

Sessione 3

L'ITALIA

Presidente: *Luigi Spaventa*

RICCHEZZA FINANZIARIA E INDEBITAMENTO DELL'ECONOMIA ITALIANA DAL 1950 AL 2004

*Riccardo De Bonis**

1. Introduzione

Nel 1951 l'Italia era un paese agricolo. Il reddito pro-capite era il 50 per cento di quello inglese e meno del 70 per cento di quello francese. Le attività finanziarie erano una volta e mezzo il PIL (fig. 1). Le attività verso i non residenti erano il 10 per cento del PIL (fig. 2).

Nel dopoguerra l'Italia è diventata un paese industriale. Oggi il reddito pro-capite è circa il 90 per cento di quello inglese e il 96 per cento di quello francese (in anni passati il confronto era per noi più favorevole). Le attività finanziarie sono 7 volte il PIL. Le attività verso non residenti sono pari al PIL.

Obiettivo di questo lavoro è offrire una sintesi dello sviluppo finanziario italiano dal 1950 a oggi, utilizzando come fonte principale le consistenze di attività e passività finanziarie ricostruite da Bonci e Coletta (2006). Si analizzano i cambiamenti del risparmio delle famiglie, dell'indebitamento delle imprese, della struttura di bilancio delle società finanziarie, in particolare delle banche. Un'attenzione minore è rivolta al settore delle Amministrazioni pubbliche, data la numerosità dei contributi sull'evoluzione di lungo periodo del debito pubblico¹, e ai rapporti con il resto del mondo, che avrebbero meritato una trattazione autonoma².

L'evoluzione della struttura finanziaria è interconnessa con la dinamica dell'economia reale, in particolare con l'andamento del ciclo economico, degli investimenti, dell'inflazione; risente dei cambiamenti

* Banca d'Italia, Servizio Studi. Si ringraziano Massimo Coletta, Giuseppe Della Torre, Giuseppe Marotta, Federico Signorini e Ignazio Visco per i commenti a una versione precedente del lavoro. Miria Rocchelli ha curato le tavole e i grafici. Le opinioni espresse nel testo sono personali e non impegnano la responsabilità della Banca d'Italia.

¹ Cfr. Artoni e Biancini (2003). Nei conti finanziari le passività delle Amministrazioni pubbliche (AP) sono diverse dal debito pubblico. Le prime, infatti, sono considerate al valore di mercato, mentre il debito pubblico è di norma espresso in termini nominali. Nei conti finanziari, inoltre, le passività delle AP comprendono strumenti, ad esempio i derivati, non inclusi nella definizione consueta di debito (cf. Banca d'Italia, 2006).

² Si veda Biagioli (1995).

nella regolamentazione bancaria e finanziaria³; è influenzata dal regime della politica monetaria e dalle innovazioni fiscali, come mostrato dal saggio di Ricotti e Sanelli in questo volume. Senza dimenticare l'importanza di questi nessi, essi saranno trattati al minimo, soprattutto per esigenze di spazio.

Ci siamo concentrati sui principali strumenti finanziari disponibili nell'economia: biglietti e monete, depositi, titoli, prestiti, azioni e partecipazioni, quote di fondi comuni, riserve tecniche di assicurazione e quote di fondi pensione (cfr. tav. 1). Secondo la tradizione prevalente dei conti finanziari italiani, le statistiche presentate nel lavoro non sono consolidate.

Dopo l'introduzione, il lavoro è suddiviso in cinque paragrafi, dedicati ai cinque decenni che seguono il 1950. Il paragrafo 7 riassume le tendenze principali di lungo periodo.

2. Gli anni cinquanta: successi e incertezze

Negli anni cinquanta, in un quadro di stabilità monetaria (il costo della vita crebbe in media del 3,5 per cento all'anno) e di forte crescita economica (il PIL aumentò di oltre il 6 per cento medio annuo), le autorità monetarie puntarono a un rafforzamento del sistema creditizio, dopo i fallimenti degli anni trenta⁴. L'aumento del numero degli sportelli bancari fu funzionale all'obiettivo di accrescere la raccolta del risparmio. All'inizio del decennio i depositi erano pari a circa il 50 per cento del totale delle attività finanziarie delle famiglie; il peso del circolante superava il 10 per cento (tav. 2).

Negli anni cinquanta le obbligazioni e le azioni ebbero un ruolo rilevante nel finanziamento delle imprese. Le obbligazioni pesarono per il 6 per cento nel flusso di fondi alle imprese nel periodo 1951-53; per il 10 per cento negli anni 1954-59; per il 9 per cento nel triennio 1960-62⁵. Si tratta di valori che nel Novecento sono stati raggiunti solo in poche

³ Una sintesi della trasformazione del sistema finanziario che guarda a questi aspetti è offerta da Onado (2003).

⁴ Sul sistema creditizio negli anni cinquanta si vedano Albareto (1999), Albareto e Trapanese (1999), Pittaluga (1999). Goldsmith e Zecchini (1999) discutono l'andamento delle attività finanziarie rispetto al PIL.

⁵ Cfr. Cotula (1999), tav. 2.

occasioni. Il peso delle obbligazioni non fu trascurabile anche in termini di consistenze nelle passività finanziarie delle imprese.

Ancora maggiore fu il contributo al finanziamento delle imprese fornito dalle azioni. Tra il 1950 e il 1961 le azioni non sono mai scese sotto il 35 per cento del totale del passivo di bilancio (tav. 3). Le famiglie aumentarono progressivamente la detenzione di azioni, diminuendo il possesso di depositi, la cui incidenza scese nel 1960 al 32 per cento, quasi venti punti percentuali in meno rispetto al 1950.

Le autorità monetarie ritenevano che, accanto al rafforzamento del sistema creditizio, si dovesse perseguire l'obiettivo di un aumento delle emissioni obbligazionarie e azionarie delle imprese, viste come strumenti complementari ai finanziamenti bancari. Le banche erano scettiche su questi sviluppi⁶. Le difficoltà delle emissioni obbligazionarie e, soprattutto, di quelle azionarie si sarebbero manifestate dall'inizio degli anni sessanta. Sulla raccolta azionaria avrebbero pesato, oltre all'atteggiamento negativo delle banche, altri fattori: la ritrosia delle imprese alla quotazione, per il timore della perdita del controllo delle società e l'onere di dover aumentare la trasparenza sui conti aziendali; le riforme fiscali che disincentivarono l'offerta e la domanda di azioni; l'assenza di una riforma della Borsa; il rallentamento ciclico dell'economia dopo il boom del 1958-1963; l'incremento del credito agevolato che avrebbe reso meno necessaria la raccolta di mezzi esterni; la crescente pressione sui mercati finanziari che sarebbe arrivata dalle Amministrazioni pubbliche; la scarsa attenzione, colmata solo di recente, per la tutela dell'investitore e degli azionisti di minoranza⁷.

Passando agli altri settori istituzionali, nella anni cinquanta, le attività e le passività del resto del mondo avevano un peso contenuto sul

⁶ Vicarelli (1982) sostiene che le banche temevano la concorrenza e la disintermediazione da parte dei mercati.

⁷ Secondo la periodizzazione proposta da Barbiellini Amidei e Impenna (1999), gli anni 1949-1955 sono quelli del possibile decollo della borsa; la fase 1956-1961 è definita come l'occasione mancata; il periodo 1961-64 è quello di crisi e declino strutturale. Si veda pure il commento di Pagano (1999). Come notato da Vicarelli (1979): *"Solo verso la fine degli anni cinquanta l'aumento dell'autofinanziamento da un lato e una relativa espansione del mercato dei capitali dall'altro hanno creato le condizioni per una possibile disintermediazione delle banche. Le vicende degli anni sessanta, e in particolare il rapido aumento delle necessità di finanziamento del settore pubblico e del credito agevolato, hanno tuttavia scongiurato, anche attraverso un altrettanto rapida espansione degli Istituti di credito speciale, che il sistema degli intermediari nel suo complesso corresse questo rischio"*. Aganin e Volpin (2005) sostengono che l'andamento della borsa in Italia non è stato collegato ai cambiamenti nel grado di protezione degli investitori, ma è correlato negativamente al numero di imprese pubbliche quotate.

totale delle attività e delle passività dei residenti e dei non residenti (tav. 4); erano basse anche in rapporto al PIL. Dalla seconda metà del decennio, i surplus della bilancia commerciale dell'Italia diedero luogo a una posizione creditoria netta del paese verso l'estero, che sarebbe prevalsa per molti anni. Anche le Amministrazioni pubbliche, come il resto del mondo, avevano un ruolo limitato nell'emissione e nella detenzione di strumenti finanziari; le loro passività erano intorno al 30-40 per cento del PIL.

3. Gli anni sessanta: la macchina rallenta

Negli anni sessanta è naturale individuare un "decennio breve": i primi tre anni del decennio appartengono a quel periodo di accelerazione della crescita, iniziata nel 1958, che si innestava sull'espansione degli anni cinquanta. Gli anni sessanta, inoltre, finirono in anticipo, con l'autunno caldo del 1969, che darà inizio alle turbolenze, ben maggiori, del decennio settanta.

Il "decennio breve" comincia nell'ottobre del 1963, con la manovra restrittiva di politica monetaria contrastante le tensioni inflazionistiche manifestatesi dal 1962⁸. La manovra riuscì: l'aumento del costo della vita scese dal 7,6 per cento del 1963 al 4,7 nel 1965. La crescita del reddito subì un rallentamento: il PIL, che era salito del 7,1 per cento nel 1963, aumentò del 3,9 nel 1964. Nella parte restante del decennio la crescita si mantenne comunque soddisfacente.

Dal 1963, e fino alla fine del decennio settanta, la struttura finanziaria italiana imboccò un percorso che condusse a un ridimensionamento della Borsa. Dato il ricordato andamento positivo della raccolta azionaria negli anni cinquanta, all'inizio del decennio il passivo di bilancio delle imprese era caratterizzato da un'alta incidenza delle azioni. Scelte fiscali (l'introduzione della ritenuta cedolare d'acconto nel 1962 mirante ad assicurare la nominatività obbligatoria delle azioni) e di politica economica (la nazionalizzazione dell'industria elettrica nel 1962) generarono impatti negativi sulla domanda e l'offerta di azioni⁹. Le famiglie sostituirono le azioni con i depositi, il cui peso sulle attività finanziarie salì al 45 per cento nel 1970, un valore simile a quello dei primi anni cinquanta (tav. 2).

⁸ Per commenti sulla manovra si vedano i contributi in Graziani (1972).

⁹ Sugli aspetti fiscali si rimanda a Ricotti e Sanelli in questo volume.

Le difficoltà della Borsa – l'indice dei corsi fu in diminuzione tra il 1963 e il 1970 – condussero a una caduta del finanziamento azionario. Iniziava a crescere l'importanza dei prestiti bancari nelle passività delle imprese. Non erano problemi solo italiani. Anche in altri paesi europei le imprese dovevano fronteggiare una riduzione dell'autofinanziamento, difficoltà nelle emissioni azionarie, una crescita nell'indebitamento bancario¹⁰. Una specificità italiana, che contribuiva a peggiorare la situazione delle imprese, era rappresentata dallo spiazzamento che le emissioni di titoli pubblici e di società pubbliche, come l'Enel, provocavano nei confronti delle emissioni private.

Gli istituti di credito speciale (ICS) premevano sul mercato finanziario per collocare quantità crescenti di obbligazioni; le aziende di credito diventavano il canale di finanziamento degli ICS, dando inizio alla doppia intermediazione, un meccanismo che sarebbe esploso negli anni settanta. Negli anni sessanta l'obiettivo prioritario di politica economica, anche per le autorità monetarie, rimaneva la crescita economica, necessaria per colmare il divario che ancora esisteva tra l'Italia e i paesi europei più ricchi. Il tema di fondo era, come negli anni cinquanta, l'accumulazione del capitale¹¹. Non doveva mancare il credito necessario a finanziare lo sviluppo degli investimenti e delle infrastrutture. Questi prestiti dovevano essere a medio e a lungo termine e dovevano essere erogati dagli ICS. Che non si trattasse di una questione astratta è testimoniato dal fatto che proprio nel 1963 una delibera del CICR definiva per la prima volta i 18 mesi come il discrimine tra credito a breve e a medio-lungo termine; si trattava di un limite che la legge bancaria non aveva specificato. Più volte, dopo il 1936, le grandi banche avevano cercato di ampliare i finanziamenti a lungo termine alle imprese. Per risolvere il problema, negli anni sessanta si scelse di delimitare con precisione il confine tra breve e medio-lungo termine, rafforzando la specializzazione temporale dei prestiti.

La doppia intermediazione aumentava il peso delle attività e delle passività finanziarie detenute dalle società finanziarie, allora costituite in

¹⁰ Discutendo di mercati finanziari europei, Lamfalussy (1972) notava che: *“Per varie ragioni i fondi disponibili per l'autofinanziamento si sono nettamente ridotti tra il 1960 e il 1965-66. ... c'è stato da parte delle imprese pubbliche e private un sensibile aumento del ricorso a fonti di finanziamento esterne. Ora, questo fatto ha coinciso con il generale declino delle Borse europee e, di conseguenza, con la crescente difficoltà di effettuare aumenti di capitale. La domanda addizionale di fondi si è dunque trasferita, nella quasi totalità, sugli intermediari finanziari; in particolare, sulle banche e sugli istituti di credito specializzati”*.

¹¹ Per una sintesi di questo dibattito si veda Vicarelli (1981).

gran parte da Banca d'Italia e banche¹², sul totale degli strumenti finanziari dell'economia (tav. 5). Per le attività, la politica di stabilizzazione dei corsi dei titoli, perseguita tra il 1966 e il 1969, contribuiva a gonfiare il portafoglio titoli della Banca centrale. Per le passività, proseguiva la crescita dei depositi bancari (fig. 5 e tav. 6). Le famiglie continuavano a investire in biglietti e monete circa il 9 per cento delle loro attività finanziarie.

Nella seconda parte degli anni sessanta le Amministrazioni pubbliche iniziarono a esercitare una pressione sui mercati dei capitali. Il rapporto tra le passività complessive delle AP e il PIL si portò al 60 per cento sul finire del decennio (fig. 6). Tra le passività salì il peso dei titoli, mentre si manteneva costante quello dei prestiti bancari (tav. 7). Continuava a diminuire l'incidenza della raccolta postale, la cui remunerazione non aveva tenuto il passo dei rialzi stabiliti dalle banche per i propri depositi¹³.

In un quadro di liberalizzazione valutaria e di avanzo di parte corrente della bilancia dei pagamenti, negli anni sessanta le passività del resto del mondo nei confronti dell'Italia si mantennero maggiori delle corrispondenti attività. La posizione creditoria netta verso l'estero dell'Italia era legata alle possibilità di acquisire strumenti finanziari emessi da non residenti. Una fonte di deflussi verso l'estero fu, ad esempio, la necessità di sostenere le esportazioni attraverso la concessione di prestiti finanziari e crediti commerciali¹⁴. Già negli anni cinquanta, nel quadro della ripresa postbellica e dell'integrazione internazionale del paese, le banche erano state importanti nel sostenere l'espansione dei settori esportatori. L'evoluzione delle passività e delle attività del resto del mondo avrebbe registrato un cambiamento drastico negli anni settanta.

4. I terribili anni settanta

Gli anni settanta sono stati segnati dalle tensioni sociali e politiche più intense del dopoguerra. Il decennio è stato investito da due recessioni: la prima, dal marzo del 1974 al maggio del 1975; la seconda, dal febbraio

¹² Intermediari non bancari, assicurazioni e fondi pensione, fondi comuni erano allora poco sviluppati o assenti.

¹³ Su questo aspetto e sull'indebolimento della Cassa depositi e prestiti cfr. De Cecco (1968).

¹⁴ Su questi temi si rimanda all'analisi di Roccas e Santini (1979).

al dicembre del 1977¹⁵. I due shock petroliferi, nel 1973 e nel 1979, hanno contribuito, soprattutto nel primo caso, a un forte rialzo dell'inflazione, che nel decennio si mantenne sul valore medio del 14 per cento. Negli anni settanta si sono succeduti vari episodi di svalutazioni della lira, con una grave crisi valutaria all'inizio del 1976. Il circolo vizioso tra inflazione, aumento dei costi, svalutazione del cambio è stato il tratto distintivo del periodo. Già colpite dall'autunno caldo del 1969, le imprese subirono, fino al 1978, aumenti di costo, una caduta della profittabilità, un incremento del leverage. Gli squilibri dell'economia reale e l'inflazione elevata si riflessero in variazioni nella composizione delle attività e passività finanziarie delle banche, delle famiglie e delle imprese tra le più intense del dopoguerra.

Può essere utile partire dai cambiamenti che investirono le banche. Nei primi anni settanta iniziò un ridimensionamento, destinato a protrarsi per circa 15 anni, del peso dei prestiti sul totale delle attività del sistema creditizio. Insieme alla fasi recessive dell'economia, agirono gli strumenti amministrativi di politica monetaria e i suoi orientamenti restrittivi. Come nel 1963, la politica monetaria reagì ad accelerazioni dei prestiti considerate all'origine di attacchi speculativi contro la lira¹⁶. Il massimale sui prestiti fu introdotto per la prima volta nel luglio del 1973. Il suo utilizzo fu prorogato, con modalità diverse, fino ai primi anni ottanta¹⁷. Per effetto del massimale la quota dei prestiti bancari sul totale delle attività delle banche scese dal 62 per cento del 1972 al 41 per cento nel 1983. Il rapporto prestiti/PIL iniziò a diminuire dall'inizio degli anni settanta.

L'altro fattore decisivo nell'influenzare la composizione degli attivi bancari fu il vincolo di portafoglio, introdotto anch'esso nel 1973. Il provvedimento imponeva alle aziende di credito di accrescere la consistenza dei titoli a reddito fisso detenuti, privilegiando, in particolare, le emissioni degli istituti di credito mobiliare, dell'ENEL, dell'ENI e di

¹⁵ La periodizzazione delle recessioni dagli anni settanta a oggi è desunta da Altissimo, Marchetti e Oneto (2000).

¹⁶ *“Le crisi inflazionistiche e di bilancia dei pagamenti sono state sempre precedute, sia nell'ultimo decennio sia nel periodo precedente, da un innalzamento del rapporto tra finanziamenti al settore pubblico e a quello privato e prodotto nazionale. La restrizione monetaria è risultata sempre efficace nel controllo di tale crisi. È apparso in tutta la sua evidenza, a partire dal 1973, un meccanismo che, attraverso un aumento delle disponibilità liquide delle imprese, conduce a esportazioni di valuta, accumulo speculativo di scorte, deprezzamento del valore esterno della moneta, inflazione”*, Fazio (1979).

¹⁷ Sulla politica monetaria tra la fine degli anni settanta e il decennio successivo si vedano Gaiotti e Rossi (2003).

società private. L'obiettivo del provvedimento era quello di dirigere le risorse bancarie verso i finanziamenti a lungo termine¹⁸. In forme progressivamente attenuate il vincolo di portafoglio è stato in vigore fino al 1986¹⁹. Per effetto del vincolo l'incidenza dei titoli è salita, nelle attività finanziarie delle banche, dal 18 per cento del 1972 al 28 per cento nel 1982-83, un punto di massimo del periodo esaminato (tav. 6).

La centralità delle banche nell'economia fu rafforzata dal processo di doppia intermediazione, derivante non solo dalle scelte delle autorità ma anche dai comportamenti dei risparmiatori²⁰. L'alta preferenza per la liquidità del pubblico, data l'inflazione crescente, determinava un aumento della raccolta bancaria, indotta dalla scarsità di strumenti alternativi per l'impiego di risparmio. Sul finire degli anni settanta, le famiglie investivano in depositi oltre il 60 per cento delle loro attività finanziarie mentre gli investimenti in titoli, data la carenza di strumenti a tasso variabile, si ridussero al di sotto del 10 per cento.

La crescita della provvista bancaria continuava ad avvantaggiarsi della perdita di quote di mercato del risparmio postale. Un vero concorrente per i depositi bancari sarebbe apparso solo nel 1976, con la nascita dei BOT. Il ruolo crescente della raccolta bancaria negli anni settanta si iscriveva in una tendenza di lungo periodo del sistema finanziario italiano, che dagli anni trenta stava osservando un incremento delle passività delle banche sul totale di quelle dell'economia²¹.

Le difficoltà della Borsa contribuirono a rendere problematica la raccolta di capitale di rischio. La riduzione della quota di azioni e partecipazioni sul totale delle attività finanziarie dell'economia caratterizzò gran parte del periodo. Tra il 1973 e il 1977 il peso del capitale azionario al passivo delle imprese scese dal 27 al 14 per cento. Tra le passività delle imprese salì il contributo dei prestiti bancari, quasi un paradosso, vista la vigenza del massimale. Nel 1977 i prestiti bancari raggiunsero la massima incidenza sul totale delle passività delle imprese del periodo 1950-2004. Il grado di leverage (prestiti bancari e titoli emessi/prestiti, titoli, azioni e partecipazioni) raggiunse un punto di massimo. Date le condizioni di fragilità finanziaria dell'industria, nelle "Considerazioni finali" del 31

¹⁸ Si veda Coltorti (2005) per una bella descrizione degli errori degli istituti speciali nel finanziamento delle grandi imprese pubbliche.

¹⁹ Sui controlli amministrativi cfr. Croff e Passacantando (1979), Cotula e Rossi (1989).

²⁰ Sulle distorsioni indotte dalla doppia intermediazione si veda Cesarini (1976).

²¹ Sul punto si vedano Biscaini e Ciocca (1979) e Balducci *et al.* (1979).

maggio 1975, Carli avanzò la famosa idea di trasformare i prestiti bancari in azioni delle società. La proposta contribuì a ispirare la legge 787/1978 sulla ristrutturazione finanziaria delle imprese; il provvedimento rendeva possibile per le banche il consolidamento dei prestiti e l'entrata in corsorzi che avessero per obiettivo l'acquisizione di quote del capitale delle società. La legge non funzionò; negli anni seguenti le condizioni delle imprese migliorarono per altre vie. Tra il 1977 e il 1980 la quota dei profitti lordi dell'industria sul valore aggiunto tornò a salire per la prima volta dalla fine degli anni sessanta. La crescita della redditività e dell'autofinanziamento spinsero le imprese a restituire debiti contratti in passato, riducendo il leverage²².

Sul finire degli anni settanta, anche a causa dell'esistenza del vincolo di portafoglio, entravano in crisi anche le emissioni di titoli privati, che tra il 1964 e il 1978 si erano mantenute sopra il 6 per cento del totale delle passività delle imprese. Sui mercati finanziari cresceva la pressione del debito pubblico. Mentre proseguiva il calo dell'incidenza della raccolta postale e dei prestiti, nelle passività delle Amministrazioni pubbliche saliva il peso dei titoli²³.

Negli anni settanta si interruppe la fase precedente di liberalizzazione valutaria. Per fronteggiare le difficoltà della bilancia dei pagamenti e per evitare pressioni speculative contro la lira, dal 1972 furono introdotte norme che controllavano o disincentivano l'acquisizione di attività finanziarie verso l'estero da parte dei residenti (ad esempio, deposito infruttifero in lire pari al 50 per cento della somma esportata, limiti ai pagamenti anticipati di importazioni, vincoli alla riscossione posticipata di esportazioni, introduzione nel 1976 della rilevanza penale delle esportazioni clandestine di capitali). Per effetto di queste misure scese la quota delle passività del resto del mondo verso l'Italia sul totale delle passività finanziarie. A ciò contribuì la decisione di impedire alle banche di avere posizioni creditorie nette sull'estero. Dal 1979 crebbero, anche in connessione con i disavanzi della bilancia commerciale italiana, le attività

²² Si veda Barca e Magnani (1989), capitolo secondo. Gli autori hanno proposto la seguente scansione temporale: 1969-1973 sono gli anni di "shocks esogeni, ristrutturazione intensiva e decentramento"; 1974-77 sono "l'età dell'incertezza"; nel 1979-1980, "l'aggiustamento ha inizio dal capitale"; dal 1981, "l'aggiustamento prosegue con il lavoro". Spaventa (1987) nota "*un forte recupero della profittabilità e dei margini nelle imprese a partire dal 1978*".

²³ Tra le passività delle Amministrazioni pubbliche appaiono, prima del 1995, riserve tecniche di enti di previdenza a capitalizzazione, confluiti successivamente nei fondi pensione.

del resto del mondo verso l'Italia. La posizione netta sull'estero del paese diventò debitoria.

In sintesi, gli anni settanta sono stati, nel dopoguerra, i più difficili per il sistema industriale. La crisi delle imprese rafforzò il dibattito sui rischi derivanti da un'importanza eccessiva del sistema creditizio nella finanza italiana. Gli alti livelli di leverage, insieme all'aumento dell'indebitamento pubblico e al ristagno della Borsa, accrescevano la quota di attività e passività finanziarie detenuta dalle società finanziarie, in particolare dalle banche²⁴. L'incontro diretto nei mercati tra soggetti in surplus (risparmiatori) e in deficit (Stato e imprese) si era ridotto a livelli minimi, perché i mercati non esistevano o erano poco efficienti²⁵. Rimandando ai numerosi contributi sul tema²⁶, la creazione di nuovi mercati e il miglioramento di quelli esistenti, nonché l'introduzione di nuovi strumenti finanziari, avrebbero costituito una delle trasformazioni più importanti degli anni che sarebbero venuti, con riflessi sulla composizione di attività e passività finanziarie.

5. Gli anni ottanta tra progressi della struttura finanziaria ed esplosione del debito pubblico

In un quadro segnato dal rientro dell'inflazione e da elevati tassi di interesse reali, negli anni ottanta le banche subirono una disintermediazione dal lato del passivo, per effetto dell'introduzione di nuovi strumenti e di un miglioramento nei meccanismi di funzionamento dei mercati finanziari. La politica monetaria abbandonò gli strumenti amministrativi. Il "divorzio" tra Banca d'Italia e Tesoro favorì una maggiore diffusione di titoli pubblici nell'economia, anche grazie a un utilizzo crescente di strumenti a tasso variabile. Le famiglie iniziarono a diversificare la ricchezza finanziaria. Il debito pubblico esplose. Le imprese riequilibrarono la composizione delle passività²⁷.

