intraprendenti società finanziarie con agguerriti venditori. Ne è riprova il fatto che l'imposizione del deposito obbligatorio non ha bloccato il ciclo delle quotazioni.

Dal punto di vista dell'offerta, stimolata dall'affermarsi di tassi d'interesse reali che rendevano meno conveniente l'indebitamento bancario, v'è da sottolineare non solo l'ingente volume di risorse che la borsa è riuscita a fornire alle imprese (5.000 miliardi circa nel 1985 e 9.400 nei primi nove mesi del 1986), ma anche una tendenza ad ampliare il listino (40 nuovi titoli dalla fine del 1984), sebbene la relativa scarsità di imprese medie possa mantenere il numero delle reclute, almeno nel mercato ufficiale, a livelli modesti. Ciò di cui la borsa ha bisogno, come si è già accennato, è un miglioramento delle strutture operative, una liberalizzazione dell'accesso degli operatori, una riduzione dei tempi per l'effettiva consegna dei titoli. Tutto ciò attiene alla sfera tecnica e giuridica, non al sostrato economico che appare oggi incline ad esprimere un mercato finanziario di respiro adeguato a un paese altamente industrializzato. Il periodo degli orsi tornerà, ma se l'analisi è corretta è ragionevole attendersi che non scenderanno sino alle ultime valli.

Una seconda riflessione, necessariamente sintetica, è che va facendosi strada la "globalizzazione" dei mercati, soprattutto di quelli finanziari, grazie anche alla cartolarizzazione degli attivi bancari. La piena partecipazione dell'Italia a questa tendenza internazionale non potrà non essere legata al completamento della liberalizzazione valutaria, che richiederà ancora qualche tempo ma che non potrà essere rinviata ad un imprecisato domani a causa degli impegni presi in sede comunitaria. Sarebbe opportuno che quest'intervallo fosse usato dalle autorità come dagli operatori per definire un insieme di regole, di comportamenti e di modalità operative che rendano i mercati italiani, finanziario in generale e di borsa in particolare, non troppo dissimili da quelli dei maggiori paesi europei: a prova di una ritrovata fede nella buona capacità del mercato nell'allocare le risorse come pure della vocazione a vivere da Europei in un mondo integrato.

MARIO SARCINELLI