²⁴ Data la centralità delle banche, aumentava la letteratura sulle caratteristiche strutturali del sistema creditizio e sull'efficienza allocativa di quelli che erano gli unici intermediari italiani. Sul tema si veda Carli (1975 e 1978).

²⁵ Si discuteva "sul potenziale di instabilità connesso con situazioni di strutturale dissociazione tra centri decisionali di risparmio e di investimenti", Vicarelli (1979).

²⁶ Cfr. per tutti Ciocca (2000).

²⁷ Una sintesi degli sviluppi degli anni ottanta si ritrova in Signorini e Visco (2002), capitolo 5.

Il decennio si aprì con una lunga recessione, dal marzo del 1980 al marzo del 1983. Il saldo finanziario delle imprese fu negativo all'inizio del decennio, per le ultime ripercussioni della crisi industriale degli anni settanta e il permanere di tassi di interesse nominali elevati. Successivamente, la situazione finanziaria delle imprese si riequilibrò, con una crescita, tra le passività, delle azioni e un contenimento dei prestiti, ancora frenati, nel 1982-83, dalla sopravvivenza del massimale e dal ciclo negativo. Proseguiva la caduta del peso delle emissioni di titoli privati. La diminuzione dei tassi di interesse nominali, conseguenza della riduzione dell'inflazione, favorì, come in altri paesi, il rialzo dei corsi azionari, iniziato nel 1982. Il fenomeno si rafforzò dal 1985, facilitando le emissioni azionarie. Il grado di leverage delle imprese si ridusse. Dopo la crisi di Borsa del 1987, il peso delle azioni tornò a scendere, mantenendosi comunque su livelli elevati. I mercati finanziari beneficiarono della nascita dei fondi comuni di investimento. Le imprese migliorarono la propria posizione finanziaria sfruttando la fase espansiva della seconda metà degli anni ottanta: tra il 1986 e il 1990 il PII crebbe in media del 2,9 per cento, contro l'1,7 per cento medio del periodo 1981-85. La disinflazione fu importante nel risanare i bilanci aziendali: il costo della vita aumentò in media del 5,7 per cento tra il 1986 e il 1990, contro il 14 per cento medio degli anni 1981-85.

Passando alle banche, nel 1983, per gestire la fase di uscita dall'esperienza del massimale, fu utilizzato un regime di sorveglianza dei prestiti, abolito nel 1984. In concomitanza di crisi valutarie, il massimale fu reintrodotta, in forme attenuate, nella prima metà del 1986 e nel periodo compreso tra il settembre del 1987 e i primi mesi del 1988. Da allora l'abbandono dei controlli amministrativi e le misure di deregolamentazione bancaria, nell'elevare il livello della concorrenza tra gli intermediari, hanno accresciuto l'incidenza dei prestiti sul totale dell'attivo delle banche, riducendo il peso dei titoli. Finita l'esperienza del vincolo di portafoglio, i titoli tornarono ad assumere il ruolo normale di buffer stock che i modelli teorici dell'impresa bancaria gli assegnano. La vendita dei titoli fu utilizzata per finanziare la crescita dei prestiti nella seconda metà degli anni ottanta. Il rapporto prestiti bancari/PIL, in diminuzione dall'inizio degli anni settanta, tornò a crescere.

Negli anni ottanta le banche fronteggiarono una disintermediazione dal lato del passivo. Il peso dei depositi scese rispetto al PIL, al totale delle passività dell'economia e della ricchezza finanziaria delle famiglie. In quest'ultima crebbe l'incidenza di azioni e titoli pubblici, anche per effetto

della diffusione dei fondi comuni. Solo nella seconda metà degli anni ottanta, in connessione con il rallentamento della Borsa, i depositi mostrarono segnali di risveglio. Il merito va ascritto alla diffusione di uno strumento relativamente nuovo, il certificato di deposito, sul quale gli istituti più efficienti puntarono per accrescere le quote di mercato della provvista. Negli anni sessanta e settanta, la raccolta obbligazionaria, classico strumento di indebitamento degli ICS, aveva oscillato tra il 14 e il 17 per cento del totale del passivo delle banche; più tardi le obbligazioni risentirono dello sviluppo dei certificati di deposito, scendendo sotto il 10 per cento delle passività bancarie nel 1989-1990.

Tra l'inizio e la fine degli anni ottanta le passività complessive delle Amministrazioni pubbliche salirono dall'80 per cento al 120 per cento del PIL. Le consistenze dei titoli emessi iniziarono a collocarsi stabilmente sopra il 70 per cento del totale del passivo delle AP, al cui interno continuava a calare l'incidenza della raccolta postale e dei prestiti bancari. Si divaricava la forbice tra passività e attività finanziarie delle AP.

Dal 1980 al 1992, i flussi di attività finanziarie dei non residenti rimasero superiori alle corrispondenti passività, a causa del livello elevato dei tassi interesse italiani rispetto a quelli esteri, delle restrizioni all'esportazione di capitali da parte dei residenti, rimosse solo dopo il 1990, delle necessità di finanziamento del debito pubblico, del passivo di parte corrente della bilancia dei pagamenti. Per effetti di questi flussi, la posizione netta con il resto del mondo fu debitoria per gran parte degli anni ottanta.

6. Gli anni novanta tra apertura verso l'estero e boom dei mercati

Se abbiamo definito gli anni sessanta come il "decennio breve", gli anni novanta possono essere definiti il "decennio lungo", iniziato nel 1990, ma, in barba alla cronologia e all'aritmetica, ancora in corso. I 14 anni che vanno dal 1991 al 2004 sono infatti accumulati dalla combinazione bassa crescita – bassa inflazione, anche se lo sviluppo è stato particolarmente deludente tra il 2001 e il 2004²⁸.

²⁸ Le periodizzazioni sono sempre arbitrarie. Quella proposta nel testo ha, tra gli altri, il difetto di non ricordare, come momento di rottura, la creazione dell'area dell'euro. Seguendo questa linea di ragionamento, un lettore gentile ci ha proposto la seguente scansione del dopoguerra italiano: 1948-1963 (crescita economica – inflazione - restrizione monetaria); 1964-1972 (shock petrolifero (continua)

Alla crescita insoddisfacente dell'economia italiana si è contrapposto, in particolare tra il 1995 e il 2000, l'aumento più rilevante delle attività finanziarie dagli anni cinquanta a oggi. Esso è stato dovuto, alla crescita delle operazioni con i non residenti e, soprattutto, al forte rialzo di Borsa, in presenza di bassi tassi di interesse. La finanziarizzazione dell'economia italiana è un fenomeno acquisito, che ha resistito alle difficoltà dei mercati azionari tra il 2000 e il 2003.

In questo paragrafo tratteremo, nell'ordine, delle operazioni con i non residenti, della ricchezza finanziaria delle famiglie, delle imprese, delle banche.

Attività e passività finanziarie dei non residenti. – Con la liberalizzazione dei movimenti di capitale, eccezionale è stato l'aumento delle passività emesse da non residenti entrate nel portafoglio degli italiani. Esse hanno toccato, nel 1999, quasi il 16 per cento del totale delle passività di residenti e non residenti, contro il 7 per cento del 1990. All'interno della componente estera della loro ricchezza finanziaria, le famiglie e le imprese hanno accresciuto il peso di obbligazioni e, soprattutto, azioni. Tra il 1999 e il 2001 l'Italia ha avuto una posizione netta creditoria verso l'estero (fig. 2), anche in connessione con i surplus di bilancia dei pagamenti registrati dal 1993 al 1998.

Sono cresciute anche le attività del resto del mondo: il progressivo venir meno, dopo il 1995, del rischio di cambio, ha favorito l'acquisizione, da parte di non residenti, di strumenti finanziari emessi in Italia. Tra le attività detenute dal resto del mondo, notevole è stata la crescita dei titoli, in buona parte rappresentati da quelli del debito pubblico, la cui sottoscrizione è stata incentivata da vantaggi fiscali: nel 2004 i titoli rappresentavano il 52 per cento delle attività dei non residenti, contro il 14 per cento del 1990 (tav. 8).

I cambiamenti nella composizione della ricchezza finanziaria delle famiglie. – Nella seconda metà degli anni novanta, il fenomeno più importante nella composizione della ricchezza finanziaria è stata la crescita del peso di azioni, partecipazioni e quote di fondi comuni²⁹. Negli anni

– inflazione – restrizione monetaria – controlli amministrativi); 1973-1982 (alti tassi di interesse – disinflazione – accumulo di debito); 1983-1992 (liberalizzazione valutaria – crisi sistema monetario europeo); 1993-98 (creazione del mercato unico – preparazione all'euro); 1999-2004 (politica monetaria unica – bassa crescita).

²⁹ Sulla borsa e sul risparmio gestito si vedano Barclays Capital (2002), Filippa e Franzosi (2001).

ottanta i flussi di attività finanziarie erano dominati dall'accumulazione di depositi e, dalla seconda metà del decennio, di titoli pubblici. Gli anni novanta, invece, sono stati contraddistinti, soprattutto in coincidenza con il rialzo azionario compreso tra il 1995 e il 2000, da volumi contenuti, talvolta negativi, dei flussi annuali di depositi e titoli. Nel quadriennio 1996-99 le quote dei fondi comuni di investimento hanno rappresentato lo strumento finanziario privilegiato delle famiglie. Nel 1998, anno in cui la variazione percentuale dell'indice MIB è stata del 41 per cento, l'investimento in titoli, in gran parte pubblici, ha avuto segno negativo, fatto mai osservato in passato, per un importo superiore all'8 per cento del PIL; il disinvestimento in titoli ha avuto luogo, in forma minore, anche nel 1999, quando il MIB è salito del 22 per cento.

Le quote di fondi comuni hanno toccato nel 1999 il massimo del 18 per cento del totale delle attività finanziarie delle famiglie, contro l'1,5 per cento del 1990. Per effetto delle privatizzazioni e della crescita dei valori di Borsa, le azioni quotate emesse da residenti hanno raddoppiato, tra il 1995 e il 2000, la propria incidenza sul totale delle attività finanziarie delle famiglie. Nel 2000 le famiglie italiane detenevano azioni, partecipazioni e quote di fondi comuni in misura superiore alla media europea; era stato colmato il divario che esisteva all'inizio degli anni novanta. Dal 2000, la caduta dei corsi di Borsa ha ricondotto le famiglie a riequilibrare il portafoglio in direzione di titoli e depositi; il flusso delle attività investite in quote di fondi comuni è stato negativo nel 2001, 2002 e 2004.

Alla fine del 2004, nelle consistenze della ricchezza finanziaria delle famiglie, i depositi pesano per il 24 per cento del totale, contro il 40 per cento del 1995. La riduzione del peso dei titoli è stata meno forte, ma la loro composizione è mutata radicalmente. Nel portafoglio delle famiglie le obbligazioni bancarie pesano oggi più dei titoli pubblici, mentre nel 1995 le percentuali rispettive erano, rispettivamente, 2 e 23 per cento. Malgrado i disinvestimenti ricordati degli ultimi anni, l'incidenza dei fondi comuni è oggi all'11 per cento (4 per cento nel 1995). Anche la detenzione di azioni quotate è cresciuta, ma nelle consistenze restano più importanti le azioni e partecipazioni non quotate, un tratto distintivo dell'economia italiana, data l'importanza delle piccole imprese. Tra il 1995 e il 2004 è infine sempre cresciuta l'incidenza dei fondi pensioni privati e degli strumenti assicurativi nel portafoglio delle famiglie.

Il saldo finanziario e le passività delle imprese. – I saldi finanziari debitori delle imprese sono stati elevati all'inizio del decennio, a causa del rialzo dei tassi di interesse durante la crisi del 1992 del sistema monetario

europeo e della recessione del 1992-93. Gli anni successivi sono stati contraddistinti da margini soddisfacenti di autofinanziamento delle imprese, che hanno sfruttato il rialzo di Borsa, mantenendo basso l'indebitamento. Dopo il 1995, i saldi finanziari sono stati generalmente di entità modesta, influenzati dall'andamento soddisfacente dei profitti aziendali³⁰. Le imprese hanno fatto ricorso al credito bancario per finanziarie operazioni straordinarie quali, ad esempio, acquisizioni e ristrutturazioni³¹.

Il ciclo positivo di Borsa della seconda metà degli anni novanta, insieme alle riforme fiscali che hanno incentivato la raccolta di capitale di rischio rispetto all'indebitamento bancario, hanno condotto la consistenza di azioni e partecipazioni nel triennio 1999-2001 a toccare livelli, sul totale delle passività delle imprese, che non si osservavano dagli anni del boom economico. I flussi di azioni quotate sono stati elevati, in connessione con le privatizzazioni delle imprese pubbliche e con l'ascesa dei valori di Borsa dal 1995³².

Anche le attività finanziarie delle imprese si sono spostate negli anni novanta verso la detenzione di azioni. Tra il 1995 e il 2000, si sono spesso avuti flussi annuali negativi di investimenti in titoli, controbilanciati da ingenti sottoscrizioni di azioni quotate, spesso maggiori dei flussi annuali di depositi. In sintesi, tra il 1995 e il 2004, nella composizione delle attività finanziarie delle imprese è scesa l'incidenza di depositi e titoli, a fronte di una crescita del peso di azioni quotate e di quelle emesse da non residenti.

Le società non finanziarie italiane hanno tradizionalmente emesso poche obbligazioni. Solo in alcuni degli anni ottanta (1982, 1986, 1987)³³, la raccolta obbligazionaria aveva raggiunto livelli considerevoli. In gran parte degli anni novanta le emissioni nette delle imprese hanno avuto segno negativo. Come documentato da molte analisi, nel 2001, 2002 e 2004 il flusso delle obbligazioni emesse è stato invece importante e superiore a

³⁰ Torrini (2004) documenta come la quota del capitale sul valore aggiunto si sia portata nella seconda metà degli anni novanta su valori mai osservati dall'inizio del decennio settanta.

³¹ Sul legame tra crescita dei finanziamenti bancari e operazioni di finanza straordinaria cfr. Saltari (2003).

³² Negli ultimi anni le riforme dei fondi pensione hanno condotto allo smobilizzo di quote del TFR, riducendo l'incidenza di questa posta sul complesso delle passività delle imprese. Sull'impatto delle riforme fiscali e dei fondi pensioni sulla struttura finanziaria delle imprese negli ultimi anni cfr. Aronica (2002).

³³ Nel 1982 la crescita fu legata a temporanee agevolazioni fiscali, nel 1987 alla fase di depressione del mercato azionario.

quello delle azioni quotate. Alla fine del 2004 le obbligazioni pesavano per il 3 per cento sul totale delle passività delle imprese.

Attività e passività finanziarie delle banche. – Il decennio novanta non si era aperto in modo positivo per le banche. Durante la recessione intervenuta tra il marzo del 1992 e il luglio del 1993, le difficoltà dell'economia avevano condotto a una caduta del rapporto prestiti/PIL e a una nuova crescita del portafoglio titoli. In risposta alla crisi valutaria del settembre 1992, un ultimo episodio di sorveglianza dei prestiti fu in vigore fino all'inizio del 1993. Dopo una stasi, influenzata dalla recessione intervenuta tra il novembre del 1995 e il novembre del 1996, i prestiti sono tornati a crescere, una volta migliorata la qualità dei finanziamenti e superata la crisi di redditività che aveva colpito il sistema creditizio tra il 1994 e il 1997. Dalla fine degli anni novanta le scorte liquide delle banche si sono ridotte. Il peso dei titoli è oggi intorno al 13 per cento del totale delle attività bancarie, un punto di minimo nel cinquantennio esaminato. Nel 2004 il rapporto tra prestiti bancari e PIL si è riportato su valori vicini all'unità, superando per la prima volta i livelli raggiunti nel 1972, prima dell'introduzione del massimale.

Passando alla composizione delle passività bancarie, le modifiche fiscali che hanno svantaggiato dal 1996 l'emissione di certificati di deposito a medio e lungo termine, l'allungamento della durata media dei prestiti bancari, l'estensione regolamentare del numero delle banche che possono emettere titoli, l'emissione di passività subordinate hanno contribuito a far toccare nel 2004 alle obbligazioni il 24 per cento del totale delle passività del sistema creditizio, un valore mai prima osservato nel periodo analizzato (tav. 6). Le difficoltà persistenti dei certificati di deposito configurano un caso, più unico che raro, di "crescita, declino, scomparsa" di uno strumento finanziario: alla fine del 2004, i certificati di deposito erano pari al poco più del 3 per cento del totale dei depositi bancari, contro il 35 per cento di metà 1996.

Nelle emissioni di obbligazioni diverse da quelle delle Amministrazioni pubbliche, le banche continuano a prevalere. A partire dal 1999 sono state realizzate ingenti emissioni di titoli dalle società di cartolarizzazione, per le operazioni effettuate dalle banche e dal Ministero dell'Economia e delle finanze. Negli ultimi anni il valore dei titoli emessi dalle società di cartolarizzazione è stato talvolta superiore a quello delle emissioni delle imprese non finanziarie.

Il rafforzamento patrimoniale delle banche è colto, dalla metà degli anni ottanta, da un maggior peso delle azioni nel passivo. La patrimonializzazione crebbe tra il 1989 e il 1991, per effetto dell'introduzione, nel 1987, dei primi coefficienti patrimoniali minimi obbligatori. Superate le fasi di difficoltà del sistema creditizio a cavallo della metà del decennio novanta, anni nei quali la patrimonializzazione è diminuita, le azioni emesse sono tornate su livelli elevati nel confronto storico.

Passando agli investimenti delle banche in azioni e partecipazioni, esse sono state contenute in passato, a causa della separatezza tradizionale tra banca e impresa. Dopo il 1993, l'espansione dei limiti al possesso di partecipazioni in imprese industriali, insieme alla crescita continua dei gruppi bancari, hanno condotto le azioni e partecipazioni in portafoglio a raggiungere negli ultimi anni la soglia del 7 per cento del totale dell'attivo bancario.

7. Conclusioni

Negli ultimi cinquantacinque anni l'evoluzione delle attività e delle passività finanziarie può essere sintetizzata in sette tendenze principali.

1. C'è stato *financial deepening*

Il rapporto tra attività finanziarie dei residenti e PIL è cresciuto da 1,4 nel 1950 a 6,1 nel 2004 (fig. 3). Un andamento simile ha avuto il rapporto tra passività finanziarie dei residenti e PIL. Pur con la cautela imposta da un utilizzo del criterio del valore di mercato più vasto nel decennio novanta rispetto al passato, derivante dall'introduzione del SEC95, gli anni novanta hanno visto una crescita degli strumenti finanziari mai osservata in passato. I fattori decisivi sono stati il rialzo dei corsi azionari dal 1995 al 2000 e lo sviluppo del risparmio gestito.

La maggiore finanziarizzazione dell'economia italiana è colta anche dalla crescita, con oscillazioni cicliche, del rapporto tra attività finanziarie delle famiglie e le loro attività reali (fig. 4). Gli aumenti significativi del rapporto sono collegati al rialzo dei corsi di Borsa nella prima parte degli anni ottanta e nella seconda metà del decennio novanta. Le diminuzioni rilevanti del rapporto sono derivate dall'agire combinato di "crescita dei

prezzi delle abitazioni e crisi di Borsa” all’inizio degli anni settanta, alla fine degli anni ottanta e dopo il 2000³⁴.

2. Il sistema finanziario si è aperto alle operazioni con i non residenti

Dagli anni settanta la stagione del protezionismo valutario e i limiti ai movimenti di capitale avevano mantenuto le attività e le passività finanziarie dei residenti verso il resto del mondo su livelli contenuti. Negli anni novanta le quote delle attività e delle passività del resto del mondo sul totale di quelle dell’economia hanno raggiunto livelli mai osservati in passato.

3. Più azioni, più titoli, meno depositi, meno circolante

La diffusione di strumenti di pagamento alternativi al contante ha condotto a una diminuzione del peso di biglietti e monete sul totale degli strumenti finanziari. L’aumento dell’importanza dei mercati finanziari è testimoniato, a partire dagli anni ottanta, dal peso crescente di azioni e partecipazioni, titoli, fondi comuni, riserve tecniche e quote dei fondi pensione. La crescita è evidente, sia rispetto al PIL (fig. 7) sia sul totale degli strumenti finanziari dell’economia (fig. 8). Le azioni, le partecipazioni e i fondi comuni erano pari all’80 per cento del PIL nel periodo compreso tra i primi anni ottanta e il 1995: oggi sono il 120 per cento del PIL. Il peso dei depositi nelle attività finanziarie totali è diminuito, a causa della sostituzione con titoli, prima, con azioni e quote di fondi comuni di investimento, poi.

4. Dopo la crescita degli anni settanta, il leverage delle imprese è diminuito

Pur tenendo conto delle discontinuità esistenti nella stima delle azioni non quotate al passivo delle imprese, il leverage (il rapporto tra prestiti bancari più titoli emessi rispetto a prestiti bancari, titoli e azioni emesse) è oggi su livelli inferiori a quelli degli anni cinquanta (fig. 9). Contribuisce a spiegare il leverage ridotto il volume contenuto dei titoli emessi dalle imprese³⁵. Le molte riforme introdotte, ad esempio la creazione di cambiali finanziarie e certificati di investimento, non hanno dato frutti. Per anni ha pesato il limite del capitale come tetto alle emissioni; più di recente hanno influito i default di importanti società

³⁴ Un indice dei prezzi delle abitazioni in Italia è riportato in Muzzicato, Sabbatini e Zollino (2002).

³⁵ Sul mercato dei titoli privati cfr. Banfi e Onado (2002).

italiane. C'è da sperare nella recente riforma del diritto societario per le imprese non quotate.

5. Dopo l'aumento degli anni settanta, oggi le società finanziarie pesano meno ...

L'incidenza di società finanziarie e banche nell'economia può essere misurata utilizzando il rapporto di intermediazione (*financial intermediation ratio*) come definito da Goldsmith. Il rapporto tra attività finanziarie delle società finanziarie e le passività di famiglie, imprese, Amministrazioni pubbliche e resto del mondo raggiunse i valori massimi (oltre l'80 per cento) a metà degli anni settanta, durante la grave crisi dell'economia (fig. 10). Successivamente il rapporto è diminuito, fino a toccare il 50 per cento. Dopo il 1995, il ruolo crescente dei fondi comuni ha riportato il FIN verso il 60 per cento.

6. ... ma le banche restano centrali

Il rapporto di intermediazione delle banche ha avuto un andamento simile a quello del complesso delle società finanziarie, riducendosi dopo gli eccessi degli anni sessanta e settanta (fig. 11). A differenza del complesso delle società finanziarie, per le banche il rapporto è diminuito anche negli anni novanta, riprendendosi solo dopo il 2000. Questa evidenza è compatibile con l'idea di Goldsmith che, nel lungo periodo e in paesi sviluppati, le banche dovrebbero perdere quote di mercato a favore di altri intermediari. Negli ultimi anni le società finanziarie diverse dalle banche hanno raggiunto una quota del 14-15 per cento del totale delle attività/passività finanziarie del paese, contro valori di circa il 10 per cento negli anni ottanta. Questa perdita di centralità delle banche è però solo apparente, dato che esse controllano buona parte degli intermediari finanziari non bancari.

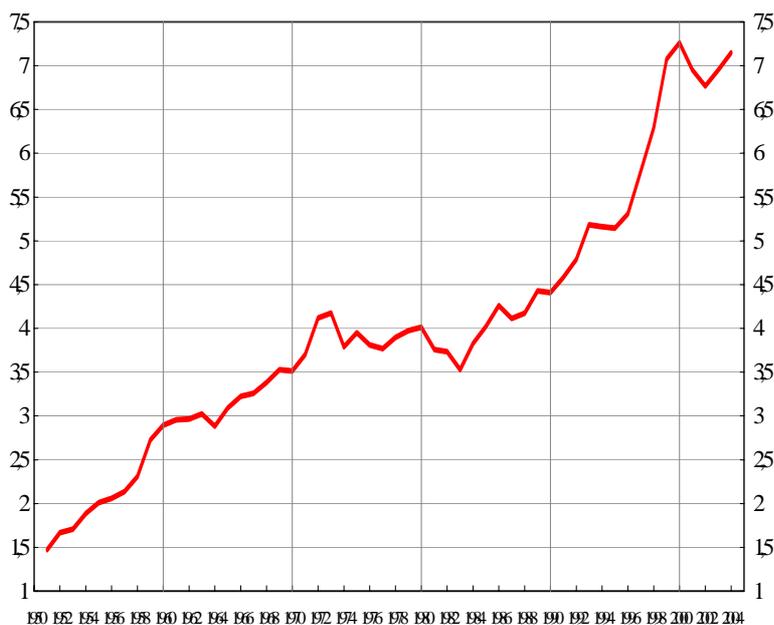
7. Espansione e discesa del peso delle Amministrazioni pubbliche

Il peso delle passività finanziarie delle Amministrazioni pubbliche, sul totale delle passività dell'economia, è costantemente cresciuto, da valori inferiori al 20 per cento negli anni sessanta fino a sopra il 25 per cento in molti degli anni ottanta e novanta. I progressi della finanza pubblica hanno riportato questo valore sotto il 20 per cento negli ultimi

anni³⁶. Il crescente intervento pubblico nell'economia negli anni sessanta e settanta, necessario anche per fronteggiare crisi industriali, aveva innalzato la quota delle attività finanziarie dell'economia detenute dalle Amministrazioni pubbliche. Dopo il punto di massimo toccato all'inizio degli anni ottanta (quasi il 14 per cento del totale delle attività del paese), la diminuzione del ruolo dello Stato nell'economia e le privatizzazioni hanno ridotto questa quota a un valore comparabile a quello registrato negli anni cinquanta.

Fig. 1

Attività (passività) finanziarie del totale settori sul PIL



³⁶ Esula dagli obiettivi del lavoro un'analisi della finanza pubblica italiana, per la quale si rimanda a Balassone *et al.* (2002).

Fig. 2

Attività e passività finanziarie dei non residenti sul PIL

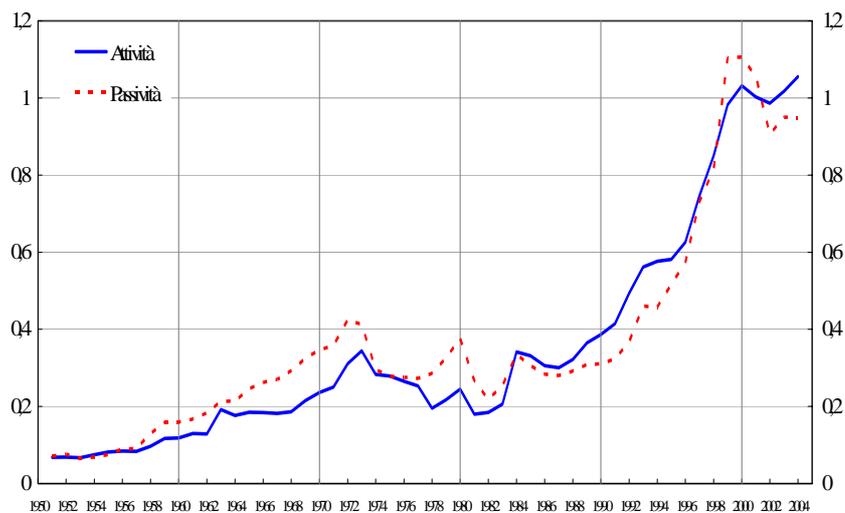


Fig. 3

Attività e passività finanziarie dei settori residenti sul PIL

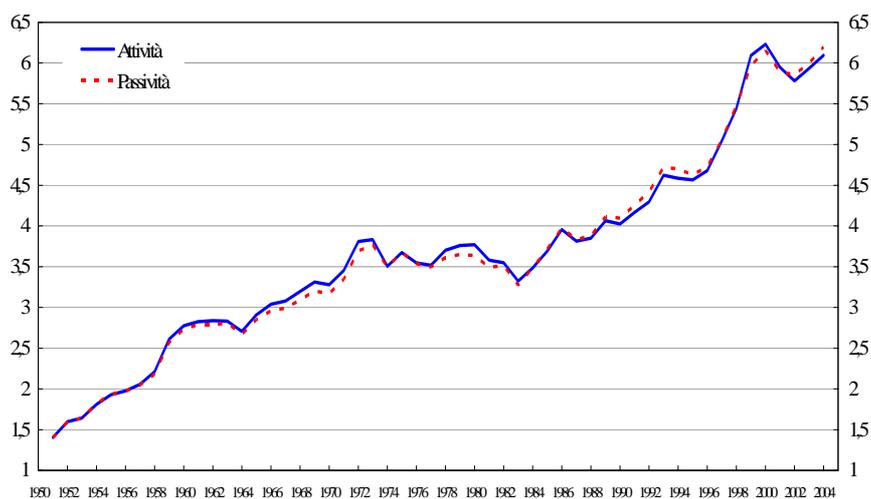


Fig. 4

Famiglie: rapporto tra le attività finanziarie e le attività reali
(valori percentuali)

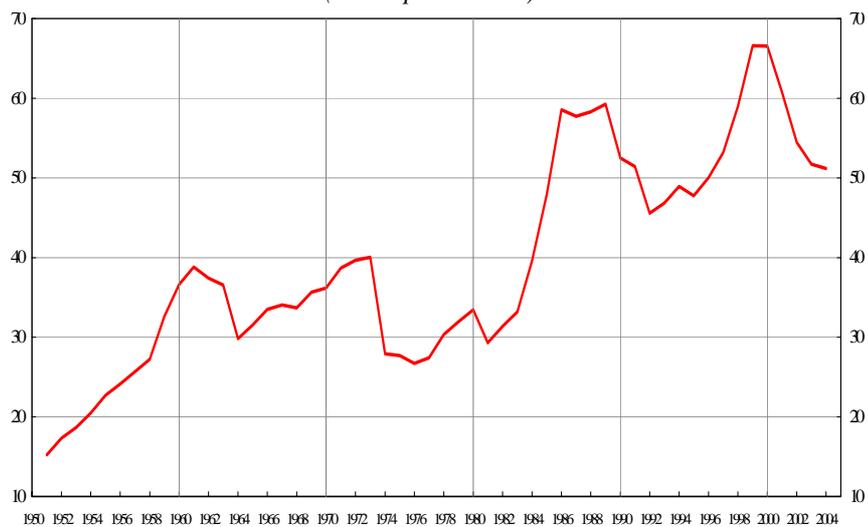


Fig. 5

Prestiti e depositi bancari sul PIL
(valori percentuali)

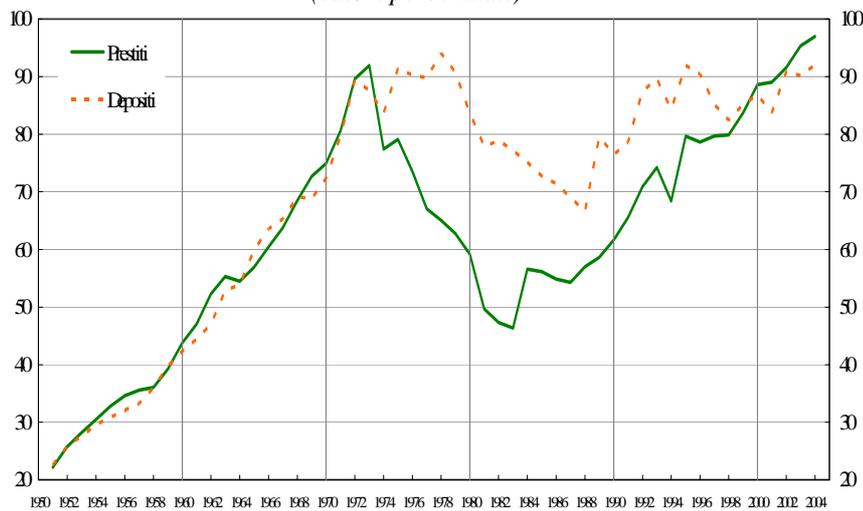


Fig. 6

Amministrazioni pubbliche: attività e passività finanziarie sul PIL
(valori percentuali)

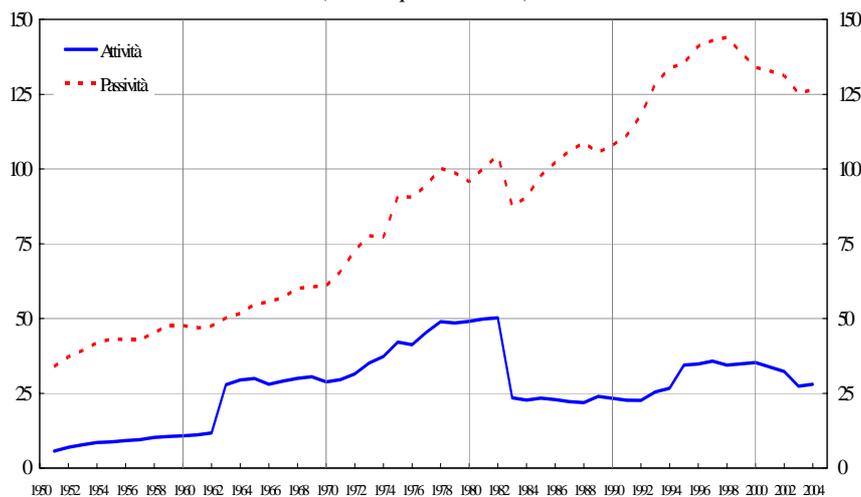


Fig. 7

Principali strumenti finanziari sul PIL

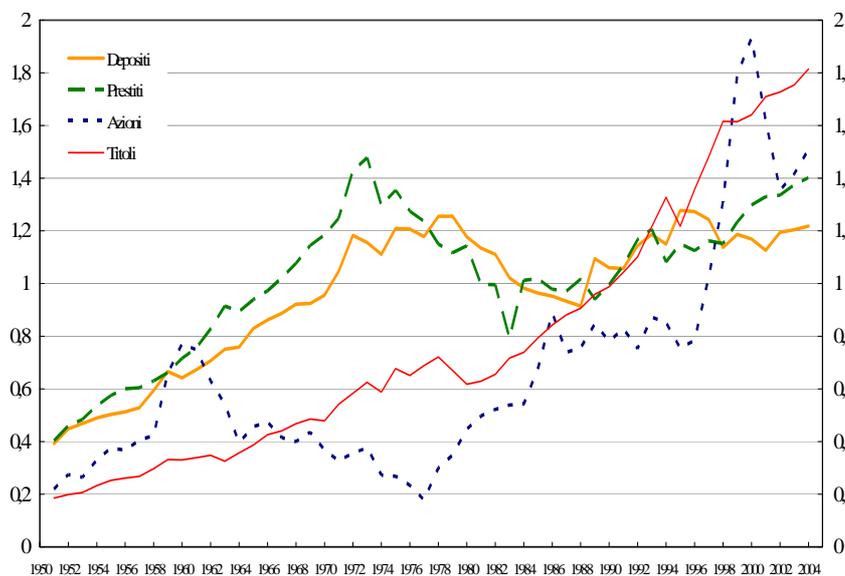


Fig. 8

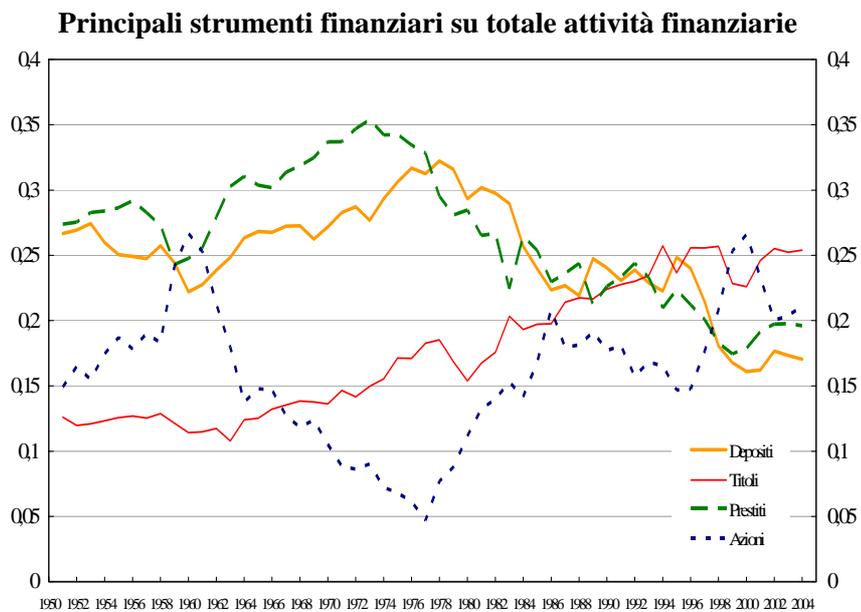


Fig. 9

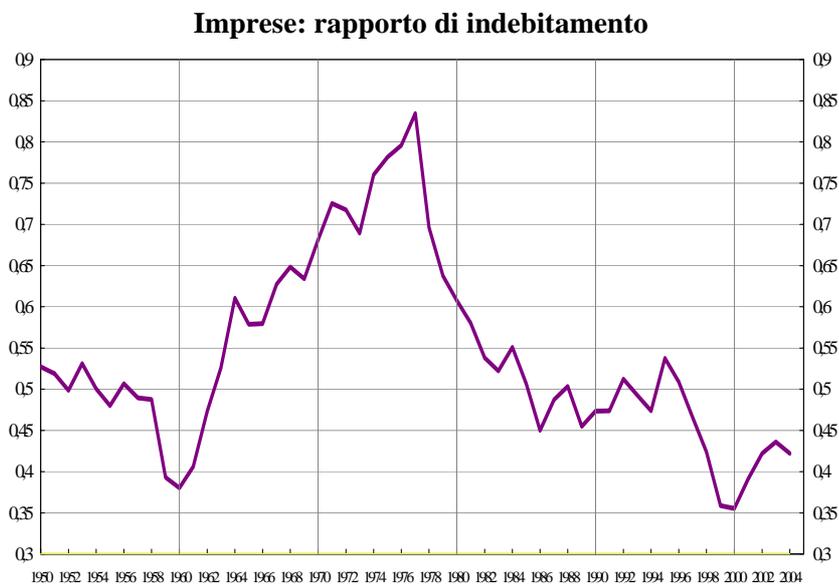
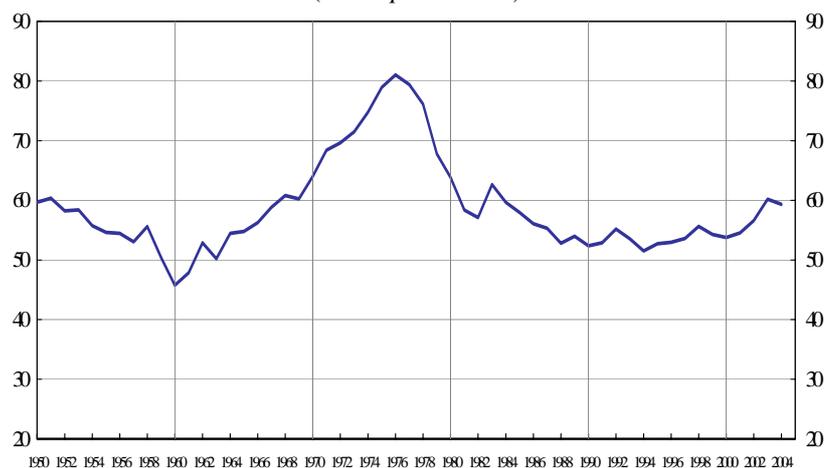


Fig. 10

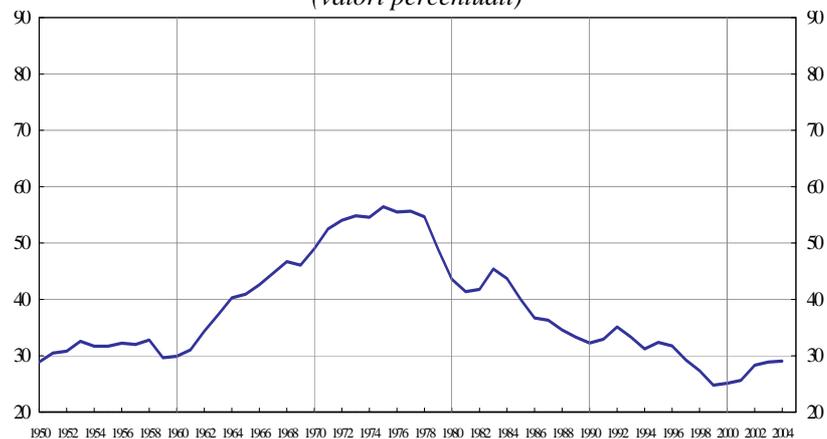
Società finanziarie: rapporto intermediazione*
(valori percentuali)



* Rapporto percentuale tra il totale delle attività finanziarie delle società finanziarie e le passività finanziarie degli altri settori, compreso l'estero.

Fig. 11

Banche: rapporto di intermediazione*
(valori percentuali)



* Rapporto percentuale tra il totale delle attività finanziarie delle banche e le passività finanziarie degli altri settori, compreso l'estero.

Tav. 1

Strumenti finanziari*(composizione percentuale per strumento)*

Anno	Biglietti e monete (*)	Depositi	Titoli	Prestiti	Azioni	Fondi comuni	Riserve tecniche	Altre attività e passivi	di cui: crediti comm.li	Totale
1950	8,8	26,3	13,1	28,0	13,9	n.e.	1,9	8,1	7,2	100
1955	5,8	25,0	12,6	28,6	18,7	n.e.	2,3	7,0	6,6	100
1960	5,8	22,2	11,4	24,8	26,7	n.e.	2,2	6,9	6,4	100
1965	4,6	26,8	12,5	30,4	14,8	n.e.	2,3	8,6	6,0	100
1970	3,7	27,2	13,6	33,7	10,5	n.e.	2,3	9,0	5,3	100
1975	2,7	30,6	17,1	34,3	6,8	n.e.	1,9	6,6	5,0	100
1980	4,0	29,3	15,4	28,5	11,1	n.e.	1,4	10,3	6,2	100
1981	3,9	30,2	16,7	26,5	13,2	n.e.	1,5	8,0	6,8	100
1982	3,4	29,8	17,6	26,7	14,0	n.e.	1,5	7,1	6,3	100
1983	3,8	29,0	20,3	22,5	15,3	0,0	1,6	7,6	6,7	100
1984	3,2	25,7	19,3	26,5	14,2	0,2	3,5	7,5	6,6	100
1985	2,7	24,0	19,7	25,4	16,8	0,9	3,3	7,2	6,3	100
1986	2,3	22,4	19,8	23,0	20,9	2,0	3,2	6,6	5,7	100
1987	2,4	22,7	21,4	23,6	18,0	1,7	3,4	6,8	5,8	100
1988	2,2	21,9	21,7	24,4	18,1	1,4	3,5	6,8	5,9	100
1989	2,0	24,7	21,7	21,2	19,1	1,1	3,2	6,9	5,7	100
1990	1,8	24,1	22,4	22,6	17,7	1,0	3,3	7,1	5,9	100
1991	1,7	23,1	22,8	23,3	18,1	1,0	3,4	6,7	5,6	100
1992	1,7	23,9	23,0	24,4	15,7	0,9	3,5	6,9	5,4	100
1993	1,6	22,9	23,5	23,3	16,8	1,5	3,4	7,0	5,4	100
1994	1,7	22,3	25,7	21,0	16,5	1,6	3,6	7,6	5,7	100
1995	1,6	24,9	23,7	22,4	14,7	1,7	4,0	7,2	5,3	100
1996	1,5	24,0	25,6	21,2	14,8	2,3	4,1	6,6	4,8	100
1997	1,3	21,5	25,6	20,1	17,7	3,7	4,0	6,2	4,4	100
1998	1,3	18,1	25,7	18,3	20,8	6,1	4,0	5,8	4,1	100
1999	1,2	16,8	22,8	17,4	25,4	6,8	4,0	5,5	3,8	100
2000	1,2	16,1	22,6	17,9	26,6	6,2	4,2	5,2	3,5	100
2001	1,1	16,2	24,6	19,1	23,3	5,7	4,7	5,2	3,6	100
2002	1,1	17,7	25,5	19,7	20,0	5,0	5,2	5,7	4,1	100
2003	2,2	17,3	25,2	19,8	20,4	5,1	5,6	5,5	3,8	100
2004	1,2	17,1	25,4	19,6	21,1	4,7	5,8	5,2	3,6	100

* Comprende oro monetario e DSP.

Tav. 2

Famiglie: attività finanziarie*Composizione percentuale per strumento*

Anno	Biglietti e monete	Depositi	Titoli	Azioni	Fondi comuni	Riserve tecniche	Altre attività	di cui:	Totale
								crediti commerciali	
1950	12,3	51,2	16,2	12,8	n.e.	4,9	2,6	0,0	100
1955	10,0	42,0	17,0	23,0	n.e.	6,8	1,2	0,0	100
1960	7,7	31,8	16,4	35,4	n.e.	7,0	1,7	0,0	100
1965	9,2	41,8	16,9	18,1	n.e.	8,5	5,5	0,0	100
1970	8,3	45,4	19,2	10,7	n.e.	8,5	7,8	0,0	100
1975	7,9	62,5	14,0	2,7	n.e.	7,4	5,5	0,0	100
1980	4,9	49,2	14,5	24,3	n.e.	5,0	2,2	0,0	100
1981	4,6	44,9	17,5	26,5	n.e.	4,7	1,8	0,0	100
1982	4,2	45,1	18,2	27,5	n.e.	4,6	0,4	0,2	100
1983	4,0	41,3	22,4	27,4	0,0	4,5	0,4	0,2	100
1984	3,5	37,6	23,9	23,7	0,8	10,2	0,4	0,2	100
1985	3,1	33,4	23,6	27,9	2,5	9,2	0,3	0,2	100
1986	2,6	29,0	21,5	33,3	5,2	8,1	0,3	0,2	100
1987	2,7	30,2	26,0	27,5	4,6	8,7	0,3	0,2	100
1988	2,5	29,7	29,2	26,0	3,6	8,7	0,3	0,2	100
1989	2,9	30,3	28,0	28,3	2,6	7,7	0,2	0,2	100
1990	2,7	31,8	29,9	25,0	2,3	8,1	0,2	0,2	100
1991	2,6	31,7	29,6	25,5	2,3	8,1	0,2	0,2	100
1992	2,8	33,8	30,5	21,5	2,4	8,8	0,2	0,2	100
1993	2,7	32,4	30,1	22,0	3,8	8,7	0,2	0,2	100
1994	2,7	31,2	30,9	21,5	4,3	9,2	0,2	0,2	100
1995	2,6	39,1	27,4	15,3	4,1	10,5	1,0	0,2	100
1996	2,4	36,9	29,0	14,2	5,9	10,6	1,0	0,2	100
1997	2,3	31,4	27,6	17,4	9,7	10,7	1,0	0,2	100
1998	2,2	26,8	22,8	20,2	16,4	10,8	0,9	0,2	100
1999	2,2	23,2	16,9	27,3	18,6	11,1	0,8	0,2	100
2000	2,1	22,4	18,4	27,9	16,6	11,9	0,7	0,1	100
2001	1,8	24,3	20,7	24,9	14,3	13,5	0,6	0,2	100
2002	1,7	25,0	22,6	23,3	12,0	14,8	0,6	0,2	100
2003	2,0	24,9	21,8	22,4	12,2	16,0	0,6	0,2	100
2004	2,1	23,9	22,1	24,1	10,8	16,5	0,5	0,2	100

segue

segue Tav. 2

Famiglie: passività finanziarie
(composizione percentuale per strumento)

Anno	Titoli	Prestiti	Riserve tecniche	Altre passività	Totale
1950	0,0	100,0	0,0	0,0	100,0
1955	0,0	100,0	0,0	0,0	100,0
1960	0,0	100,0	0,0	0,0	100,0
1965	0,0	100,0	0,0	0,0	100,0
1970	0,0	100,0	0,0	0,0	100,0
1975	0,0	100,0	0,0	0,0	100,0
1980	0,0	100,0	0,0	0,0	100,0
1981	0,0	98,0	0,0	2,0	100,0
1982	0,0	97,6	0,0	2,4	100,0
1983	0,0	97,4	0,0	2,6	100,0
1984	0,0	97,2	0,0	2,8	100,0
1985	0,0	97,3	0,0	2,7	100,0
1986	0,0	96,9	0,0	3,1	100,0
1987	0,0	97,0	0,0	3,0	100,0
1988	0,0	97,5	0,0	2,5	100,0
1989	0,0	80,8	12,8	6,3	100,0
1990	0,0	81,3	12,3	6,3	100,0
1991	0,1	81,6	12,0	6,3	100,0
1992	0,1	81,0	12,0	6,9	100,0
1993	0,2	79,4	12,4	8,0	100,0
1994	0,1	78,0	12,6	9,4	100,0
1995	0,0	81,7	7,2	11,0	100,0
1996	0,0	79,5	7,1	13,3	100,0
1997	0,0	77,7	7,1	15,2	100,0
1998	0,0	75,8	6,8	17,3	100,0
1999	0,0	76,2	6,5	17,4	100,0
2000	0,0	75,4	6,3	18,3	100,0
2001	0,0	75,6	6,4	17,9	100,0
2002	0,0	76,2	6,4	17,4	100,0
2003	0,0	76,1	6,3	17,6	100,0
2004	0,0	78,0	6,1	15,8	100,0

Tav. 3

Imprese: attività finanziarie
(composizione percentuale per strumento)

Anno	Biglietti e monete	Depositi	Titoli	Prestiti	Azioni	Fondi comuni	Riserve tecniche	Altre attività	di cui: crediti comm.li	Totale
1950	16,4	5,3	0,3	1,9	32,5	n.e.	0,5	43,2	43,2	100
1955	7,2	24,0	0,2	0,6	37,4	n.e.	0,5	30,1	30,1	100
1960	3,5	28,6	0,2	0,7	45,3	n.e.	0,4	21,4	21,4	100
1965	3,8	39,1	0,9	3,3	29,2	n.e.	0,5	23,1	22,9	100
1970	3,1	44,7	0,9	4,9	21,6	n.e.	0,7	24,2	23,9	100
1975	2,9	45,6	0,6	4,0	16,1	n.e.	0,9	29,8	27,8	100
1980	2,5	37,7	2,8	6,6	13,7	n.e.	0,8	35,9	35,2	100
1981	2,4	34,5	3,3	5,2	16,0	n.e.	0,8	37,7	37,6	100
1982	2,5	33,9	4,0	5,7	17,5	n.e.	0,9	35,5	35,4	100
1983	2,4	34,5	4,4	5,3	17,6	0,0	0,9	34,8	34,7	100
1984	2,3	33,2	5,9	0,6	18,6	0,0	0,9	38,5	38,4	100
1985	1,9	30,8	6,6	1,6	20,1	0,0	1,0	38,0	37,9	100
1986	1,8	28,5	7,2	1,6	25,7	0,0	1,0	34,4	34,3	100
1987	1,8	28,6	9,0	1,4	23,0	0,0	1,1	35,1	35,0	100
1988	1,7	25,8	9,8	1,8	24,6	0,0	1,1	35,1	35,0	100
1989	1,0	14,0	8,7	1,9	29,7	0,1	0,9	43,7	43,6	100
1990	0,9	12,2	9,0	2,0	31,9	0,1	0,9	43,0	42,9	100
1991	0,9	11,4	9,4	2,6	33,1	0,1	1,0	41,6	41,6	100
1992	1,0	10,8	8,5	2,8	33,5	0,1	1,1	42,2	41,8	100
1993	0,9	10,5	7,5	3,5	34,6	0,1	1,0	41,9	41,4	100
1994	0,9	10,6	7,2	3,9	33,8	0,1	1,0	42,6	42,0	100
1995	1,3	15,6	5,3	2,0	29,7	0,8	2,0	43,4	37,0	100
1996	1,2	14,6	5,5	2,0	32,3	1,1	2,1	41,2	35,5	100
1997	1,2	14,0	5,2	2,3	35,8	1,4	2,0	38,2	33,0	100
1998	1,1	12,3	5,0	2,6	40,6	2,0	1,8	34,6	30,2	100
1999	1,0	10,1	4,5	2,2	49,6	1,6	1,5	29,5	26,0	100
2000	0,9	9,3	4,6	2,3	56,2	1,3	1,4	24,0	21,5	100
2001	0,8	9,8	4,9	2,6	52,6	1,4	1,5	26,4	24,0	100
2002	0,8	11,4	5,3	2,0	45,3	1,3	1,7	32,2	29,6	100
2003	0,9	11,6	4,6	2,3	47,4	1,2	1,6	30,3	28,0	100
2004	1,0	12,1	5,1	4,1	46,2	1,1	1,7	28,7	26,2	100

segue

segue Tav. 3

Imprese: passività finanziarie
(composizione percentuale per strumento)

Anno	Titoli	Prestiti	Azioni	Riserve tecniche	Altre passività	di cui:	Totale
						debiti comm.li	
1950	4,1	37,5	37,3	n.e.	21,1	21,1	100
1955	3,1	37,1	43,5	n.e.	16,4	16,4	100
1960	3,6	29,7	54,4	n.e.	12,3	12,3	100
1965	7,3	42,9	36,5	n.e.	13,4	13,4	100
1970	7,3	51,4	27,5	n.e.	13,9	13,9	100
1975	7,0	58,8	18,4	n.e.	15,8	15,6	100
1980	4,2	44,3	31,3	n.e.	20,2	19,8	100
1981	3,5	41,6	32,6	n.e.	22,3	19,7	100
1982	3,7	39,2	36,8	0,0	20,3	17,8	100
1983	3,4	38,1	38,0	0,0	20,5	17,9	100
1984	2,9	38,1	33,4	4,9	20,8	18,3	100
1985	2,6	35,5	37,1	4,4	20,3	17,8	100
1986	2,6	32,3	42,6	4,0	18,5	16,0	100
1987	2,9	34,4	39,3	4,2	19,2	16,5	100
1988	2,6	35,7	37,8	4,1	19,8	17,2	100
1989	2,4	32,5	41,8	3,7	19,7	18,3	100
1990	2,0	34,2	40,3	3,7	19,9	18,5	100
1991	2,0	34,5	40,6	3,6	19,2	17,8	100
1992	1,8	37,4	37,4	3,7	19,7	18,2	100
1993	1,7	35,8	38,5	3,6	20,5	18,7	100
1994	1,5	33,9	39,3	3,5	21,9	19,5	100
1995	1,4	40,1	35,6	4,4	18,5	18,0	100
1996	1,6	38,1	38,3	4,5	17,5	17,0	100
1997	1,5	35,3	42,3	4,3	16,6	16,1	100
1998	1,6	32,4	46,2	4,1	15,8	15,1	100
1999	1,0	28,6	53,0	3,5	13,9	13,2	100
2000	1,1	28,9	54,4	3,4	12,2	11,5	100
2001	1,8	30,8	50,9	3,6	12,8	12,1	100
2002	2,3	32,1	47,1	3,9	14,6	13,9	100
2003	2,6	33,0	46,1	4,0	14,2	13,5	100
2004	2,7	32,2	47,8	4,0	13,3	12,7	100

Tav. 4

Totale attività finanziarie dei settori
(composizione percentuale per strumento)

Anno	Famiglie	Imprese	Società finanziarie	Banche	Amm.ni pubbliche	Resto del mondo	Totale
1950	36,7	16,5	38,6	23,1	3,0	5,3	100
1955	32,4	22,1	37,0	25,2	4,4	4,1	100
1960	31,6	27,5	32,9	24,1	3,8	4,2	100
1965	26,7	21,3	36,0	29,7	9,9	6,1	100
1970	26,7	18,1	39,9	33,8	8,4	6,9	100
1975	23,3	13,6	45,2	37,1	10,7	7,1	100
1980	27,0	13,8	40,2	31,9	12,7	6,3	100
1981	29,2	14,4	38,2	30,3	13,4	4,8	100
1982	29,9	14,0	37,6	30,5	13,6	5,0	100
1983	32,2	15,1	40,1	32,3	6,7	5,9	100
1984	32,6	14,1	38,5	31,0	6,0	9,0	100
1985	34,8	14,0	37,2	29,2	5,8	8,3	100
1986	37,9	14,1	35,4	27,5	5,4	7,2	100
1987	37,7	13,9	35,7	27,2	5,4	7,3	100
1988	38,2	14,4	34,3	26,1	5,3	7,7	100
1989	40,4	11,4	34,4	24,7	5,4	8,3	100
1990	39,8	12,0	34,1	24,3	5,3	8,8	100
1991	40,2	11,7	34,1	24,6	5,0	9,1	100
1992	38,0	11,4	35,5	26,0	4,7	10,4	100
1993	37,8	11,6	34,8	25,1	4,9	10,9	100
1994	37,5	12,0	34,1	23,9	5,2	11,2	100
1995	34,6	12,4	35,0	24,7	6,7	11,3	100
1996	34,7	11,8	35,2	24,3	6,6	11,8	100
1997	34,2	11,7	35,1	22,5	6,2	12,9	100
1998	33,7	11,8	35,4	21,0	5,5	13,5	100
1999	33,3	12,8	35,1	19,5	4,9	13,9	100
2000	32,7	13,9	34,3	19,6	4,9	14,2	100
2001	32,5	13,0	35,2	20,2	4,9	14,4	100
2002	32,7	12,1	35,9	21,9	4,8	14,6	100
2003	32,3	12,1	37,1	22,2	3,9	14,6	100
2004	32,8	12,2	36,3	22,3	3,9	14,8	100

segue

segue Tav. 4

Totale passività finanziarie dei settori
(composizione percentuale per strumento)

Anno	Famiglie	Imprese	Società finanziarie	Banche	Amm.ni pubbliche	Resto del mondo	Totale
1950	1,2	34,1	35,0	19,4	24,1	5,7	100
1955	1,4	40,4	33,1	21,3	21,5	3,7	100
1960	1,3	46,8	30,0	21,3	16,5	5,5	100
1965	2,0	36,0	36,1	29,3	17,9	8,0	100
1970	2,1	30,7	39,7	33,2	17,5	10,0	100
1975	2,2	24,2	43,4	35,0	23,1	7,1	100
1980	1,7	24,1	40,2	30,1	24,4	9,6	100
1981	1,7	27,8	36,1	28,1	27,2	7,3	100
1982	1,6	28,2	35,5	28,2	28,7	6,0	100
1983	1,7	29,4	36,6	29,5	25,0	7,2	100
1984	1,6	29,7	36,1	29,5	23,9	8,8	100
1985	1,7	29,8	36,3	27,4	24,5	7,6	100
1986	1,8	30,2	37,2	25,4	24,1	6,7	100
1987	2,0	29,5	35,8	25,5	25,9	6,8	100
1988	2,1	29,4	35,2	24,7	26,2	7,0	100
1989	4,8	27,4	36,8	26,3	24,0	7,0	100
1990	5,0	27,9	35,4	25,1	24,7	7,1	100
1991	5,0	27,5	36,0	25,7	24,4	7,1	100
1992	4,9	26,3	36,2	26,4	24,9	7,7	100
1993	4,6	25,7	35,8	25,4	25,0	9,0	100
1994	4,6	25,9	34,5	24,3	26,1	8,9	100
1995	4,4	25,6	33,6	23,7	26,3	10,0	100
1996	4,4	24,6	33,5	23,6	26,6	10,8	100
1997	4,2	24,0	34,5	23,1	24,7	12,6	100
1998	4,2	23,7	36,3	23,1	22,9	12,9	100
1999	4,1	25,4	35,3	21,4	19,6	15,6	100
2000	4,2	26,0	36,1	22,1	18,5	15,2	100
2001	4,4	25,9	35,4	21,3	19,1	15,2	100
2002	4,8	25,8	36,6	22,8	19,4	13,4	100
2003	4,9	25,0	38,3	23,1	18,0	13,7	100
2004	5,1	25,1	38,8	23,4	17,7	13,3	100

Tav. 5

Società finanziarie: attività finanziarie
(composizione percentuale per strumento)

Anno	Oro monetario e DSP	Biglietti e monete	Depositi	Titoli	Prestiti	Azioni	Fondi comuni	Altre attività	Totale
1950	1,9	1,9	19,0	17,9	58,9	0,5	n.e.	0,0	100
1955	1,4	1,1	18,2	19,3	59,4	0,6	n.e.	0,0	100
1960	6,8	0,9	17,5	18,6	55,2	0,9	n.e.	0,0	100
1965	3,3	0,5	15,1	18,8	60,7	1,6	n.e.	0,0	100
1970	2,0	0,4	14,8	20,2	60,7	1,7	n.e.	0,1	100
1975	0,8	0,3	17,6	29,8	49,7	1,8	n.e.	0,0	100
1980	5,8	0,3	20,4	28,0	42,6	1,6	n.e.	1,2	100
1981	5,5	0,3	21,8	28,5	40,4	1,9	n.e.	1,7	100
1982	4,4	0,2	21,4	30,1	40,0	2,0	n.e.	1,8	100
1983	5,0	0,2	21,3	30,4	38,8	2,4	0,0	1,9	100
1984	4,1	0,3	19,7	26,9	44,5	2,5	0,0	2,0	100
1985	3,3	0,3	18,4	27,4	45,0	3,4	0,0	2,2	100
1986	2,7	0,3	17,9	28,4	43,3	5,2	0,0	2,3	100
1987	2,8	0,2	17,8	27,3	44,7	4,6	0,0	2,5	100
1988	2,5	0,2	17,2	24,7	48,0	5,1	0,0	2,4	100
1989	1,9	0,2	20,9	23,0	47,2	4,9	0,0	1,9	100
1990	1,6	0,3	19,0	22,5	50,1	4,5	0,0	2,0	100
1991	1,4	0,3	16,4	23,4	51,7	5,0	0,0	2,0	100
1992	1,2	0,2	16,7	23,6	51,5	4,6	0,0	2,2	100
1993	1,3	0,2	15,8	23,6	50,1	6,3	0,0	2,6	100
1994	1,4	0,2	14,6	28,9	44,9	6,5	0,0	3,4	100
1995	1,3	0,2	14,8	27,7	48,0	7,3	0,2	0,4	100
1996	1,1	0,2	15,9	29,0	45,9	7,4	0,3	0,3	100
1997	0,9	0,2	15,4	28,9	43,9	10,1	0,4	0,1	100
1998	0,9	0,2	12,1	31,7	40,5	13,8	0,6	0,0	100
1999	0,8	0,2	12,3	29,2	38,7	17,8	1,0	0,0	100
2000	0,8	0,2	12,1	27,2	40,8	17,4	1,4	0,0	100
2001	0,8	0,3	11,5	28,9	42,1	14,2	2,1	0,0	100
2002	0,8	0,3	15,1	27,4	43,2	10,8	2,3	0,0	100
2003	0,8	0,3	14,6	26,6	43,4	12,0	2,3	0,1	100
2004	0,7	0,2	14,5	26,6	43,4	12,1	2,3	0,1	100

segue

segue Tav. 5

Società finanziarie: passività finanziarie
(composizione percentuale per strumento)

Anno	Biglietti e monete	Depositi	Titoli	Prestiti	Azioni	Fondi comuni	Riserve tecniche	Altre passività	Totale
1950	21,7	58,9	3,8	10,9	2,2	n.e.	2,6	0,0	100
1955	14,8	60,0	6,9	12,3	3,0	n.e.	3,0	0,0	100
1960	11,4	61,4	9,5	11,1	3,4	n.e.	3,2	0,0	100
1965	9,3	59,6	12,3	9,8	3,1	n.e.	2,7	3,2	100
1970	7,1	57,4	13,0	12,8	3,1	n.e.	2,5	4,1	100
1975	5,4	61,6	14,1	12,8	4,1	n.e.	2,0	0,0	100
1980	4,3	59,3	10,1	9,2	8,0	n.e.	1,6	7,3	100
1981	5,0	66,3	11,4	5,0	10,4	n.e.	1,9	0,1	100
1982	4,9	68,1	11,1	4,8	9,0	n.e.	2,0	0,1	100
1983	4,7	67,2	10,6	6,4	9,0	0,0	2,1	0,0	100
1984	4,4	61,6	9,1	12,5	8,7	0,1	3,5	0,1	100
1985	4,0	57,0	8,1	12,9	12,8	1,7	3,5	0,1	100
1986	3,6	51,5	7,2	11,3	18,3	4,6	3,5	0,1	100
1987	3,8	53,9	7,9	11,8	14,5	4,1	4,0	0,1	100
1988	3,7	52,1	7,6	12,7	16,2	3,2	4,4	0,1	100
1989	3,6	55,2	6,8	8,4	17,7	2,5	4,4	1,3	100
1990	3,6	55,6	6,7	10,4	15,1	2,3	4,9	1,4	100
1991	3,4	53,5	6,5	12,2	15,7	2,4	5,0	1,2	100
1992	3,4	55,8	6,4	13,2	12,3	2,3	5,3	1,2	100
1993	3,3	53,5	6,8	12,7	13,7	3,8	5,4	0,9	100
1994	3,4	53,0	7,4	11,8	12,9	4,5	6,1	0,9	100
1995	3,3	58,0	6,2	10,4	10,1	4,1	7,6	0,1	100
1996	3,1	54,7	9,5	9,5	9,3	5,8	7,9	0,1	100
1997	2,9	46,3	11,2	9,8	12,7	9,3	7,8	0,1	100
1998	2,6	37,4	12,1	9,0	16,2	15,2	7,5	0,0	100
1999	2,6	36,2	11,0	8,6	16,3	17,2	8,2	0,0	100
2000	2,5	34,6	12,6	9,0	18,0	14,7	8,6	0,0	100
2001	2,2	35,2	15,1	10,8	13,3	13,5	9,9	0,0	100
2002	2,0	37,9	16,7	10,8	10,3	11,6	10,7	0,0	100
2003	2,1	36,9	16,8	10,3	11,7	10,9	11,1	0,1	100
2004	2,2	36,7	18,1	9,0	12,7	9,6	11,6	0,1	100

Tav. 6

Banche: attività finanziarie
(composizione percentuale per strumento)

Anno	Biglietti e monete	Depositi	Titoli	Prestiti	Azioni	Fondi comuni	Riserve tecniche	Riserve tecniche e altre attività	Totale
1950	1,5	15,6	19,3	63,0	0,6	n.e.	n.e.	0,0	100
1955	0,9	16,4	16,7	65,4	0,6	n.e.	n.e.	0,0	100
1960	0,7	14,9	19,1	64,3	1,0	n.e.	n.e.	0,0	100
1965	0,6	17,3	17,3	63,4	1,4	n.e.	n.e.	0,0	100
1970	0,5	16,1	17,0	64,8	1,6	n.e.	n.e.	0,1	100
1975	0,3	20,8	22,7	54,4	1,8	n.e.	n.e.	0,0	100
1980	0,4	22,0	26,5	48,0	1,7	n.e.	n.e.	1,5	100
1981	0,3	23,6	26,1	44,0	3,8	n.e.	n.e.	2,2	100
1982	0,3	23,3	28,6	41,9	3,7	n.e.	n.e.	2,2	100
1983	0,3	22,8	28,9	41,0	4,7	0,0	0,0	2,3	100
1984	0,3	21,0	25,1	47,8	3,2	0,0	0,0	2,5	100
1985	0,3	21,0	24,1	48,0	3,8	0,0	0,0	2,8	100
1986	0,3	20,7	22,6	47,0	6,5	0,0	0,0	3,0	100
1987	0,3	20,4	22,4	48,7	4,9	0,0	0,0	3,3	100
1988	0,3	19,2	20,0	52,4	5,0	0,0	0,0	3,1	100
1989	0,3	23,7	18,0	53,8	1,6	0,0	0,0	2,5	100
1990	0,4	20,9	16,7	57,7	1,6	0,0	0,0	2,7	100
1991	0,4	18,5	17,6	58,4	2,4	0,0	0,0	2,7	100
1992	0,3	19,5	18,4	57,1	2,0	0,0	0,0	2,7	100
1993	0,3	18,8	17,6	57,4	2,6	0,0	0,0	3,3	100
1994	0,3	17,4	19,9	55,9	2,0	0,0	0,0	4,5	100
1995	0,3	15,6	18,6	62,7	2,2	0,0	0,1	0,6	100
1996	0,4	16,5	19,3	61,1	2,3	0,0	0,1	0,4	100
1997	0,4	16,9	18,0	61,2	3,2	0,0	0,1	0,2	100
1998	0,4	15,9	17,9	60,3	5,2	0,1	0,1	0,1	100
1999	0,4	14,2	17,5	60,8	6,9	0,2	0,1	0,1	100
2000	0,4	14,4	15,3	62,3	7,3	0,3	0,1	0,1	100
2001	0,5	13,4	15,8	63,5	6,3	0,4	0,1	0,1	100
2002	0,5	18,3	13,4	61,9	5,4	0,4	0,1	0,1	100
2003	0,4	17,7	12,7	61,8	6,8	0,5	0,1	0,1	100
2004	0,4	17,8	13,3	60,9	6,9	0,5	0,1	0,1	100

segue

segue Tav. 6

Banche: attività finanziarie
(composizione percentuale per strumento)

Anno	Depositi	Titoli	Prestiti	Azioni	Riserve tecniche	Riserve tecniche e altre attività	Totale
1950	76,0	6,8	14,7	2,6	n.e.	0,0	100
1955	72,0	10,7	14,3	3,0	n.e.	0,0	100
1960	68,6	13,4	14,1	4,0	n.e.	0,0	100
1965	66,7	15,1	11,9	3,5	n.e.	2,7	100
1970	62,6	15,6	15,1	3,4	n.e.	3,4	100
1975	66,5	17,4	12,3	3,8	n.e.	0,0	100
1980	70,6	13,5	11,9	4,0	n.e.	0,0	100
1981	75,2	14,5	5,7	4,6	n.e.	0,0	100
1982	76,6	13,9	5,5	4,0	n.e.	0,0	100
1983	74,7	13,1	6,9	5,3	0,0	0,0	100
1984	67,1	11,1	14,5	6,1	1,2	1,2	100
1985	66,4	10,7	15,0	6,7	1,2	1,2	100
1986	66,5	10,6	14,2	7,4	1,3	1,3	100
1987	66,1	11,1	14,2	7,2	1,4	1,4	100
1988	65,0	10,9	15,3	7,4	1,4	1,4	100
1989	69,0	9,5	6,4	12,8	1,3	2,3	100
1990	69,7	9,4	7,6	10,8	1,3	2,4	100
1991	67,2	9,1	9,7	11,8	1,3	2,3	100
1992	69,9	8,8	10,9	8,3	1,2	2,2	100
1993	68,8	9,5	11,1	8,5	1,2	2,1	100
1994	67,9	10,5	10,9	8,5	1,3	2,2	100
1995	75,5	8,7	6,9	7,4	1,3	1,4	100
1996	72,3	13,3	5,8	7,2	1,2	1,3	100
1997	63,6	16,5	6,5	12,2	1,1	1,2	100
1998	56,8	18,9	6,0	17,3	0,9	0,9	100
1999	56,3	17,4	6,0	19,4	0,9	0,9	100
2000	54,2	19,1	6,2	19,7	0,8	0,8	100
2001	56,6	21,4	8,1	13,2	0,7	0,7	100
2002	59,0	22,3	7,4	10,6	0,6	0,6	100
2003	56,1	22,7	7,6	13,0	0,6	0,6	100
2004	55,1	24,2	6,6	13,4	0,5	0,6	100

Tav. 7

Amministrazioni pubbliche: attività finanziarie
(composizione percentuale per strumento)

Anno	Biglietti e monete	Depositi	Titoli	Prestiti	Azioni	Fondi comuni	Altre attività	Totale
1950	0,0	0,0	25,3	74,0	0,6	n.e.	0,0	100
1955	0,0	0,0	19,9	79,7	0,4	n.e.	0,0	100
1960	0,0	0,0	14,7	84,8	0,5	n.e.	0,0	100
1965	0,3	18,0	13,1	57,2	11,3	n.e.	0,1	100
1970	0,4	13,4	7,5	63,4	15,3	n.e.	0,0	100
1975	0,4	17,5	3,7	66,0	12,3	n.e.	0,1	100
1980	0,4	24,9	2,8	59,4	12,4	n.e.	0,0	100
1981	0,4	23,6	2,5	60,6	12,9	n.e.	0,0	100
1982	0,3	21,8	2,2	61,8	13,9	n.e.	0,0	100
1983	0,7	20,9	4,6	42,0	31,7	0,0	0,0	100
1984	0,8	19,1	6,2	40,0	34,0	0,0	0,0	100
1985	0,7	19,8	6,0	40,2	33,4	0,0	0,0	100
1986	0,7	17,3	7,1	41,5	33,5	0,0	0,0	100
1987	0,7	17,0	7,8	41,1	33,4	0,0	0,0	100
1988	0,7	16,4	8,1	43,1	31,8	0,0	0,0	100
1989	0,0	15,7	7,9	44,6	26,6	0,0	5,2	100
1990	0,0	15,2	8,6	45,4	26,0	0,0	4,7	100
1991	0,0	15,4	8,7	45,9	25,6	0,0	4,5	100
1992	0,0	15,9	9,0	45,3	26,3	0,0	3,4	100
1993	0,0	22,2	8,0	42,2	25,3	0,0	2,2	100
1994	0,0	27,4	7,4	41,9	21,9	0,0	1,3	100
1995	0,0	22,9	3,7	33,4	29,3	0,1	10,6	100
1996	0,0	18,9	4,2	33,9	31,4	0,1	11,5	100
1997	0,0	17,8	4,4	31,0	33,0	0,2	13,6	100
1998	0,0	16,1	4,6	29,1	32,5	0,3	17,4	100
1999	0,0	20,2	5,8	28,3	25,2	0,4	20,1	100
2000	0,0	16,8	5,5	27,4	27,0	1,0	22,3	100
2001	0,0	17,4	4,8	29,0	24,5	1,8	22,5	100
2002	0,0	15,8	4,2	31,2	23,4	1,7	23,7	100
2003	0,0	15,8	3,3	22,9	25,4	1,9	30,6	100
2004	0,0	15,9	3,2	26,0	24,6	1,8	28,6	100

segue

segue Tav. 7

Amministrazioni pubbliche: passività finanziarie*(composizione percentuale per strumento)*

Anno	Biglietti e monete	Depositi	Titoli	Prestiti	Azioni	Riserve tecniche	Altre passività	Totale
1950	0,3	22,2	40,1	33,3	0,0	4,1	0,0	100
1955	0,9	22,4	37,0	33,7	0,0	5,9	0,0	100
1960	0,7	21,0	37,6	33,0	0,0	7,8	0,0	100
1965	0,6	26,6	25,8	38,9	0,0	7,8	0,3	100
1970	0,6	20,5	32,2	38,5	0,0	7,9	0,3	100
1975	0,3	15,5	39,2	40,5	0,0	4,3	0,2	100
1980	0,2	19,2	41,5	35,8	0,0	3,2	0,1	100
1981	0,2	19,7	42,1	35,1	0,0	2,9	0,1	100
1982	0,2	17,7	44,3	35,0	0,0	2,8	0,1	100
1983	0,2	13,0	60,2	23,4	0,0	3,3	0,1	100
1984	0,2	10,7	62,0	23,8	0,0	3,2	0,2	100
1985	0,1	10,5	64,9	21,2	0,0	3,0	0,2	100
1986	0,1	10,3	67,0	19,3	0,0	3,0	0,3	100
1987	0,1	10,5	67,4	18,7	0,0	2,9	0,3	100
1988	0,1	10,5	68,0	18,3	0,0	2,8	0,2	100
1989	0,1	8,9	73,9	17,0	0,0	0,0	0,0	100
1990	0,1	8,8	74,5	16,6	0,0	0,0	0,0	100
1991	0,1	8,6	74,8	16,5	0,0	0,0	0,0	100
1992	0,1	8,1	75,5	16,3	0,0	0,0	0,0	100
1993	0,1	7,6	76,8	15,5	0,0	0,0	0,0	100
1994	0,1	7,7	81,4	10,8	0,0	0,0	0,0	100
1995	0,1	10,2	73,3	11,9	0,0	0,0	4,6	100
1996	0,1	9,9	75,1	11,0	0,0	0,0	3,9	100
1997	0,1	10,0	75,7	10,4	0,0	0,0	3,9	100
1998	0,1	10,1	77,1	9,2	0,0	0,0	3,6	100
1999	0,1	11,2	74,9	10,1	0,0	0,0	3,8	100
2000	0,1	11,5	75,2	9,6	0,0	0,0	3,5	100
2001	0,1	12,4	75,1	9,4	0,0	0,0	3,0	100
2002	0,1	12,7	75,0	9,1	0,0	0,0	3,0	100
2003	0,1	9,7	76,7	10,4	0,0	0,0	3,1	100
2004	0,2	9,4	76,6	10,8	0,0	0,0	3,1	100

segue

Tav. 8

Resto del mondo: attività finanziarie
(composizione percentuale per strumento)

Anno	Depositi	Titoli	Prestiti	Azioni	Fondi comuni	Riserve tecniche	Riserve tecniche e altre attività	di cui: crediti comm.li	Totale
1950	1,8	0,7	59,9	37,6	n.e.	n.e.	0,0	n.d.	100
1955	2,1	0,7	53,3	44,0	n.e.	n.e.	0,0	n.d.	100
1960	5,8	0,6	34,4	43,6	n.e.	n.e.	15,7	15,7	100
1965	0,6	0,6	44,4	34,5	n.e.	n.e.	19,9	19,9	100
1970	0,1	0,4	57,6	26,2	n.e.	n.e.	15,7	15,7	100
1975	0,9	0,2	61,6	18,9	n.e.	n.e.	18,4	17,7	100
1980	0,8	0,8	58,6	14,0	n.e.	n.e.	25,9	25,5	100
1981	0,9	1,1	50,3	17,9	n.e.	n.e.	29,7	29,7	100
1982	0,9	1,5	53,7	15,5	n.e.	n.e.	28,4	27,4	100
1983	0,6	1,3	58,1	13,5	0,0	0,0	26,5	25,6	100
1984	0,4	1,1	74,7	10,1	0,0	0,0	13,8	13,8	100
1985	0,2	2,0	71,0	14,1	0,0	0,0	12,8	12,8	100
1986	0,1	3,8	69,6	14,4	0,0	0,0	12,1	12,1	100
1987	0,4	3,4	69,6	13,6	0,0	0,0	13,1	13,1	100
1988	0,3	4,0	68,2	16,3	0,0	0,0	11,2	11,2	100
1989	32,5	11,6	29,1	15,0	0,7	0,0	11,1	9,5	100
1990	28,8	13,5	33,7	12,3	0,5	0,0	11,2	9,2	100
1991	28,3	14,8	35,5	11,4	0,4	0,0	9,7	8,0	100
1992	29,7	15,4	36,2	8,6	0,3	0,0	9,8	6,7	100
1993	25,0	22,9	31,9	10,9	0,3	0,0	9,1	5,6	100
1994	24,2	27,7	27,9	10,4	0,3	0,0	9,5	6,1	100
1995	23,5	31,7	27,2	10,4	0,3	0,9	6,9	6,1	100
1996	22,6	37,4	22,1	11,6	0,3	0,9	6,1	5,2	100
1997	20,1	39,9	19,2	15,2	0,4	0,8	5,3	4,5	100
1998	17,8	43,6	15,2	18,7	0,5	0,7	4,3	3,6	100
1999	17,7	43,9	15,8	17,6	0,4	1,0	4,7	3,7	100
2000	17,8	44,6	15,5	17,0	0,3	1,0	4,8	3,7	100
2001	14,9	47,4	17,6	15,0	0,3	1,0	4,8	3,5	100
2002	13,3	51,2	17,3	13,2	0,3	1,1	4,7	3,4	100
2003	12,6	52,2	17,1	13,4	0,3	1,1	4,3	3,2	100
2004	12,5	52,4	15,7	15,1	0,3	1,2	4,1	2,9	100

segue

segue Tav. 8

Resto del mondo: passività finanziarie
(composizione percentuale per strumento)

Anno	Oro monet. e DSP	Biglietti e monete	Depositi	Titoli	Prestiti	Azioni	Fondi comuni	Altre passività	di cui: debiti comm.li	Totale
1950	12,9	6,5	6,1	12,2	38,6	7,1	n.e.	16,6	n.d.	100
1955	13,6	4,6	10,4	29,6	26,9	4,5	n.e.	10,5	n.d.	100
1960	39,4	1,9	6,0	12,2	15,2	4,1	n.e.	21,2	11,6	100
1965	14,6	0,1	4,6	12,0	27,4	8,1	n.e.	33,1	15,0	100
1970	7,9	0,1	5,5	7,1	38,4	9,7	n.e.	31,3	10,7	100
1975	4,8	0,1	2,0	5,4	39,9	8,7	n.e.	39,1	17,7	100
1980	24,0	0,0	10,2	5,4	31,4	6,1	n.e.	22,9	16,6	100
1981	29,0	0,0	13,8	7,8	13,4	9,7	n.e.	26,3	20,0	100
1982	28,2	0,0	12,7	5,2	18,0	12,4	n.e.	23,5	23,1	100
1983	27,7	0,0	13,9	7,7	17,1	12,6	0,0	21,0	20,7	100
1984	17,8	0,0	10,7	6,3	34,9	14,0	2,4	14,0	14,0	100
1985	16,3	0,0	8,1	3,5	39,2	15,6	3,5	13,9	13,9	100
1986	14,2	0,0	8,5	3,8	37,2	19,0	4,2	13,0	13,0	100
1987	14,9	0,0	10,3	5,4	33,1	18,5	3,8	14,0	14,0	100
1988	12,1	0,0	11,3	7,9	33,0	20,0	3,4	12,3	12,3	100
1989	9,5	0,0	35,5	13,4	8,2	19,4	2,8	11,2	11,2	100
1990	7,7	0,0	34,0	18,0	8,7	18,1	2,0	11,5	11,5	100
1991	6,5	0,0	26,6	24,5	11,0	19,5	1,6	10,3	10,2	100
1992	5,4	0,0	24,1	21,1	15,6	20,5	1,4	11,7	8,9	100
1993	5,2	0,0	23,0	18,0	18,1	24,4	1,2	10,1	6,9	100
1994	5,5	0,0	24,4	19,3	14,1	23,2	1,1	12,5	7,7	100
1995	4,4	0,0	26,7	19,1	18,6	21,6	2,7	6,9	6,9	100
1996	3,5	0,0	28,1	18,9	20,4	20,3	3,2	5,6	5,6	100
1997	2,6	0,0	24,3	21,2	18,9	24,8	3,8	4,6	4,6	100
1998	2,4	0,0	17,1	25,3	16,4	30,8	4,2	3,8	3,8	100
1999	1,9	0,0	11,6	25,6	13,3	39,5	4,7	3,3	3,3	100
2000	1,8	0,0	9,6	25,5	14,5	39,1	5,8	3,6	3,5	100
2001	2,0	0,0	9,1	29,3	14,5	35,6	6,3	3,4	3,4	100
2002	2,3	0,0	9,8	31,9	15,7	30,6	6,0	3,7	3,7	100
2003	2,1	0,0	10,4	31,7	14,2	31,8	6,3	3,5	3,4	100
2004	2,0	0,0	8,7	31,2	16,1	31,5	7,1	3,4	3,3	100

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

- Aganin, A. e P. Volpin (2005), *The History of Corporate Ownership in Italy*, in R.K. Morch (a cura di), *A History of Corporate Governance around the World: Family Business Groups to Professional Managers*, The University of Chicago Press.
- Albareto, G. (1999), *Concorrenza e politica bancaria*, in F. Cotula (a cura di), *Stabilità e sviluppo negli anni Cinquanta*, Roma-Bari, Laterza.
- Albareto, G. e M. Trapanese (1999), *La politica bancaria negli anni Cinquanta*, in F. Cotula (a cura di), *Stabilità e sviluppo negli anni Cinquanta*, Roma-Bari, Laterza.
- Altissimo, F., Marchetti, D.J. e G.P. Oneto (2000), *The Italian Business Cycle: Coincident and Leading Indicators and Some Stylized Facts*, Banca d'Italia, Temi di discussione, n. 377, ottobre.
- Artoni, R. e S. Biancini (2003), *Il debito pubblico dall'Unità ad oggi*, in P. Ciocca e G. Toniolo (a cura di), *Storia economica d'Italia*, volume 3, Roma-Bari, Laterza.
- Aronica, A. (2002), *Tendenze evolutive nella problematica del finanziamento delle PMI*, in Camera di Commercio di Parma, *Finanziamento alle piccole e medie imprese: problemi e prospettive dell'area parmense*, Atti del convegno, Parma, 14 febbraio.
- Balassone, F., Franco, D., Momigliano, S e D. Monacelli (2002), *Italy: Fiscal Consolidation and its Legacy*, in Banca d'Italia, *The Impact of Fiscal Policy*, Research Department Public Finance Workshop, Perugia, 21-23 marzo.
- Balducci, R., Marconi, M., Marinelli, M.L. e A. Niccoli (1979), *L'evoluzione degli intermediari e dei mercati: 1950-1972*, in F. Vicarelli (a cura di), *Capitale industriale e capitale finanziario: il caso italiano*, Bologna, il Mulino.
- Banca d'Italia (2006), *Il debito delle Amministrazioni pubbliche*, Bollettino Economico, n. 46, marzo.
- Banfi, A. e M. Onado (2002) (a cura di), *I mercati dei titoli di debito privati*, Isedi, Milano.
- Barbiellini Amidei, F. e C. Impenna (1999), *Il mercato azionario e il finanziamento delle imprese negli anni Cinquanta*, in F. Cotula (a

- cura di), *Stabilità e sviluppo negli anni Cinquanta*, Roma-Bari, Laterza.
- Barca, F. e M. Magnani (1989), *L'industria tra capitale e lavoro*, Bologna, il Mulino.
- Barclays Capital (2002), *Household Financial Wealth in the Euro-zone*, in "European Economics", giugno.
- Biagioli, A. (1995), *La posizione finanziaria dell'Italia verso l'estero dal 1945 al 1994: una ricostruzione*, in UIC, *Studi per il cinquantenario*, Roma-Bari, Laterza.
- Biscaini, A.M. e P. Ciocca (1979), *Le strutture finanziarie: aspetti quantitativi di lungo periodo (1870-1970)*, in F. Vicarelli (a cura di), *Capitale industriale e capitale finanziario: il caso italiano*, Bologna, il Mulino.
- Bonci R. e M. Coletta (2006), *I conti finanziari dell'Italia dal 1950 a oggi*, in questo volume.
- Carli, G. (1975) (a cura di), *Sviluppo economico e strutture finanziarie in Italia*, Bologna, il Mulino.
- _____ (1978) (a cura di), *La struttura del sistema creditizio italiano*, Bologna, il Mulino.
- Cesarini, F. (1976), *Struttura finanziaria, sistema creditizio e allocazione delle risorse in Italia*, Bologna, il Mulino.
- Ciocca, P. (2000), *La nuova finanza in Italia. Una difficile metamorfosi (1980-2000)*, Torino, Bollati Boringhieri.
- Coltorti, F. (2005), *Finanza e sviluppo dagli anni '70 ad oggi*, in "Economia e Politica Industriale", n. 2, giugno.
- Cotula, F. (1999), *Introduzione*, in *Stabilità e sviluppo negli anni Cinquanta*, tomo terzo, Bari-Roma, Laterza.
- Cotula, F. e S. Rossi (1989), *Il controllo amministrativo dei flussi finanziari in Italia*, in F. Cotula (a cura di), *La politica monetaria in Italia*, vol. II (Obiettivi e strumenti), Bologna, il Mulino.
- Croff, D. e F. Passacantando (1979), *Il controllo diretto del credito*, in F. Cotula e P. de' Stefani (a cura di), *La politica monetaria in Italia: istituti e strumenti*, Bologna, il Mulino.
- De Cecco, M. (1968), *Saggi di politica monetaria*, Milano, Giuffrè.

- Eurostat (1996), *Sistema europeo dei conti – SEC 1995*, Lussemburgo.
- Fazio, A. (1979), *La politica monetaria in Italia dal 1947 al 1978*, in “Moneta e Credito”, vol. XXXII, n. 127.
- Filippa, L. e A. Franzosi (2001), *Capitalizzazione di Borsa, settori istituzionali e portafoglio retail. Analisi dell'evoluzione recente*, in “Borsa Italiana Notes”, n. 2, novembre.
- Gaiotti, E. e S. Rossi (2003), *La politica monetaria italiana nella svolta degli anni '80*, Convegno su “Gli anni '80 come storia”, Roma, 13-14 marzo.
- Goldsmith, R.W. e S. Zecchini (1999), *The National Balance Sheet of Italy (1861-1973)*, in “Rivista di storia economica”, a. XV, n. 1, aprile.
- Graziani, A. (1972), *L'economia italiana: 1945-1970*, Bologna, il Mulino.
- Lamfalussy, A. (1972), *I mercati finanziari europei*, Torino, Einaudi.
- Muzzicato, S., Sabbatini, R. e F. Zollino (2002), *I prezzi delle abitazioni in Italia: una rassegna di temi metodologici e la costruzione di un nuovo indice*, Banca d'Italia, dattiloscritto.
- Onado, M. (2003), *La lunga rincorsa: la costruzione del sistema finanziario*, in P. Ciocca e G. Toniolo (a cura di), *Storia economica d'Italia*, volume 3, Roma-Bari, Laterza.
- Pagano, M. (1999), *Il mercato azionario e il finanziamento delle imprese negli anni Cinquanta. Commento*, in F. Cotula (a cura di), *Stabilità e sviluppo negli anni Cinquanta*, Roma-Bari, Laterza.
- Pittaluga, G.B. (1999), *Concorrenza e politica bancaria. Commento*, in F. Cotula (a cura di), *Stabilità e sviluppo negli anni Cinquanta*, Roma-Bari, Laterza.
- Ricotti, G. e A. Sanelli (2006), *Conti finanziari e fiscalità: un'analisi storica*, in questo volume.
- Roccas, M. e C. Santini (1979), *La bilancia dei pagamenti*, in F. Cotula e P. de' Stefani (a cura di), *La politica monetaria in Italia: istituti e strumenti*, Bologna, il Mulino.
- Saltari, E. (2003), *Cause e conseguenze della finanziarizzazione dell'economia italiana*, dattiloscritto.
- Signorini, L.F. e I. Visco (2002), *L'economia italiana*, Bologna, il Mulino.

Spaventa, L. (1987), Intervento in *Un omaggio a Fausto Vicarelli*, in "Politica Economica", anno III, n. 3.

Torrini, R. (2004), *La dinamica aggregata e settoriale delle quote distributive e della redditività del capitale in Italia: alcuni fatti e un tentativo di interpretazione*, Banca d'Italia, dattiloscritto.

Vicarelli, F. (1979), *Capitale industriale e capitale finanziario: il caso italiano*, Bologna, il Mulino.

_____ (1981), *Note in tema di accumulazione di capitale in Italia (1947-63)*, in G. Lunghini (a cura di), *Scelte politiche e teorie economiche in Italia 1945-1978*, Torino, Einaudi.

_____ (1982), *Disintermediazione bancaria e struttura del sistema finanziario*, in "Economia Italiana", n. 2, giugno.

DISCUSSIONE DEL LAVORO DI R. DE BONIS

*Giorgio Calcagnini**

Gli studi sullo sviluppo economico italiano hanno tradizionalmente posto l'accento sulle variabili che descrivono l'economia reale: PIL, consumi, investimenti, esportazioni e importazioni, occupazione, ecc. L'aver relegato le variabili finanziarie a svolgere, almeno apparentemente, un ruolo non di primo piano all'interno dello schema interpretativo è stata una scelta spesso dettata più dalla indisponibilità di informazioni quantitative omogenee sufficienti a coprire un lungo arco di tempo, che da motivazioni teoriche. Anche se il giudizio non è condiviso dalla totalità degli economisti, la finanza è una delle componenti del modello di sviluppo di un'economia. Non tenerne conto significherebbe non comprendere appieno i complessi meccanismi che sono alla base della crescita economica, tanto dei paesi più arretrati che di quelli più avanzati. Il lavoro di De Bonis offre finalmente agli studiosi la possibilità di rileggere il tragitto percorso dalla nostra economia senza trascurare i legami e i nessi di causalità intercorsi tra sfera reale e finanziaria. Questa rilettura permette, inoltre, di avanzare un'ipotesi interpretativa, tra le tante che già circolano, sul declino dell'economia italiana di questi ultimi anni. Di conseguenza, questo contributo non è un vero e proprio commento, così come siamo soliti intenderlo, al lavoro di De Bonis, ma una riflessione nata dal suo lavoro basato sulla ricostruzione storica dei conti finanziari italiani portata avanti in questi anni dalla Banca d'Italia.

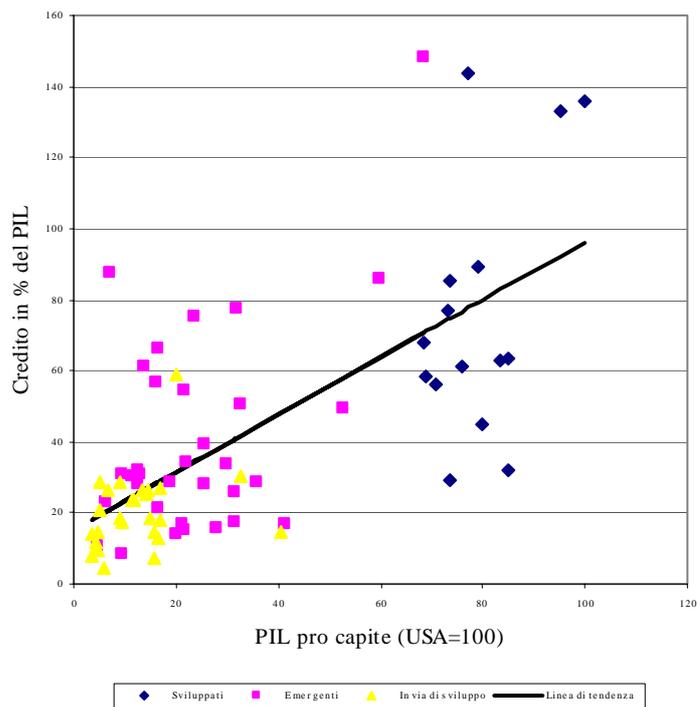
Che la finanza sia strettamente connessa con lo sviluppo economico lo si ricava guardando semplicemente alla relazione tra credito, una delle proxy più utilizzate per misurare le dimensioni del settore finanziario, e livello del PIL pro capite (fig. 1).

Senza addentrarsi nel dibattito se sia lo sviluppo economico a determinare la quantità di credito domandata o, viceversa, se sia la disponibilità di credito a facilitare le decisioni di consumo e investimento, e quindi a determinare il livello di reddito, il grafico mostra inequivocabilmente come sfera reale e finanziaria tendano a essere collegate da una relazione positiva di lungo periodo.

* Facoltà di Economia, Università di Urbino "Carlo Bo".

Fig. 1

Relazione sviluppo finanziario e reale. Medie 1970-2000

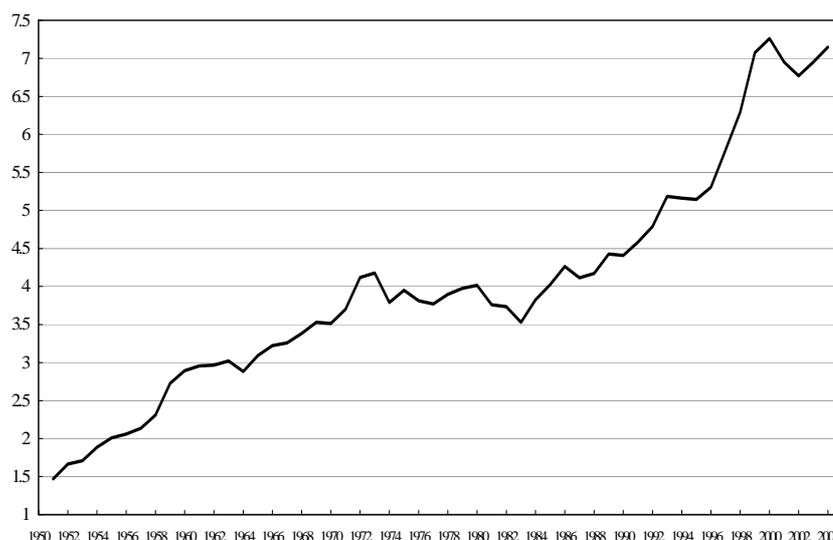


Fonte: Fondo monetario internazionale, *World Economic Outlook*, aprile 2004, p. 148.

Nel caso specifico dell'economia italiana, e per il periodo 1950-2004, la relazione tra queste due sfere è riportata nella figura 1 del lavoro di De Bonis, e qui riprodotta per convenienza (fig. 2).

Il numeratore del rapporto riportato nella figura 2 è il totale delle attività finanziarie (biglietti e monete, depositi, titoli, prestiti, azioni, riserve tecniche, e altre attività) lorde. Questo rapporto, che nel seguito chiameremo di finanziarizzazione, è passato da un livello di circa 1,5 agli inizi del periodo a un livello di poco superiore a 7 a fine periodo.

Fig. 2

Attività (passività) finanziarie del totale settori sul PIL

Dall'ispezione grafica della serie sono individuabili tre periodi: 1950-1973; 1974-1983¹; 1984-2004. Nel primo e ultimo periodo il rapporto di finanziarizzazione è in crescita, mentre nel periodo centrale il rapporto tra attività finanziarie e PIL è in moderata contrazione.

Questa periodizzazione dell'intero arco temporale, 1950-2004, coincide con fasi di sviluppo dell'economia italiana ben note. La prima fase (1950-1973) è il periodo di crescita economica iniziato negli anni cinquanta e interrottosì a causa di vari shock (prezzi delle materie prime, costo del lavoro) agli inizi degli anni settanta. Questo periodo storico è caratterizzato da elevati tassi di crescita del PIL e da moderati tassi di inflazione. Lo sviluppo economico è accompagnato in questi anni da cambiamenti che interessano i portafogli degli operatori economici e, quindi, la composizione delle attività finanziarie dell'economia italiana².

¹ Questo secondo periodo potrebbe essere esteso fino al 1992 quando il rapporto tra attività finanziarie e PIL torna sui livelli di inizio anni settanta, ma senza che l'interpretazione del fenomeno ne risenta significativamente.

² Cfr. anche Bonci e Coletta (2006).

Un ruolo di primo piano nello sviluppo finanziario dell'Italia viene svolto dalle banche favorendo la detenzione di depositi da parte delle famiglie e intervenendo in misura crescente nel finanziamento delle imprese.

In sintesi, l'andamento del rapporto tra attività finanziarie e PIL fino agli inizi degli anni settanta, tenendo conto delle dinamiche del numeratore e denominatore, può essere considerato "naturale". Esso infatti riflette l'adozione anche in Italia di comportamenti e decisioni finanziarie tipiche di economie in fase di sviluppo, a cui si accompagna un'espansione della ricchezza finanziaria.

Durante "i terribili anni settanta", o meglio il decennio 1973-1983, il rapporto tra attività finanziarie e PIL si riduce leggermente rispetto al livello massimo raggiunto, a causa degli elevati tassi di inflazione che hanno caratterizzato questo periodo (fig. 2). Il processo di finanziarizzazione subisce così una battuta di arresto. Infatti, accanto a valori del denominatore in rapido aumento in seguito alla dinamica dei prezzi, il processo inflazionistico, erodendone sia il valore sia i rendimenti, aveva reso relativamente meno convenienti gli investimenti di natura finanziaria (ad eccezione di quelli in oro) rispetto ad altre forme di accumulazione della ricchezza che, in Italia, assumono tipicamente la forma degli investimenti immobiliari. A questi fattori va necessariamente aggiunta una politica monetaria con un'impostazione tipicamente restrittiva, sotto forma sia di limitazioni ai movimenti di capitale con l'estero dei residenti sia di massimali sui prestiti bancari (cfr. De Bonis, par. 4).

Gli ultimi venti anni (1984-2004) sono spesso considerati quelli della "bolla o dell'ubriacatura" finanziaria. Il rapporto tra attività finanziarie e PIL passa dal 3,5 circa del 1984 ad un valore di circa 7,0 nel 2004, con un'accelerazione particolarmente forte nella seconda metà degli anni novanta (fig. 2). La principale spiegazione di questo andamento deve essere ricercata soprattutto nell'evoluzione del numeratore del nostro rapporto di finanziarizzazione, dal momento che, tra il 1984 e il 2004, il tasso medio del PIL reale è stato inferiore a quello del periodo 1950-1973, e che anche il tasso di inflazione si è mediamente mantenuto più basso rispetto agli anni settanta. La dinamica delle attività finanziarie italiane nel periodo 1984-2004 ha diverse spiegazioni. Da un lato, gli investitori italiani hanno imitato quello che stava accadendo in altre economie, soprattutto in quella americana, dove le prospettive di maggiori profitti

associate alla rivoluzione informatica avevano spinto al rialzo, in particolare nel periodo 1995-2000, i prezzi delle attività finanziarie³. Dall'altro, i successi ottenuti nel controllo dell'inflazione e le prospettive di far parte a pieno titolo dell'Unione monetaria avevano spinto i tassi di interesse verso il basso, determinando di conseguenza sia uno spostamento della domanda di attività finanziarie tradizionali (titolo di Stato) verso impieghi più rischiosi, quali i titoli azionari, sia un aumento del valore di mercato dei titoli a reddito fisso. Non vanno dimenticati, infine, il numero crescente di operazioni di fusioni e acquisizioni, l'uscita dal massimale sui prestiti bancari e una rinnovata liberalizzazione internazionale nei movimenti di capitale. Accanto a queste due spiegazioni, ve ne è almeno un'altra sulla quale vorrei soffermare la mia attenzione.

Dalle precedenti osservazioni è chiaro che il legame tra sfera reale e finanziaria che aveva caratterizzato la prima fase dello sviluppo economico italiano è meno forte negli anni più recenti. Infatti, all'aumento delle attività finanziarie è corrisposto, nel periodo 1984-2004, un aumento del PIL reale proporzionalmente inferiore rispetto a quanto osservato nel periodo 1950-1973⁴. L'importanza della finanza quale fattore di sviluppo economico dipende dal grado di dipendenza delle decisioni reali (in particolare gli investimenti) da fonti di finanziamento esterne (banche e mercato), e dal grado di imperfezione dei mercati finanziari. Un indicatore di questo tipo di dipendenza è rappresentato dal rapporto tra autofinanziamento e investimenti.

La figura 3 mostra l'andamento del rapporto autofinanziamento/investimenti per il campione di 980 imprese di Mediobanca, per il periodo 1968-2002.

Fino ai primi anni ottanta l'autofinanziamento delle imprese italiane, pur se elevato, era insufficiente a finanziare totalmente gli investimenti. Di conseguenza, la domanda di risorse dai settori in disavanzo a quelli in surplus si rifletteva anche in un aumento della ricchezza finanziaria del paese. A partire dalla metà degli anni novanta l'autofinanziamento è invece

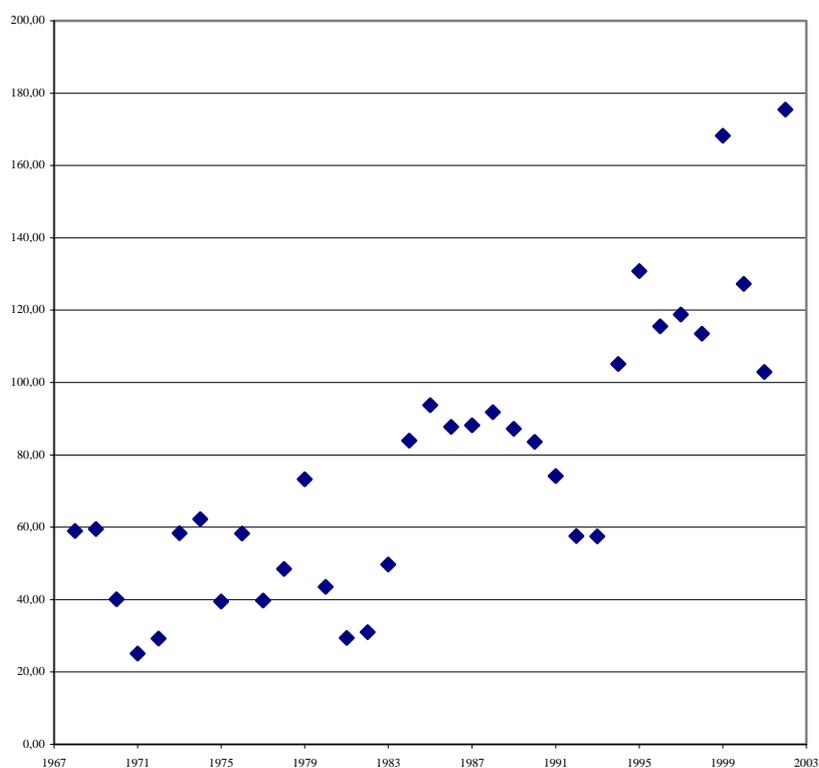
³ A fine periodo, il livello del rapporto attività finanziarie/PIL era più basso in Italia rispetto agli altri paesi più industrializzati. Per quanto riguarda la variazione dello stesso rapporto nel periodo 1995-2004, l'Italia si colloca in posizione intermedia rispetto agli altri paesi. La variazione più bassa è osservata in Giappone, quella più elevata nel Regno Unito (cfr. Bartiloro *et al.*, 2006, tav. 1).

⁴ In verità, l'aumento delle attività finanziarie nell'ultimo periodo è stato significativamente inferiore a quello registrato nella fase di avvio dello sviluppo economico italiano (cfr. Bonci e Coletta, 2006, tav. A.15).

sistematicamente superiore agli investimenti; quindi l'aumento della ricchezza finanziaria ha un rapporto meno diretto con le vicende legate alla produzione del reddito⁵.

Fig. 3

Rapporto autofinanziamento/investimenti: 1968-2002
(valori percentuali)



Fonte: Ns. elaborazioni su dati Mediobanca:

http://www.mbres.it/ita/mb_publicazioni/cumulati.htm#

⁵ L'aumento dell'autofinanziamento intorno alla metà degli anni novanta trova conferma anche nelle informazioni pubblicate dalla Banca d'Italia (2005), fig. D7, p. 267, anche se i valori differiscono da quelli di Mediobanca per la diversa composizione del campione.

La ricchezza finanziaria di un'economia aumenta principalmente grazie alla presenza di risparmio (reddito meno consumo) positivo. Questo vale soprattutto per la ricchezza netta, una volta cioè che nell'aggregato sia avvenuta la compensazione tra crediti e debiti. La ricchezza finanziaria che compare al numeratore del rapporto della figura 2 è, invece, ricchezza finanziaria lorda. Quest'ultima aumenta anche semplicemente perché aumentano i prezzi delle varie attività o i trasferimenti di risorse tra i vari operatori economici. È quindi una misura delle dimensioni raggiunte dal mercato finanziario di un paese. Ma negli anni più recenti, all'aumento della ricchezza finanziaria lorda ha corrisposto invece una minore intensità del processo di accumulazione rispetto al passato.

Sembrirebbe che nel periodo 1984-2004 si sia creata una situazione ben descritta circa trent'anni fa da Balducci (1979, p. 359) nei seguenti termini:

“...Nelle fasi di accentuata espansione del settore industriale, cui si accompagni anche un'ampia formazione di risparmio di impresa, il rapporto che il sistema finanziario può instaurare con il mondo industriale è importante, ma non essenziale; ha spesso riflessi congiunturali, ma non strutturali; è, in definitiva, non dominante.

Se poi, come è normale attendersi in questo contesto, le disponibilità monetarie manovrabili dagli intermediari finanziari si ampliano con rapidità, è pensabile che il sostegno finanziario si indirizzi verso nuovi canali, quali l'edilizia, il commercio, alcuni comparti del terziario, che definiamo settori “di rendita” intesa in senso ampio. ...”

L'aumento dei prezzi degli immobili degli ultimi anni, il perverso intreccio tra alcune istituzioni finanziarie e alcuni imprenditori del settore immobiliare, un settore dei servizi che, protetto dalla concorrenza internazionale, rimane strutturalmente meno efficiente rispetto a quanto si osserva negli altri paesi, una distribuzione del reddito che sta progressivamente favorendo chi opera nei settori meno concorrenziali, sono solo alcuni degli elementi che caratterizzano un'economia come quella italiana, sempre più basata sulla rendita. Il fenomeno sembra aver assunto dimensioni così rilevanti che la sua percezione sta diventando comune al complesso delle scienze sociali, travalicando il ristretto ambito degli economisti. Diamanti (2005) ha recentemente scritto che in Italia si osserva una “...progressiva sopraffazione della finanza sull'economia

Per cui, più dell'andamento delle imprese, degli indici della produzione e delle vendite, oggi contano le operazioni di borsa. I movimenti di capitale. Le acquisizioni e cessioni azionarie. ... Da ciò la difficoltà, da parte della società, di "capire" la ricchezza."

Il dibattito sempre più acceso sul declino dell'economia italiana, a mio avviso, non può prescindere da queste considerazioni. Eventualmente, ci si potrebbe chiedere quale sia l'origine di questa situazione. Se, cioè, la sopraffazione della finanza sull'economia, intesa come dissociazione tra decisioni reali e finanziarie, non sia che la conseguenza di una caduta del rendimento atteso sul capitale reale. Perfettamente capita e anticipata da settori dell'economia diversi da quello industriale, il quale resta ancora il motore trainante delle economie moderne⁶. Una caduta dei rendimenti che, a sua volta, va ricercata nella incapacità da parte delle istituzioni di dare risposta a una serie di problemi strutturali che "da sempre" affliggono l'economia italiana. Nella mancanza, in ultima analisi, di una vera politica economica per lo sviluppo.

⁶ Su questo tema si veda Torrini (2005), paragrafo 4.

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

- Balducci, R. (1979), *Capitale finanziario e struttura industriale*, in F. Vicarelli (a cura di), *Capitale industriale e capitale finanziario: il caso italiano*, Bologna, il Mulino.
- Banca d'Italia (2005), *Relazione annuale sul 2004*, Roma.
- Bartiloro, L., De Bonis, R., Generale, A. e I. Longhi (2006), *Le strutture finanziarie dei principali paesi industriali: un'analisi di medio periodo*, in questo volume.
- Bonci, R. e M. Coletta (2006), *I conti finanziari dell'Italia dal 1950 a oggi*, in questo volume.
- Diamanti, I. (2005), *Se il denaro perde valore*, la Repubblica, pp. 1 e 21, 31 dicembre.
- Torrini, R. (2005), *Quota dei profitti e redditività del capitale in Italia: un tentativo di interpretazione*, Banca d'Italia, Temi di discussione, n. 551.

CONTI FINANZIARI E FISCALITÀ: UN'ANALISI STORICA

*Giacomo Ricotti e Alessandra Sanelli**

1. L'evoluzione della disciplina fiscale dei redditi finanziari: un quadro generale

L'analisi degli effetti della tassazione sul volume e sull'allocatione del risparmio è uno dei filoni tradizionali degli studi di finanza pubblica. La letteratura economica e le ricerche empiriche hanno evidenziato che le variazioni delle diverse forme di imposizione hanno effetti tendenzialmente ambigui sul livello complessivo di risparmio, mentre possono incidere in maniera significativa sull'allocatione delle risorse finanziarie.

Nel presente lavoro si ricostruisce l'evoluzione della legislazione fiscale in materia di redditi finanziari in Italia a partire dagli anni sessanta, allo scopo di verificare se, e in quale misura, tale disciplina abbia contribuito a influenzare le scelte di allocatione del risparmio, da un lato, e le modalità di finanziamento dei settori in deficit strutturale di risorse (imprese e pubblica Amministrazione), dall'altro e, di riflesso, le caratteristiche stesse dell'industria bancaria e finanziaria. L'esame si basa sull'analisi dei dati riportati nei conti finanziari, integrati, ove occorra, con informazioni di maggior dettaglio tratte dalle Relazioni, dai Bollettini Economici e dalle pubblicazioni statistiche della Banca d'Italia. La ricostruzione è incentrata esclusivamente sugli effetti dell'imposizione diretta¹.

L'analisi viene condotta sui “fatti stilizzati”, esaminando l'impatto dei singoli interventi di modifica della disciplina fiscale sui mercati

* Banca d'Italia, Servizio Rapporti Fiscali. Si ringraziano S. Giannini e i partecipanti al convegno “I conti finanziari: la storia, i metodi, l'Italia, i confronti internazionali”, V. Ceriani e A. Magliocco, per gli utili commenti ricevuti su diverse versioni del lavoro; S. Manestra, per le osservazioni e i suggerimenti di carattere storico e bibliografico. Il lavoro riflette esclusivamente le opinioni degli autori e non impegna in alcun modo l'Istituto di appartenenza. Pur essendo frutto di un impegno comune e di un continuo scambio di idee tra gli autori, le singole parti di esso sono attribuibili come segue: Giacomo Ricotti ha curato i paragrafi 2, 4.2, 5.2. e 5.3.2; Alessandra Sanelli i paragrafi 3, 4.1, 5.1, 5.3.1 e 5.4; i paragrafi 1 e 6 non sono attribuibili individualmente. La responsabilità per eventuali errori o imprecisioni è esclusivamente degli autori. Il lavoro è dedicato alla memoria di Guido Ancidoni, amico e maestro.

¹ Per un esame dell'incidenza dell'imposizione indiretta sull'allocatione del risparmio e sul funzionamento dei mercati finanziari si rinvia a Ancidoni *et al.* (1987). In Ciocca (2000) è rinvenibile un'ampia panoramica sugli effetti delle imposte dirette e indirette sulla finanza.

finanziari, con particolare attenzione alla composizione dei portafogli dei risparmiatori e alla struttura finanziaria degli intermediari e delle imprese; le considerazioni tengono conto delle decisioni prese, nello stesso periodo, dalle autorità monetarie. Modifiche nel comportamento degli operatori in concomitanza con gli interventi delle autorità fiscali e in senso conforme alle aspettative, configurandosi come “reazioni” a tali provvedimenti, confermano la tesi dell’influenza della politica tributaria sulla morfologia dei mercati finanziari (Guerra, 1989).

Dal 1960 si possono individuare almeno tre fasi nel rapporto tra fisco e mercati finanziari.

In una *prima fase*, che abbraccia gli anni sessanta e settanta, la legislazione tributaria ha svolto un *ruolo proattivo* rispetto al mercato, indirizzando le scelte dei settori in surplus e in deficit di risorse finanziarie. La leva fiscale contribuì all’instaurazione di un regime di doppia intermediazione, nel quale i risparmiatori (principalmente le famiglie) affidavano le loro risorse alle banche, che a loro volta sottoscrivevano i titoli emessi dagli istituti di credito speciale, la cui raccolta era diretta al finanziamento delle imprese, spesso sotto forma di credito agevolato a medio e lungo termine. In questo modo si promuoveva lo sviluppo delle attività imprenditoriali e la creazione delle infrastrutture. Veniva invece disincentivato il ricorso diretto al mercato dei capitali da parte delle imprese.

In una *seconda fase*, tra l’inizio degli anni ottanta e i primi anni novanta, le scelte di politica tributaria in materia di attività finanziarie sono state contrassegnate da un *atteggiamento reattivo* sotto un duplice profilo. In primo luogo, le crescenti esigenze di gettito determinarono una diversa considerazione del comparto finanziario da parte del legislatore: se in precedenza si rinunciava implicitamente a massimizzare le entrate fiscali sui proventi del risparmio, pur di ottenere l’allocazione desiderata delle risorse, già dalla fine degli anni settanta – ma ancor più decisamente da metà anni ottanta – l’attenzione si spostò progressivamente sulle possibilità di incrementare tali entrate. Ne derivò un innalzamento del livello complessivo delle aliquote di ritenuta. In secondo luogo, la comparsa e il rapido sviluppo di tecniche di innovazione finanziaria – contraddistinte da finalità di elusione della disciplina fiscale e di vigilanza – determinarono una continua rincorsa del mercato da parte del legislatore fiscale, oltre che delle autorità di politica monetaria.

Nello stesso periodo la crescita del fabbisogno determinò una sempre maggiore importanza dell'emittente pubblico sul mercato dei capitali; fu necessario affrontare la tematica della tassazione dei titoli di Stato, sia sotto il profilo delle distorsioni allocative derivanti dall'esenzione dei proventi da obbligazioni pubbliche, sia con riferimento agli effetti netti sul bilancio dello Stato.

Un tratto comune delle prime due fasi è rappresentato dall'esplicito utilizzo della leva fiscale a fini di indirizzo delle scelte dei risparmiatori, degli intermediari e delle imprese, spesso di concerto con la politica monetaria. Tale utilizzo si è tradotto nella discriminazione della tassazione in base alla natura del debitore e dello strumento. Neutralità ed equità dell'imposizione sino alla fine degli anni ottanta sono stati obiettivi secondari, se non estranei, alla disciplina fiscale dei redditi finanziari.

A partire dai primi anni novanta, la liberalizzazione dei movimenti di capitale e la crescente integrazione dei mercati, derivante anche dalle rapide innovazioni tecnologiche, hanno determinato una *progressiva rinuncia del fisco al perseguimento di finalità allocative*, a favore della neutralità del prelievo e di una maggiore attenzione agli effetti dell'imposizione sull'efficienza dei mercati, sempre nel rispetto del vincolo rappresentato dalle esigenze di gettito.

Tali obiettivi sono stati perseguiti dapprima con l'introduzione di meccanismi impositivi atti a contenere gli oneri amministrativi e finanziari connessi con la tassazione delle attività (sistema dell'imposta sostitutiva introdotto dal decreto legislativo n. 239/1996), e successivamente con l'adozione di una tassazione omogenea e onnicomprensiva, estesa a qualsiasi tipologia di strumento e di provento finanziario (ivi incluse le plusvalenze).

Il lavoro è articolato secondo un criterio temporale. Nel paragrafo 2, dopo una breve descrizione del sistema tributario esistente prima della riforma del 1973, si esamina la tassazione dei redditi finanziari nel periodo 1960-1973, indicandone gli effetti sulle scelte di allocazione del risparmio. Nel paragrafo 3 si illustra l'inquadramento dei redditi finanziari nell'ambito della riforma del sistema tributario, per poi seguire l'evoluzione del rapporto tra fisco e attività finanziarie fino ai primi anni ottanta. Nel paragrafo 4 l'attenzione è posta sul rapporto tra fisco e innovazione finanziaria che ha contraddistinto gli anni ottanta, insieme alla decisione di tassare i titoli pubblici. Nel paragrafo 5 si esaminano le principali riforme degli anni novanta, cercando di valutarne gli effetti sugli

strumenti e sulle decisioni di emittenti e investitori. Il paragrafo 6 raccoglie le principali conclusioni del lavoro.

2. Il periodo precedente la riforma: dal 1960 al 1973

2.1 *Il sistema tributario ante riforma: le principali imposte sul reddito*²

All'inizio degli anni sessanta il sistema tributario italiano si presentava contrassegnato dalla presenza di più imposte sul reddito, reali e personali. La struttura del sistema affondava le proprie radici nel secolo precedente, per le imposte reali, mentre le imposte personali erano state introdotte più di recente, durante gli anni venti.

Le **imposte reali** (imposta sul reddito dominicale dei terreni, imposta sul reddito dei fabbricati, imposta sul reddito agrario, imposta sui redditi di ricchezza mobile) colpivano persone fisiche e società secondo la fonte del reddito. Questi tributi erano tra loro autonomi: le perdite sopportate in una categoria di reddito non erano compensabili con l'imponibile di un'altra imposta reale.

In particolare, l'imposta di ricchezza mobile (di seguito, imposta di R.M.) colpiva la produzione di redditi non tassati con altre imposte reali, derivanti dal capitale o dal lavoro, o dal concorso di entrambi, incluse le plusvalenze (D'Amati, 1968). Era suddivisa in: categoria A, redditi di puro capitale; categoria B, redditi misti, derivanti da capitale e lavoro (redditi di impresa e commerciali); categoria C/1, redditi da lavoro autonomo; categoria C/2, redditi da lavoro dipendente (incluse le pensioni). Le aliquote d'imposta erano diverse per ogni categoria di reddito: proporzionali per la categoria A e progressive per le altre. I proventi da titoli di Stato, sui quali ci si soffermerà più diffusamente in seguito, erano esenti da imposta di R.M.

Oggetto delle **imposte personali** era il reddito complessivo del contribuente, che includeva anche redditi non colpiti da imposte reali.

Sul reddito delle persone fisiche erano prelevate sia un'imposta complementare, versata allo Stato, sia un'imposta di famiglia, percepita dai Comuni. Rispetto alle imposte reali, le imposte personali – e soprattutto la

² Come riferimento generale per questo paragrafo, cfr. Gangemi (1967) e Tremelloni (1964).

complementare – non diedero mai un gettito all'altezza delle potenzialità, sia per l'esistenza di numerose esenzioni, sia per le difficoltà di accertamento.

Il reddito imponibile dell'*imposta complementare* (D'Amati, 1967) includeva tutti i redditi percepiti dal contribuente nell'anno, compresi quelli non soggetti a imposte reali (ad esempio, i redditi da titoli di Stato e i redditi derivanti da partecipazione in società). L'imposta complementare, insomma, si aggiungeva alle imposte reali, contribuendo ad inserire nel sistema, in qualche modo, quei criteri di progressività richiesti dall'art. 53 della Costituzione. L'aliquota d'imposta, progressiva per scaglioni, variava dal 2 per cento al 65 per cento.

L'*imposta di famiglia*, personale e progressiva, colpiva l'"agiatezza" dell'intera famiglia, desunta da qualsiasi indicatore di reddito o ricchezza; era commisurata anche alla popolazione del Comune di residenza, con deduzioni dall'imponibile più elevate per i contribuenti che risiedevano nei Comuni maggiori (Bernardino, 1961). Le aliquote variavano dal 2 per cento al 12 per cento³.

L'*imposta sulle società* colpiva sia il patrimonio, con aliquota dello 0,75 per cento, sia il reddito, con aliquota del 15 per cento, ma solo per la parte che eccedeva il 6 per cento del patrimonio (Uckmar, 1976; Montuori, 1960). Aliquote inferiori erano previste per gli istituti di credito e per le holding: il patrimonio era inciso nella misura dello 0,5625 per cento e l'eccedenza di reddito per l'11,25 per cento; se la società era a partecipazione statale, le aliquote d'imposta erano ulteriormente ridotte, rispettivamente, allo 0,45 per cento e al 9 per cento. Anche per l'imposta sulle società, come per quella complementare, nel reddito imponibile erano inclusi non solo i redditi già soggetti ad imposta di R.M., ma anche quelli esenti, quali gli interessi da titoli di Stato e i dividendi.

L'imposta sulle società, introdotta nel 1954, sostituì l'imposta di negoziazione, dovuta su ogni trasferimento di qualsiasi titolo di credito riferibile a una società (azioni ed obbligazioni), e quella sul capitale delle società straniere⁴. Per evitare discriminazioni nella raccolta sul mercato,

³ Sin dall'introduzione dell'imposta complementare nel 1923, fu evidente la sovrapposizione tra l'imponibile di quest'ultima e quello dell'imposta di famiglia: ne fu quindi decretata l'abolizione. Le preoccupazioni dei comuni, che vedevano così scomparire una delle loro maggiori entrate, fecero però desistere il legislatore da questo intento.

⁴ L'imposta sulle società fu introdotta per motivi di gettito e di perequazione. I motivi perequativi erano riconducibili sia alla possibilità dei soci di società di capitali di eludere l'imposizione diretta (continua)

all'imposta sulle società – che colpiva, seppure indirettamente, i trasferimenti di azioni – si affiancò, quindi, l'*imposta sulle obbligazioni*. Quest'ultima era applicata annualmente sul valore (di mercato o, in mancanza, nominale) delle obbligazioni emesse dalle società, con un'aliquota dello 0,5 per cento, ridotta allo 0,125 per cento per i titoli emessi, tra gli altri, dagli istituti di credito e dai soggetti che avevano diritto alla riduzione dell'imposta sulle società. L'imposta, indeducibile da altre imposte, era dovuta dagli emittenti, con facoltà di rivalsa sui sottoscrittori (Giorgi, 1968).

Infine i redditi da impresa, commercio o libere professioni erano soggetti a un'imposta locale, *l'imposta sulle industrie, commerci, arti e professioni*; prelevata da Comuni e Province sui redditi prodotti nel loro territorio, anche se esenti ai fini dell'imposta di R.M., era fissata in misura non superiore al 3,5 per cento, per i redditi di categoria B, e al 2,8 per cento per i redditi di categoria C/1, a livello comunale, e, rispettivamente, all'1,75 per cento e all'1,4 per cento, a livello provinciale.

Alle imposte richiamate, con l'eccezione dell'imposta sulle obbligazioni, si applicavano le **addizionali** a favore degli enti comunali di assistenza (addizionale E.C.A.) e "pro Calabria", pari entrambe al 5 per cento dell'imposta; quest'ultima non si applicava all'imposta sulle società. L'addizionale E.C.A. fu innalzata al 10 per cento dal 1962. Nel novembre 1966 fu introdotta anche un'addizionale straordinaria "pro-alluvionati" del 10 per cento. Dal 1971 quest'ultima addizionale fu innalzata al 15 per cento, aumentato al 20 per cento sui redditi imponibili dei soggetti non tassati in base al bilancio che superavano i dieci milioni di lire.

Sotto il profilo del **gettito**, la pressione tributaria media nel periodo 1960-1973 fu pari al 16,2 per cento del PIL; il gettito era assicurato per circa due terzi dalle imposte indirette⁵.

Per quanto riguarda le imposte sul reddito e sul patrimonio (cfr. tav. 1), il gettito maggiore era garantito dall'imposta di R.M.; complessivamente le imposte sulla società, sulle obbligazioni e complementare garantivano entrate inferiori alla metà di quelle derivanti

sugli utili non distribuiti, a differenza di quelli di società di persone, sia all'elusione delle imposte indirette sui trasferimenti delle azioni, non colpiti nella pratica dall'imposta di negoziazione (Giorgi, 1968).

⁵ Elaborazione su dati tratti da Ceriani *et al.* (1992b). I dati riportati nel prosieguo sono il risultato di elaborazioni su informazioni contenute in Tremelloni (1964).

dall'imposta di R.M. All'interno di quest'ultima il 56 per cento del gettito era fornito dai redditi di categoria B, il 28 per cento dalla categoria C/2 ed appena l'11 per cento dalla categoria A, relativa ai redditi finanziari.

Tav. 1

Entrate tributarie dello Stato, degli enti locali e degli enti minori – 1960

Imposte	Quota del gettito complessivo
Imposte sugli scambi	37,5%
Imposte sul reddito e sul patrimonio	29,9%
di cui	
<i>Imposta di ricchezza mobile</i>	11%
<i>Imposta sulle società e sulle obbligazioni</i>	3%
<i>Imposta complementare</i>	2%
Altre imposte	32,6%

Fonte: elaborazione dati contenuti in Tremelloni (1964).

Per quanto riguarda la finanza locale, l'imposta di famiglia assicurava, nel 1960, il 17 per cento del gettito complessivo dei Comuni, seconda solo alle imposte di consumo.

Riassumendo, i redditi erano tassati secondo la loro fonte (imposizione "reale"), in misura sostanzialmente proporzionale, mentre i compiti redistributivi, tipici di una tassazione progressiva, erano affidati (con scarsi risultati, come dimostrano i dati di gettito) all'imposta complementare e all'imposta di famiglia (Di Majo e Frasca, 1975).

2.2 *La tassazione dei redditi finanziari tra evasione ed esenzione*

Il sistema tributario delineato nel paragrafo precedente includeva, tra i redditi imponibili, anche i redditi finanziari, la tassazione dei quali si presentava particolarmente articolata.

Da un punto di vista formale, i redditi provenienti dall'investimento in attività finanziarie erano sempre soggetti a tassazione: l'imposta dovuta variava in funzione del soggetto percipiente. Nella realtà, per effetto da un lato di una giungla di esenzioni o agevolazioni (variabili per tipologia di

emittente e di strumento), e dall'altro di una forte evasione (soprattutto dell'imposta complementare), il prelievo effettivo sui redditi finanziari era del tutto disomogeneo, con riflessi sulla domanda e sull'offerta di attività finanziarie.

2.2.1 *La tassazione degli interessi*

Gli **interessi** da obbligazioni erano soggetti a diversi tributi.

Scontavano, in principio, l'imposta di R.M. categoria A e l'imposta sulle obbligazioni, rimosse alla fonte dagli emittenti, con facoltà di rivalsa sui sottoscrittori.

Inoltre sui percettori gravavano l'imposta complementare (per le persone fisiche) e l'imposta sulle società (per i soggetti tassati in base al bilancio).

L'aliquota di prelievo dell'imposta di R.M. categoria A crebbe nel periodo considerato, passando dal 24,2 per cento al 36,45 per cento in poco più di un decennio⁶.

Di fatto, il prelievo non era generalizzato, in quanto erano previste numerose esenzioni, secondo la dottrina dell'epoca "intese a facilitare la raccolta del risparmio e la sua destinazione ai finanziamenti produttivi" (Pietrafesa, 1966). Risultavano esenti: i titoli di Stato, i buoni postali, le cartelle di credito comunali e regionali, le obbligazioni emesse dall'IRI⁷, dalla Società Autostrade, dall'ENEL⁸, da alcuni enti internazionali (BEI, BIRS, CECA).

Per le obbligazioni emesse dall'ENI l'imposta di R.M. non era dovuta grazie al pagamento di un'imposta di abbonamento, pari allo 0,1 per cento del capitale emesso, che copriva anche altre imposte minori. Lo stesso regime si applicava alle obbligazioni emesse dagli istituti di credito

⁶ L'aliquota legale, pari al 22 per cento fino al 30 giugno 1959, passò successivamente al 23 per cento e fu aumentata al 26 per cento a partire dal 1962; divenne del 27 per cento dal novembre del 1964. Considerando anche le addizionali l'aliquota complessiva di prelievo fu pari al 24,2 per cento fino al 1959, al 25,3 per cento dal 1960 a novembre 1962, per poi passare al 29,9 per cento; dal novembre 1964 fu pari al 31,05 per cento, salendo al 33,75 per cento dal 1967; dal 1971 fu pari al 35,1 per cento sui primi dieci milioni di imponibile e al 36,45 per cento sull'imponibile rimanente.

⁷ L'esenzione non riguardava però l'imposta sulle obbligazioni.

⁸ L'ENEL era tenuta al pagamento di un'imposta sull'energia prodotta, che sostituiva, tra le altre, l'imposta di R.M., l'imposta sulle società e sulle obbligazioni.

speciale: l'esenzione da imposta di R.M. categoria A era concessa poiché tali emittenti corrispondevano un'imposta di abbonamento dello 0,15 per cento sull'ammontare dei finanziamenti a medio lungo termine (cioè di durata non inferiore a tre anni) esistenti alla fine di ogni esercizio⁹ (cfr. tav. 2).

Tav. 2

Tassazione delle obbligazioni per emittente

Imposta emittente	RM categoria A	Sulle obbligazioni	Di abbonamento
Stato, enti internazionali, Soc. Autostrade	Esente	Esente	---
ICS	Esente	0,125%	0,1-0,15%
IRI	Esente	0,5%	---
ENEL	Esente	Esente	---
ENI	Esente	0,5%	0,1%
Società finanziarie	36,45 %	0,125%	---
Altre società	36,45%	0,5%	---

La riforma del 1973 non intaccò i vantaggi esistenti al momento della transizione: fu disposto, infatti, che alle obbligazioni esistenti si applicasse il più favorevole tra il regime previgente e quello delineato dalla riforma; nella sostanza, tutte le obbligazioni esenti sottoscritte prima dell'entrata in vigore della riforma rimasero esenti.

Per quanto riguarda gli interessi sui *depositi*, su quelli a risparmio era dovuta l'imposta di R.M. categoria A; così come accadeva per le obbligazioni private, le banche non esercitavano la rivalsa, determinando un'esenzione di fatto di questi redditi per i percettori (Bianchi, 1975a). Agli interessi su conti correnti non si applicava, in origine, l'imposta di R.M. categoria A, in quanto si riteneva, presuntivamente, che tali conti fossero utilizzati da imprese e quindi che i relativi proventi rientrassero tra quelli soggetti alle imposte sui redditi d'impresa. La difformità di

⁹ L'imposta di abbonamento era ridotta allo 0,10 per cento per alcuni ICS, tra i quali l'IMI, il Mediocredito centrale e l'Isveimer. Sul punto, Adonnino (1967).

trattamento fiscale determinò uno spostamento dei fondi dai depositi a risparmio a quelli in conto corrente, che fu contrastato dall'Amministrazione fiscale assoggettando quote forfetarie dei conti correnti all'imposta di R.M. categoria A sugli interessi (Valiani, 1976).

Oltre a scontare l'imposta di R.M., come già rilevato, gli interessi percepiti dalle persone fisiche dovevano essere inseriti anche nella base imponibile dell'imposta complementare. In questo caso, la tassazione si presentava omogenea su tutti gli strumenti finanziari, dato che non erano previste esenzioni. Erano però assenti strumenti di accertamento adeguati, che impedissero, di fatto, l'evasione generalizzata di questo tributo: le imposte sugli interessi percepiti su obbligazioni, in quanto titoli al portatore, e su depositi, per il segreto bancario, erano evase senza che l'Amministrazione finanziaria potesse accertare i redditi in questione (Merlino, 1960).

Gli interessi attivi percepiti dalle società erano inclusi tra i redditi soggetti a imposta sulle società. Per quanto riguarda l'imposta di R.M. categoria B applicata sui redditi d'impresa, invece, gli interessi attivi erano inclusi nell'imponibile solo se non erano già stati assoggettati all'imposta di R.M. categoria A; gli interessi attivi su titoli, quindi, non erano tassati con imposta di R.M. categoria B, dato che erano o esenti o soggetti ad imposta di R.M. categoria A (Montuori, 1960; Bosisio, 1970).

Per riuscire a competere sul mercato dei capitali, assicurando ai risparmiatori rendimenti netti pari a quelli garantiti dagli emittenti esenti, le imprese erano costrette a rinunciare all'esercizio della facoltà di rivalsa dell'imposta di R.M. e dell'imposta sulle obbligazioni: ciò significava accollarsi un costo di finanziamento ulteriore, superiore a quello dello Stato o degli ICS, per di più aggravato dall'ineducibilità di tali imposte dal reddito tassato con imposta di R.M. categoria B (Montuori, 1960).

A fronte di un rendimento netto del 5 per cento per il risparmiatore, il costo effettivo dell'indebitamento era pari al 5 per cento per lo Stato e gli altri soggetti esenti, cresceva al 5,3 per cento per gli ICS e al 5,8 per cento per le altre società tenute al pagamento delle imposte di abbonamento e sulle obbligazioni, ma raggiungeva il 7,8 per cento per le società finanziarie e l'8,3 per cento per le società commerciali, che dovevano tener conto sia della scelta di non rivalersi per l'imposta di R.M. categoria A e

per l'imposta sulle obbligazioni, sia dell'indeducibilità di queste dall'imposta di R.M. categoria B¹⁰.

In termini di cuneo complessivo d'imposta (cfr. tav. 3), la differenza tra il costo del finanziamento per l'emittente e il rendimento per il percettore evidenzia ancor più il vantaggio fiscale per i titoli emessi, oltre che dallo Stato, dagli ICS.

Tav. 3

Cunei d'imposta su emittenti e percettori

Emittente	Cuneo su emittente	Cuneo su percettore		Cuneo complessivo	
		Percettore persona fisica	Percettore società	Percettore persona fisica	Percettore società
Stato, enti internazionali, Soc. Autostrade	0,00%	0,00%	18,75%	0,00%	18,75%
ICS	5,99%	0,00%	18,75%	5,99%	23,62%
IRI	12,41%	0,00%	18,75%	12,41%	28,83%
ENI	14,53%	0,00%	18,75%	14,53%	30,55%
Società finanziarie	35,56%	0,00%	18,75%	35,56%	47,64%
Altre società	39,69%	0,00%	18,75%	39,69%	51,00%

Nota: i calcoli si basano sulle ipotesi che le società non esercitassero la facoltà di rivalsa dell'imposta di R.M. e dell'imposta sulle obbligazioni e che il percettore persona fisica evadesse l'imposta complementare.

2.2.2 La tassazione dei dividendi

Gli **utili** erano tassati in capo alle società con l'imposta sulle società e con l'imposta di R.M. categoria B. In caso di distribuzione, i soggetti percipienti erano tenuti al pagamento dell'imposta complementare (se

¹⁰ I calcoli sono stati effettuati sulla base delle aliquote di imposta nel 1971 (imposta di R.M. categoria A pari al 36,45 per cento e categoria B pari al 41,658 per cento per le società con reddito imponibile superiore ai 100 milioni di lire; imposta sulle società pari al 18,75 per cento del reddito imponibile); non si è tenuto conto degli aggi di riscossione.

persone fisiche) o dell'imposta sulle società; si realizzava, quindi, una doppia imposizione economica.

In un primo periodo i contribuenti riuscirono ad eludere tale doppia imposizione. L'obbligo di nominatività dei titoli azionari, esistente dal 1942¹¹, non era riuscito ad ottenere i risultati sperati. La contestuale istituzione dello schedario generale dei titoli azionari, nel quale dovevano essere registrati tutti i trasferimenti delle partecipazioni, produsse effetti irrilevanti sotto il profilo fiscale, poiché, attraverso riporti prorogati continuamente, i contribuenti eludevano la segnalazione. Per contrastare l'evasione delle imposte sui dividendi, nel 1956 venne introdotto l'obbligo di segnalare mensilmente anche le operazioni a termine, onere aggirato attraverso operazioni di riporto settimanale (Bianchi, 1975b; Valiani, 1976).

A partire dal 1963, proprio per riuscire ad assoggettare a tassazione gli utili distribuiti da società di capitali, fu introdotto un prelievo alla fonte sui dividendi distribuiti (la cosiddetta "imposta cedolare"¹²), difficilmente eludibile dai contribuenti. L'imposta cedolare prevedeva l'obbligo, per gli enti incaricati del pagamento dei dividendi, di effettuare sugli stessi una ritenuta del 15 per cento. La ritenuta era effettuata a titolo di acconto ed era deducibile dall'imposta complementare o dall'imposta sulle società dovuta dal percettore. La cedolare era "secca", trattenuta a titolo definitivo, nei confronti dei soggetti esenti da imposte e dei non residenti¹³.

Nel 1964 si introdusse l'opzione tra una cedolare "secca" del 30 per cento (con la quale si otteneva anche l'anonimato fiscale) e una d'acconto del 5 per cento. Dal 1967 la facoltà di scelta tra ritenuta definitiva e d'acconto fu abrogata, tornando al sistema della cedolare d'acconto al 5 per cento, lasciando però al 30 per cento il prelievo definitivo sui non residenti e sui soggetti residenti non tassati.

Con l'introduzione dell'imposta cedolare non fu eliminata la nominatività delle azioni, che rappresentava la vera discriminante fiscale tra l'investimento in capitale di rischio e quello in capitale di debito: quest'ultimo, in virtù della mancanza della nominatività, godeva di una esenzione di fatto. La registrazione nello schedario solo nel momento della

¹¹ R.D.L. 25 ottobre 1941, n. 1148; R.D. 29 marzo 1942, n. 239.

¹² Legge 29 dicembre 1962, n. 1745. Sul punto, Piazza (1968).

¹³ Era prevista anche una ritenuta a titolo definitivo dell'8 per cento sugli utili delle azioni al portatore emesse in base alle legislazioni previste nelle Regioni a Statuto speciale.

percezione dei dividendi riduceva gli oneri degli intermediari, rimuovendo anche gli intralci al mercato a termine, ma fu accresciuta la penalizzazione dell'investimento in azioni.

L'introduzione della cedolare comportò quindi un drastico aumento del cuneo d'imposta sui dividendi percepiti da persone fisiche. Prima dell'introduzione della cedolare – qualora si considerino unicamente le imposte dovute dal percettore – la tassazione sui dividendi era, nei fatti, nulla. Con la cedolare il dividendo non poteva essere sottratto alla tassazione progressiva prevista dall'imposta complementare: quest'ultima, tenendo conto anche delle addizionali, variava tra il 2,7 per cento e l'87,75 per cento. L'opzione per la cedolare "secca" permetteva di scegliere tra tassazione alla fonte definitiva e tassazione progressiva con imposta complementare: il cuneo d'imposta variava, quindi, tra il 2,7 per cento (aliquota minima dell'imposta complementare) e il 30 per cento (prelievo alla fonte previsto in caso di opzione per la cedolare "secca").

Nel dibattito di politica tributaria si continuò a richiedere l'equiparazione del trattamento fiscale di obbligazioni e azioni; questo obiettivo si sarebbe potuto raggiungere attraverso: a) l'abrogazione della nominatività delle azioni, già promessa quale contropartita al momento dell'introduzione dell'imposta sulle società (Gangemi, 1967); b) l'estensione della nominatività alle obbligazioni; c) la concessione di un'opzione per assoggettare sia i dividendi, sia gli interessi a ritenuta secca (Berliri, 1969).

In definitiva, l'investimento in capitale di rischio, rispetto a quello in obbligazioni, risultava fortemente penalizzato sotto il profilo fiscale. Le stesse società erano disincentivate nella raccolta di mezzi propri dalla particolare configurazione dell'imposta sulle società, che colpiva non solo il reddito, ma anche il patrimonio. Per far fronte alla crescente sottocapitalizzazione delle imprese furono introdotte, all'inizio degli anni settanta¹⁴, agevolazioni per le società che si quotavano o che, se già quotate, varavano aumenti di capitale sociale: nel primo caso l'imposta sulle società era ridotta del 10 per cento per 5 esercizi; nel secondo, l'aumento di capitale non era soggetto, sempre per cinque anni, all'imposta sulle società calcolata sul patrimonio.

¹⁴ Legge 18 dicembre 1970, n. 1034.

2.2.3 *La tassazione delle plusvalenze*

Le **plusvalenze** erano, in teoria, soggette ad imposta di R.M., qualora fossero state realizzate su operazioni effettuate con “intento speculativo”. Dato che la dimostrazione dell’intento speculativo era rimessa all’Amministrazione finanziaria, senza che fossero previste presunzioni assolute o relative di “speculazione”, le plusvalenze di fatto non erano tassate, tranne in casi molto rari (Falsitta, 1966).

2.3 *Gli effetti sul mercato finanziario: il circuito risparmiatori-banche-ICS-imprese*

Il sistema tributario ante riforma prevedeva dunque differenze di trattamento fiscale non solo tra capitale di debito e capitale di rischio, ma anche tra le diverse modalità di indebitamento: queste distonie non mancarono di riflettersi sulla struttura del mercato finanziario italiano.

Nella scelta di finanziarsi con capitale di debito rispetto al capitale di rischio, dato il maggior costo fiscale di quest’ultimo (Cosciani, 1972; Di Majo, 1974; Valiani, 1976; Rossi, 1979), le imprese preferirono indebitarsi. Ma anche i risparmiatori, soprattutto per l’impossibilità di eludere le imposte sui dividendi dovuta all’istituzione della cedolare, abbandonarono progressivamente l’investimento in azioni: mentre nel 1961 i privati ne detenevano il 36,2 per cento, nel 1970 erano scesi al 30,5 per cento; parallelamente, anche per motivi di elusione fiscale, aumentava dal 9,9 per cento al 22,6 per cento la quota di azioni possedute da non residenti (Cosciani, 1972). L’esterovestizione per motivi fiscali delle partecipazioni detenute da residenti, avvenuta in seguito all’introduzione della cedolare, risultò essere anche una delle cause delle anormali esportazioni di capitali, avvenute tramite trasferimento all’estero di banconote nel periodo 1960-69 (Vicarelli, 1970).

Le imprese trovarono più conveniente, sempre per motivi fiscali, richiedere prestiti agli istituti di credito speciale, in condizione di raccogliere fondi a costi inferiori (Valiani, 1976), piuttosto che ricorrere direttamente al mercato dei capitali. Le obbligazioni delle società, pari nel 1950 all’8,2 per cento del totale dei titoli a reddito fisso, ne rappresentavano solo il 3,9 per cento nel 1970 e l’1,4 per cento nel 1975 (Bianchi, 1980). La preferenza per il finanziamento con gli ICS era constatata già all’epoca; veniva infatti rilevato che “nel periodo 1959-1970, il metodo prevalente cui hanno fatto ricorso le imprese per il finanziamento con esplicita scadenza a medio e lungo termine è stato l’indebitamento con

gli istituti speciali, (...), che ha rappresentato il 41 per cento dell'indebitamento a medio e lungo termine" (Banca d'Italia, Relazione sul 1970) e che "i finanziamenti a medio e lungo termine presso ICS sono stati utilizzati dalle imprese in luogo del finanziamento diretto sul mercato tramite obbligazioni. Su quest'ultima scelta possono avere influito anche i maggiori oneri fiscali gravanti sulle obbligazioni emesse da imprese private rispetto a quelle degli ICS." (Banca d'Italia, Relazione sul 1971).

Le imprese ricorrevano alla raccolta diretta di capitali di debito sul mercato, tramite l'emissione di obbligazioni, prevalentemente nei periodi contrassegnati da agevolazioni fiscali – consistenti in esenzioni o riduzioni temporanee dell'imposta di R.M. categoria A – dirette a favorire la raccolta diretta di capitale di debito sul mercato.

Un'analisi delle emissioni nette sul mercato interno di obbligazioni avvenute nel periodo 1959-1973 (cfr. tav. 4) mostra come quelle delle imprese private – diverse cioè da IRI, ENI, ENEL e Autostrade – abbiano raggiunto i picchi più alti tra il 1960 e la metà del 1962, periodo contrassegnato da una riduzione alla metà dell'imposta di R.M. per le obbligazioni emesse tra il 16.12.1959 e il 30.6.1962: le emissioni nette riconducibili ad imprese private furono in media pari al 19 per cento del totale delle obbligazioni emesse nel periodo 1960-62, mentre tale media si ragguagliò a zero tra il 1963 e il 1973. La rilevanza delle emissioni effettuate grazie alle agevolazioni fiscali era tale che alla fine del 1973 circa due terzi dei prestiti obbligazionari delle imprese ancora in essere erano stati emessi nel periodo che va dalla fine del 1959 alla metà del 1962 (Bianchi, 1975b)¹⁵.

L'effetto "annuncio" dell'introduzione di misure temporanee sui mercati dei capitali era tale che anche la ripartizione delle emissioni nel corso dei singoli trimestri era influenzata dai provvedimenti tributari, reali o presunti che fossero. Nel 1959, ad esempio, l'esecuzione delle emissioni programmate di obbligazioni fu ritardata nell'attesa dell'entrata in vigore dei provvedimenti agevolativi: il 40 per cento delle emissioni del 1959 si concentrarono nella seconda metà di dicembre (Banca d'Italia, Relazione sul 1959); l'anno successivo risentì del rinvio delle emissioni programmate

¹⁵ Lo stesso fenomeno si era verificato alla fine del 1949: grazie all'esenzione dall'imposta di R.M. categoria A prevista per le obbligazioni sottoscritte tra il 4 dicembre 1947 e il 31 dicembre 1949 le obbligazioni emesse da imprese rappresentavano il 17 per cento del totale dei titoli a reddito fisso (erano solo il 4 per cento due anni prima) (Bianchi, 1980).

nel 1959 e l'83 per cento delle emissioni avvenne nel primo semestre (Banca d'Italia, Relazione sul 1960).

Tav. 4

Emissioni nette di valori mobiliari sul mercato interno

(dati in miliardi di lire)

Emittente anno	Stato	ICS	IRI-ENI- ENEL- AUTOSTRADE	Imprese	Altri	Totale obbligazioni	Azioni
1959	343,5	262,8	82,9	30,0	0,0	719,2	225,0
1960	162,0	412,1	59,4	192,4	0,0	825,9	495,7
1961	135,3	514,0	115,4	137,4	15,0	917,1	514,6
1962	62,0	718,2	60,0	205,4	30,0	1.075,6	715,5
1963	-71,3	774,7	275,3	93,9	14,6	1.087,2	397,5
1964	228,6	714,4	474,4	32,5	0,0	1.449,9	554,8
1965	662,3	646,5	656,2	-7,6	13,9	1.971,3	406,2
1966	1.576,3	860,7	313,9	2,9	72,2	2.826,0	470,1
1967	1.009,6	986,6	440,9	-38,0	14,6	2.413,7	395,6
1968	1.343,8	1.188,6	549,8	-33,6	43,6	3.092,2	472,7
1969	1.552,1	1.284,2	554,1	-59,8	12,4	3.343,0	681,1
1970	1.084,4	1.483,8	86,3	-42,5	-1,6	2.610,4	996,6
1971	2.260,5	2.229,1	551,8	-43,1	35,8	5.034,1	976,7
1972	2.660,2	2.446,3	822,1	-65,1	106,1	5.969,6	1.241,1
1973	3.202,5	6.438,2	794,0	3,1	38,3	10.476,1	1.983,2

segue Tav. 4

Emissioni nette di obbligazioni sul mercato interno
(ripartizione percentuale)

Emittente anno	Stato	ICS	IRI-ENI-ENEL- AUTOSTRAD	Imprese	Altri
1959	48	37	12	4	0
1960	20	50	7	23	0
1961	15	56	13	15	2
1962	6	67	6	19	3
1963	-7	71	25	9	1
1964	16	49	33	2	0
1965	34	33	33	0	1
1966	56	30	11	0	3
1967	42	41	18	-2	1
1968	43	38	18	-1	1
1969	46	38	17	-2	0
1970	42	57	3	-2	0
1971	45	44	11	-1	1
1972	45	41	14	-1	2
1973	31	61	8	0	0
Media 1959-1973	32	48	15	4	1
Media 1960-1962	14	58	9	19	1
Media 1963-1973	36	46	17	0	1

Fonte: Banca d'Italia, Relazioni annuali, 1959-1973.

Nota: la somma per ogni riga può essere diversa dal 100 per cento a causa degli arrotondamenti.

Un altro esempio dell'influenza del fisco sui mercati si ebbe nel 1967, quando le emissioni si arrestarono quasi completamente nel secondo trimestre¹⁶ "a causa dei timori suscitati nel pubblico, intorno alla metà di

¹⁶ Nel secondo trimestre del 1967 le emissioni nette furono pari solo al 6,5 per cento di quelle dell'intero anno (Banca d'Italia, Relazione sul 1967, tav. 78).

aprile, riguardo alla futura disciplina del regime fiscale sui redditi obbligazionari” (Banca d’Italia, Relazione sul 1967).

All’inizio degli anni settanta¹⁷, per contrastare la sottocapitalizzazione delle imprese italiane e per far fronte alle tensioni esistenti sul mercato dei capitali interno, si decise di agevolare le imprese nel reperimento di fondi sul mercato azionario e sul mercato estero. A tal fine furono esentate dall’imposta di R.M. sia le obbligazioni convertibili in azioni emesse da Spa e Sapa quotate (questi titoli erano esenti anche dall’imposta sulle obbligazioni), sia gli interessi sui titoli in valuta e sui finanziamenti contratti all’estero, anche sotto forma obbligazionaria. L’agevolazione ebbe effetti immediati: a partire dalla fine del 1970 crebbe velocemente la raccolta sull’estero delle imprese italiane (inesistente negli anni precedenti), a scapito di quella interna, contraddistinta da emissioni nette negative già a partire dal 1965 (cfr. tav. 5).

Tav. 5

Emissioni nette di obbligazioni delle imprese private sul mercato interno e sui mercati esteri (dati in miliardi di lire)

Anno	Mercato interno	Mercato estero	Totale
1968	-33,6	0	-33,6
1969	-59,8	0	-59,8
1970	-42,5	89,5	47,0
1971	-37,0	260,0	223,0

Fonte: Banca d’Italia, Relazione annuale sul 1971.

La stessa dinamica non è rilevabile, invece, per le altre società non finanziarie (IRI, ENI, ENEL e Autostrade): grazie alle agevolazioni fiscali di cui godevano, le emissioni nette di queste società furono sempre positive, arrivando nel 1965 a rappresentare un terzo dell’intero mercato; nell’intero periodo 1959-1973 raccolsero circa il 15 per cento dei fondi complessivi, per un ammontare pari a quasi quattro volte quello delle altre imprese (cfr. tav. 4).

¹⁷ L. 18.12.1970, n. 1034.

Il primato sul mercato spettava agli ICS: nel periodo in esame, in media, è attribuibile agli ICS il 48 per cento delle emissioni nette; allo Stato solo il 32 per cento (cfr. tav. 4). L'importanza degli ICS era cresciuta nel periodo 1959-1973: con riferimento alla consistenza dei titoli, nel quadriennio iniziale (1959-1962) i titoli di Stato rappresentavano il 42 per cento dei titoli esistenti, quelli degli ICS il 37 per cento; nel quadriennio finale (1970-73) i rapporti si erano invertiti, dato che agli ICS era riconducibile il 44 per cento dei titoli esistenti e all'emittente pubblico il 38 per cento; alla fine del 1973 il 47 per cento delle obbligazioni esistenti era rappresentato da titoli degli ICS e il 38 per cento da titoli di Stato (cfr. tav. 6).

Tav. 6

Consistenze delle obbligazioni e degli altri titoli a reddito fisso
(dati in miliardi di lire)

Emittente anno	Stato	ICS	Altri	Totale
1959	2.425,0	1.603,0	956,0	4.984,0
1960	2.613,0	2.034,0	1.214,0	5.861,0
1961	2.768,0	2.572,0	1.439,0	6.779,0
1962	2.846,8	3.337,0	1.696,0	7.879,8
media 1959-1962	2.663,2	2.386,5	1.326,3	6.376,0
<i>ripartizione percentuale consistenze medie 1959-1962</i>	42	37	21	100
1970	10.715,7	12.127,2	5.605,8	28.448,7
1971	13.236,0	14.705,0	6.205,6	34.146,6
1972	16.068,4	17.476,1	7.115,1	40.659,6
1973	19.457,7	24.342,6	7.990,5	51.790,8
media 1970-1973	14.869,5	17.162,7	6.729,3	38.761,4
<i>ripartizione percentuale consistenze medie 1970-1973</i>	38	44	17	100
<i>ripartizione percentuale consistenze medie 1973</i>	38	47	15	100

Fonte: Banca d'Italia, Relazioni annuali, 1959-1973.

Nota: la somma per ogni riga può essere diversa dal 100 per cento a causa degli arrotondamenti.

I titoli degli ICS erano sottoscritti da risparmiatori privati e da banche (Bianchi, 1975b): nei quindici anni esaminati il 36 per cento della provvista degli ICS era riconducibile alle banche; il mezzo tecnico prevalente (più dell'80 per cento in media tra il 1960 e il 1973) era rappresentato dalla sottoscrizione di obbligazioni (cfr. tav. 7).

Tav. 7

Banche: apporto di fondi agli istituti di credito speciale

(dati in miliardi di lire)

Anno	Apporto complessivo	di cui: con obbligazioni	Obbligazioni / apporto (%)	Apporto banche / provvista complessiva ICS (%)	Obbligazioni ICS acquistate da banche / provvista complessiva (%)
1960	210,0	170,4	81,1	32,8	26,6
1961	214,6	143,5	66,9	27,7	18,5
1962	513,3	382,1	74,4	49,3	36,7
1963	356,2	330,2	92,7	29,0	26,9
1964	305,5	210,9	69,0	27,8	19,2
1965	435,3	315,6	72,5	41,4	30,0
1966	522,7	425,4	81,4	39,0	31,7
1967	763,1	514,2	67,4	44,7	30,1
1968	647,1	473,5	73,2	29,9	21,9
1969	818,7	722,3	88,2	40,9	36,1
1970	985,8	842,6	85,5	37,3	31,9
1971	909,6	770,3	84,7	23,8	20,2
1972	1112,9	1124,7	101,1	28,4	28,7
1973	4924,2	4897,7	99,5	51,6	51,3
media 1960-1973	908,5	808,9	81,3	36,0	29,3

Fonte: Banca d'Italia, Relazioni annuali, 1960-1973.

Il risparmio privato era così canalizzato, anche attraverso la leva fiscale, sia verso l'emittente pubblico (o parapubblico), sia verso le banche e gli istituti di credito speciale. Su questo versante, si realizzava così il fenomeno della doppia intermediazione cui si è accennato in precedenza, imperniato sul circuito "risparmiatori → banche → istituti di credito speciale → imprese". Si osservava che "tra il 1959 e il 1970 il risparmio finanziario delle famiglie incanalato verso le aziende di credito era stato pari, in media, al 48 per cento del totale. Nello stesso periodo, il metodo prevalente cui avevano fatto ricorso le imprese per il finanziamento a medio e lungo termine era stato l'indebitamento con istituti di credito speciale, spesso ottenuto a condizioni agevolate. Gli ICS si erano finanziati soprattutto attraverso l'emissione di titoli di debito (cartelle fondiarie). In assenza di una piena coincidenza, a causa dei tassi di rendimento e delle aspettative in essere, tra gli strumenti di credito offerti e le attività finanziarie domandate dall'Economia (famiglie e imprese), ampia parte delle disponibilità a breve termine raccolte dalle aziende di credito sotto forma di depositi era stata investita dalle stesse aziende di credito nella sottoscrizione dei titoli a medio-lungo termine emessi dagli ICS, dando luogo ad una trasformazione delle scadenze di ampia portata e alla cosiddetta "doppia intermediazione del risparmio" (Banca d'Italia, Relazione sul 1970); inoltre, "nel corso degli anni cinquanta e sessanta, la quota dei finanziamenti concessi dagli ICS sul totale degli impieghi del sistema creditizio è aumentata costantemente, passando dal 25,4 per cento alla fine del 1951 al 36,4 per cento alla fine del 1971. Ciò è dipeso sia dall'importanza crescente assunta dal credito agevolato nel finanziamento dell'economia sia dall'insufficiente ricorso a capitale di rischio da parte delle imprese." (Banca d'Italia, Relazione sul 1971). Il fenomeno della "doppia intermediazione", nei vari passaggi, era contraddistinto, come già rilevato, da vantaggi di tipo fiscale; in particolare, nelle scelte di impiego delle banche, la preferenza per l'investimento in titoli degli ICS piuttosto che per la concessione diretta di mutui alle imprese era riconducibile anche al fatto che gli interessi attivi derivanti dall'impiego in titoli erano esenti da imposta di R.M. categoria B, mentre quelli da mutui erano soggetti a questo tributo.

Anche la raccolta di fondi a titolo di capitale di rischio fu influenzata dalla variabile fiscale. L'emissione di azioni diminuì sensibilmente in seguito all'introduzione dell'imposta cedolare (cfr. tav. 4); ritornò a crescere solo alla fine degli anni sessanta, grazie sia all' "esaurirsi degli effetti negativi dell'istituzione dell'imposta cedolare e delle sue successive modifiche" (Banca d'Italia, Relazione sul 1969), sia all'introduzione di

agevolazioni in materia di imposte indirette sugli aumenti di capitale azionario e agli incentivi fiscali alla quotazione delle società (cfr. supra).

3. La tassazione dei redditi finanziari nella riforma tributaria degli anni settanta

3.1 Le linee generali della riforma

La scelta compiuta dal legislatore tributario all'atto della riforma dei primi anni settanta¹⁸ fu quella di escludere i rendimenti delle attività finanziarie dall'alveo dell'imposta personale progressiva (Irpef), nonostante la costruzione teorica di quest'ultimo tributo come imposta generale sul reddito¹⁹.

L'eccezione alla regola della tassazione personale progressiva ed onnicomprensiva, cui la riforma intendeva aderire in via di principio, era allora giustificata soprattutto in relazione alle difficoltà di accertamento dei redditi finanziari. In un contesto caratterizzato dall'assenza dell'obbligo di nominatività per i titoli obbligazionari e da limiti sostanziali all'accesso delle autorità fiscali ai dati bancari, l'assoggettamento dei redditi finanziari a imposizione progressiva si sarebbe tradotto in un'esenzione di fatto. D'altra parte, si riteneva che l'adozione di strumenti di accertamento più efficaci in vista dell'inclusione degli interessi nella base imponibile dell'imposta personale progressiva avrebbe determinato un'eccessiva penalizzazione rispetto alla disciplina precedente e avrebbe comportato il rischio di fughe di capitali all'estero (Ceriani *et al.*, 1992b). Sul piano dell'equità, la scelta si riteneva accettabile sulla base della considerazione che gli impieghi finanziari del risparmio – in particolare, in strumenti di debito – fossero scelti in misura prevalente dai soggetti con redditi medio-bassi, ipotizzandosi invece che “nessuno dei grandi patrimoni e dei grandi redditi” fosse “fatto di obbligazioni, di titoli di Stato e di depositi bancari”²⁰.

¹⁸ Legge delega 9 ottobre 1971, n. 825.

¹⁹ La Commissione di studio presieduta da B. Visentini nella Relazione presentata al Parlamento nel 1967 aveva suggerito di includere nel reddito complessivo ai fini dell'imposta personale tutti i redditi e di ridurre al minimo le tassazioni sostitutive (Visentini, 1969).

²⁰ Relazione alla legge delega del 1971.

La maggior parte dei redditi da capitale fu assoggettata a una imposizione sostitutiva di tipo proporzionale, attraverso una ritenuta alla fonte con obbligo di rivalsa, prelevata dall'emittente all'atto della corresponsione dei proventi con aliquote differenziate per tipologie di strumenti e natura dei debitori. Per le persone fisiche la ritenuta era applicata a titolo d'imposta, rappresentava, cioè, un prelievo definitivo. Per le persone giuridiche la ritenuta costituiva invece un acconto dell'imposta sul reddito (Irpeg). Dalla tassazione sostitutiva furono esclusi gli interessi dei titoli pubblici, per i quali si confermò, attribuendogli rilevanza normativa, il precedente regime di esenzione di fatto. La scelta della tassazione sostitutiva dei redditi di capitale percepiti da persone fisiche, che nei fatti non si discostava eccessivamente dal sistema previgente, rispondeva all'esigenza di non provocare sostanziali turbative di mercato nella fase di entrata in vigore della riforma, ma soprattutto mirava alla creazione di un sistema di imposta flessibile, utilizzabile dalle autorità come strumento di controllo e di canalizzazione del risparmio.

A differenza degli altri redditi di capitale, i dividendi furono inizialmente ricompresi nella base imponibile dell'imposta progressiva, confermando l'applicazione della ritenuta alla fonte a titolo di acconto, nella misura del 10 per cento, ma senza il riconoscimento di un credito d'imposta per la tassazione subita a monte dalla società distributrice. Si accolse cioè il sistema cosiddetto classico, che comportava la doppia imposizione degli utili societari. Quasi subito, peraltro, la tassazione sostitutiva proporzionale fu estesa anche ai dividendi in via opzionale, attraverso la reintroduzione, per effetto della legge n. 216 del 1974, di una ritenuta alla fonte del 30 per cento, applicata a titolo definitivo; si tornò, nei fatti, alla "cedolare secca" dei primi anni sessanta. Tenuto conto della struttura delle aliquote Irpef introdotta con la riforma e della distribuzione dei redditi nel 1974, il prelievo definitivo riguardava in astratto un numero piuttosto limitato di investitori²¹. Tuttavia, l'anonimato consentito dalla tassazione definitiva alla fonte spingeva molti risparmiatori a optare per tale forma di prelievo pur in mancanza di oggettive condizioni di vantaggio economico.

Infine, per le plusvalenze realizzate da persone fisiche al di fuori dell'esercizio di imprese si confermò l'imponibilità solo in presenza del

²¹ Di fatto, la convenienza scattava solo per gli investitori con redditi superiori a nove milioni di lire, la cui aliquota marginale era pari nel 1974 al 31 per cento. I redditi di pertinenza di tali soggetti rappresentavano una percentuale relativamente esigua rispetto al totale dei redditi tassati in Irpef.

cosiddetto “intento speculativo”, che, come già rilevato, si traduceva in un regime di sostanziale esenzione.

Lo spettro di aliquote inizialmente stabilito per le ritenute sui redditi di capitale risultava piuttosto ampio (cfr. tavola in Appendice). L’aliquota ordinaria, individuata nel 30 per cento, si applicava in realtà soltanto ai proventi delle obbligazioni emesse dalle società non finanziarie diverse da quelle a partecipazione pubblica, e, in via opzionale, ai dividendi. Per gli altri strumenti, e in particolare per le diverse forme di raccolta bancaria, erano previste aliquote ridotte, scelte in relazione al vantaggio relativo che si intendeva attribuire a ciascuna tipologia di attività: oltre a sancire normativamente l’esenzione dei titoli pubblici, le agevolazioni più significative erano riconosciute alla raccolta obbligazionaria degli ICS, con la fissazione di un’aliquota pari al 10 per cento; seguivano i conti correnti e i depositi bancari e postali, con il 15 per cento, e le obbligazioni emesse dagli enti di gestione delle partecipazioni statali, con una ritenuta del 20 per cento. Nella sostanza, attraverso la differenziazione delle aliquote si riproduceva la scala di vantaggi fiscali accordati ai diversi strumenti ed emittenti nel regime ante riforma mediante una combinazione di esenzioni ed assoggettamento a tributi diversi.

In particolare, nel regime delineato dalla riforma per i redditi da capitale potevano riconoscersi alcuni orientamenti di fondo, non dissimili da quelli rinvenibili nel sistema di tassazione precedente e tendenti ad incidere sull’allocazione del risparmio e sull’equilibrio dei mercati finanziari:

- a) una netta discriminazione a favore degli emittenti pubblici rispetto a quelli privati. Questa discriminazione era evidente nel regime di esenzione riconosciuto ai titoli pubblici in capo a qualunque sottoscrittore (persona fisica o giuridica), ma anche nel trattamento di favore per le obbligazioni emesse da Istituti di Credito Speciale (ICS), con la previsione di un’aliquota ridotta del 10 per cento;
- b) un trattamento di favore per i depositi bancari e postali (i cui interessi erano tassati con l’aliquota agevolata del 15 per cento), giustificato sia dalla volontà di incentivare la formazione del risparmio in tutte le sue forme sia dall’intento di agevolare in modo particolare gli impieghi più liquidi. Sotto questo profilo si confermava, nella sostanza, il trattamento agevolato dei depositi nel regime ante-riforma, che aveva assecondato il fenomeno della “doppia intermediazione del risparmio” (cfr. *supra*, par. 2.3);

c) una netta discriminazione a sfavore dell'investimento nel capitale di rischio delle imprese, penalizzato rispetto a quello in titoli obbligazionari dalla doppia imposizione dei dividendi, oltre che dal diverso trattamento fiscale di interessi e dividendi in capo agli emittenti (deducibilità dal reddito imponibile per i primi, indeducibilità per i secondi: cfr. *infra*, par. 3.2).

3.2 L'evoluzione successiva sino ai primi anni ottanta

Dalla seconda metà degli anni settanta, le crescenti esigenze di finanziamento del disavanzo pubblico²² e l'introduzione dei controlli sull'attivo delle banche (massimali sugli impieghi e vincoli di portafoglio) innescarono un processo di graduale disintermediazione della raccolta bancaria a favore dei titoli del debito pubblico e della sottoscrizione diretta di titoli emessi dagli ICS. Il fenomeno si accentuò tra il 1978 e il 1981. In quel periodo, a fronte di un rallentamento nella raccolta di depositi si assistette ad una crescita del collocamento diretto di titoli pubblici a breve termine (BOT) e di obbligazioni degli ICS presso famiglie e imprese: le emissioni nette di BOT passarono da 9.822 miliardi di lire nel 1979 a 33.783 miliardi nel 1981 e quelle di titoli degli ICS da 4.656 miliardi nel 1979 a 7.508 miliardi nel 1981 (cfr. *infra*, tav. 9); nello stesso periodo il tasso di crescita dei depositi passò dal 19,4 per cento al 12,3 per cento (Banca d'Italia, Relazione sul 1981).

Le modifiche della disciplina fiscale assecondarono il fenomeno. L'aliquota di ritenuta sui depositi bancari fu progressivamente innalzata fra il 1976 e il 1983, passando dal 15 per cento al 25 per cento, contribuendo ad ampliare il differenziale di rendimento tra due prodotti sostituiti quali i depositi e i BOT: negli anni fra il 1978 e il 1985 il differenziale fra interessi offerti dai BOT e il tasso sui depositi e conti correnti, liberi o vincolati, di entità almeno pari ai venti milioni di lire, fu in media di 3,26 punti, al lordo della ritenuta, e di circa 6 punti, al netto della stessa; nel 1981, anno in cui si registrò la maggiore ampiezza di tale differenziale, esso risultava pari a 5,81 punti al lordo e 8,59 punti al netto dell'imposta²³.

²² Dalla prima crisi petrolifera del 1973-74, il disavanzo pubblico assunse in Italia valori intorno al 10 per cento del PIL nella seconda metà degli anni settanta e all'11 per cento negli anni ottanta. Ne derivò, anche in relazione alla dinamica dei tassi di interesse, una crescita esponenziale del debito pubblico, che alla fine degli anni ottanta si attestava su valori prossimi al 100 per cento del PIL (Morcaldo, 1992).

²³ Il differenziale si mantenne elevato (superiore ai 4 punti) anche dopo l'introduzione, nell'autunno 1986, della ritenuta sui rendimenti dei titoli pubblici (del 6,25 per cento, elevata al 12,5 per cento (continua)

La raccolta degli ICS fu stimolata a partire dalla fine degli anni settanta dalle modifiche regolamentari che interessarono tali istituti, quali l'attenuazione del vincolo di portafoglio – che intervenne a fronte della conferma del massimale sugli impieghi bancari – e l'autorizzazione ad emettere buoni fruttiferi e certificati di deposito²⁴, ma registrò un vero e proprio *boom* nei primi anni ottanta, in corrispondenza dell'apertura di una serie di “finestre” di esenzione fiscale per i titoli emessi dai medesimi ICS tra il 1980 e il 1982²⁵. Dal 1983, a seguito del venir meno dell'esenzione, le emissioni nette degli ICS si dimezzarono, con una riduzione particolare nel comparto dei CD, che nel 1982 si erano rivelati la componente più dinamica della raccolta degli stessi²⁶. Contestualmente, la disciplina fiscale contribuì alla disintermediazione delle banche rispetto alle emissioni degli ICS: nel 1981, per la prima volta dal 1973, gli acquisti da parte delle banche rappresentarono meno del 50 per cento; nel 1982, le banche sottoscrissero solo il 9-10 per cento dei CD emessi dagli ICS. L'accresciuto ruolo della raccolta diretta degli ICS era favorito dal diverso trattamento fiscale di persone fisiche e imprese: mentre per le prime l'esenzione fiscale degli interessi sui CD era totale, per le imprese (e, quindi, anche per le banche) il beneficio dell'esenzione incontrava un limite nei vincoli alla deducibilità degli interessi passivi corrisposti, previsti in relazione al possesso di redditi esenti (cfr. *infra*, par. 4.2.1).

Rispetto al decennio precedente, in cui la differenziazione delle aliquote di ritenuta sui diversi strumenti di debito aveva scoraggiato il ricorso diretto al mercato dei capitali di debito da parte delle imprese private, favorendo l'accensione di prestiti con gli ICS e la doppia intermediazione, a partire dai primi anni ottanta il riavvicinamento delle

nel 1987), anche per effetto dell'ulteriore innalzamento dell'aliquota sui depositi dal 25 al 30 per cento dal 1988 (Guerra, 1989).

²⁴ L'emissione di certificati di deposito da parte degli istituti e delle sezioni di credito mobiliare, fondiario ed agrario fu autorizzata con DM 23 dicembre 1981, in attuazione della legge 10 febbraio 1981, n. 23.

²⁵ Il DL. n. 288/1980 e il successivo D.L. n. 503/1980, i cui effetti furono fatti salvi dalla L. n. 687/1980, disposero l'esenzione fiscale per le obbligazioni e titoli similari emessi dagli ICS con qualsiasi durata nel periodo 3/7/1980-30/9/1980; il DL. n. 693/1980, conv. in L. n. 891/1980, stabilì l'esenzione fiscale sui titoli emessi da ICS, enti di gestione delle partecipazioni statali e società quotate, di durata superiore a 3 anni, per il periodo 1/10/1980-30/9/1981; il DL. n. 540/1981, conv. in L. n. 676/1981, estese l'esenzione ai medesimi titoli emessi nel periodo 1/10/1981-30/9/1982 con durata superiore ai 18 mesi.

²⁶ Una relativa ripresa delle emissioni degli ICS si registrò nel 1985, anche per l'effetto indiretto del provvedimento fiscale del novembre 1984 che, disponendo l'indeducibilità degli interessi passivi delle imprese fino a concorrenza degli interessi attivi esenti, ricondusse di fatto a tassazione i proventi dei titoli pubblici sottoscritti dalle medesime (cfr. *infra*, par. 4.2.1).

aliquote relative ai titoli dei diversi emittenti – inizialmente attraverso le “finestre di esenzione” sopra richiamate e successivamente con una maggiore uniformità del prelievo sulle obbligazioni – conseguì il risultato voluto di favorire l’investimento a medio e lungo termine, riportando sul mercato le imprese private. Come per gli ICS, anche le emissioni obbligazionarie da parte di queste ultime e degli enti di gestione delle PP.SS. registrarono livelli significativi nel biennio 1981-82, in corrispondenza delle “finestre di esenzione”.

L’incremento delle emissioni interessò in modo particolare le obbligazioni convertibili, alle quali peraltro era riconosciuto un trattamento agevolato sin dall’aprile del 1974 (legge n. 216/1974), consistente nell’assoggettamento a un’aliquota di ritenuta pari alla metà di quella prevista per i rendimenti delle altre obbligazioni emesse dalle imprese: 15 per cento fino al 5/12/1975; 10 per cento successivamente²⁷. Inoltre, il loro rendimento era in gran parte rappresentato dalle plusvalenze realizzate a seguito della conversione in azioni, non imponibili per le persone fisiche. È presumibile che proprio in ragione dei vantaggi fiscali tali obbligazioni fossero presenti sul mercato in misura non irrilevante anche negli anni 1974-1980, periodo in cui l’emissione degli altri titoli a reddito fisso da parte delle imprese era inibita da una disciplina fiscale sfavorevole, oltre che dagli elevati tassi di inflazione (Guerra, 1989)²⁸. Infine, come gli altri titoli obbligazionari, anche le obbligazioni convertibili registrarono un forte incremento nel 1981-82, in corrispondenza delle “finestre di esenzione”.

Considerazioni analoghe valgono per le azioni di risparmio, che consentivano ai sottoscrittori di optare per una ritenuta secca del 15 per cento, con completo anonimato fiscale, e alle imprese emittenti di dedurre dal reddito imponibile i dividendi corrisposti, fino al 5 per cento del valore nominale delle azioni (quest’ultima agevolazione fu abolita dal 1° dicembre 1983)²⁹.

²⁷ Rispetto alle azioni, le obbligazioni convertibili godevano dell’ulteriore vantaggio della deducibilità fiscale degli interessi in capo all’emittente, non riconosciuta ai dividendi.

²⁸ A titolo di esempio, nel 1977 le emissioni nette di obbligazioni convertibili furono pari a 140 miliardi di lire, pari all’80 per cento dell’ammontare complessivo delle emissioni nette di titoli obbligazionari delle imprese (Banca d’Italia, Relazione sul 1977).

²⁹ Un altro strumento che incontrò una certa diffusione nel corso degli anni ottanta, anche grazie ad un trattamento fiscale favorevole, è rappresentato dalle azioni delle banche popolari cooperative, che contribuirono in misura significativa alla crescita dei listini dei mercati ristretti istituiti alla fine (continua)

L'emissione di azioni ordinarie continuò, almeno inizialmente, ad essere penalizzata dal sistema classico di doppia imposizione dei dividendi confermato dalla riforma del 1973. Oltre a discriminare la raccolta di capitale di rischio rispetto a quella di debito, tale sistema costituiva un forte disincentivo alla distribuzione degli utili: per le persone fisiche, il regime di non imponibilità delle plusvalenze rendeva più conveniente la realizzazione degli utili sotto forma di guadagni di capitale; per i dividendi infrasocietari, la doppia imposizione (che diventava multipla nel caso di passaggi successivi) poteva costituire un onere significativo, temperato attraverso l'applicazione di una minore aliquota societaria solo per le società e gli enti finanziari, e in presenza di date condizioni (cfr. riquadro 3.1).

Lo svantaggio legato alla doppia imposizione dei dividendi si aggiungeva alle penalizzazioni derivanti dal diverso regime fiscale del costo della raccolta in capo all'emittente (indeducibilità dal reddito imponibile nel caso dei dividendi, deducibilità per gli interessi). In presenza di aliquote elevate di imposizione societaria (dovute anche all'Ilor, che si sommava all'imposta sul reddito, l'Irpeg) e di alta inflazione, che contribuiva a tenere alto il livello dei tassi di interesse, il diverso trattamento fiscale di dividendi e interessi si traduceva spesso in un vero e proprio sussidio per le imprese fortemente indebitate (Ciocca, 2000).

La doppia imposizione dei dividendi fu eliminata nel 1977, quando fu introdotto un meccanismo di credito d'imposta (cfr. riquadro 3.1) che consentì di eliminare le duplicazioni di imposta per i dividendi infrasocietari e di tassare esclusivamente con l'imposta progressiva sul reddito quelli percepiti da persone fisiche. Per effetto di tale meccanismo, lo svantaggio relativo dei dividendi rispetto agli interessi si attenuò: pur permanendo la discriminazione legata al diverso regime fiscale dei proventi erogati in capo all'emittente, a parità di dividendo lordo distribuito il credito d'imposta determinava un incremento del rendimento netto in capo ai percettori di circa il 30 per cento e, a parità di dividendo netto per l'azionista, una diminuzione del costo della remunerazione del capitale per le società pari al 25 per cento³⁰.

degli anni settanta. Ai sottoscrittori di tali azioni era garantito sia l'anonimato fiscale sia la percezione di utili esclusi da qualunque prelievo alla fonte (Banca d'Italia, Relazione sul 1979).

³⁰ Banca d'Italia, Relazione sul 1977.

Gli effetti della misura, adottata in parallelo con l'istituzione dei mercati ristretti e con altre disposizioni volte a migliorare lo spessore e la trasparenza del mercato azionario, sono di difficile valutazione. Il ricorso delle imprese private (diverse dalle banche) al finanziamento mediante capitale di rischio non registrò un aumento significativo, soprattutto in termini relativi: tra il 1977 e il 1982 le nuove emissioni di azioni si attestarono sempre su livelli non superiori al 10-11 per cento del totale dei nuovi finanziamenti esterni, livelli addirittura inferiori al valore medio del periodo 1974-76, pari al 12,4 per cento³¹.

Negli anni immediatamente successivi all'introduzione del credito d'imposta si riscontrarono politiche di distribuzione di dividendi più generose, ma sempre relativamente contenute rispetto al valore dei titoli azionari se raffrontate con quelle dei maggiori paesi industriali³². Tuttavia, non è chiaro se questo effetto derivasse dalla modifica fiscale o fosse invece riconducibile alle migliorate condizioni di redditività delle imprese. Il credito d'imposta rese indifferente la scelta fra distribuzione e accantonamento degli utili nei rapporti infrasocietari, contribuendo a migliorare i gradi di libertà nelle politiche di dividendo dei gruppi d'imprese. Nei confronti degli investitori persone fisiche, il credito d'imposta rese possibile solo un'attenuazione dei disincentivi alla distribuzione: il permanere dell'esenzione fiscale accordata per le plusvalenze azionarie continuava a rendere più conveniente l'accantonamento in vista del realizzo degli utili sotto forma di *capital gains*.

³¹ A fronte di un netto decremento tra il 1973 e il 1977, nel periodo 1978-1986 la consistenza delle azioni crebbe costantemente, passando dallo 0,3 per cento allo 0,9 per cento del PIL e da poco più del 7 per cento a oltre il 20 per cento del valore totale delle attività finanziarie (Bonci e Coletta, 2006). Le emissioni lorde di azioni passarono da 2.251 miliardi di lire nel 1977 a 6.892 miliardi di lire nel 1982. Tuttavia, ad eccezione del 1980 e del 1982, oltre il 50 per cento delle nuove emissioni proveniva da imprese a prevalente partecipazione statale (Banca d'Italia, Relazioni annuali, numeri vari). Più che di un maggior ricorso delle imprese private al capitale di rischio, si trattava quindi, nella sostanza della copertura delle perdite registrate dalle società a prevalente partecipazione statale, attraverso l'aumento dei fondi di dotazione delle stesse.

³² Banca d'Italia, Relazione sul 1983, p. 221.

Riquadro 3.1

La tassazione dei dividendi: dal sistema classico al credito d'imposta

La scelta compiuta dal legislatore della riforma per i dividendi e gli altri utili societari fu quella di un sistema classico "puro", caratterizzato da una doppia imposizione dei redditi societari, dapprima come utili con l'imposta societaria, e successivamente in capo ai soci persone fisiche o giuridiche, secondo le rispettive regole di imposizione (imposta personale progressiva o imposta sul reddito delle persone giuridiche). In sede di distribuzione era inoltre applicata una ritenuta del 10 per cento a titolo d'acconto.

Dal 9 aprile 1974 (legge n. 216/1974) fu reintrodotta l'opzione per la cedolare secca del 30 per cento, sia per le persone fisiche sia per le persone giuridiche. Nel periodo 11.10.76 - 31.12.78 l'aliquota della cedolare fu innalzata al 50 per cento. L'opzione per il prelievo liberatorio fu nuovamente abrogata dal 1979, per essere reintrodotta – per le sole persone fisiche – molto più tardi, nel 1994.

Al fine di attenuare la doppia tassazione dei dividendi infrasocietari, nel regime introdotto dalla riforma era previsto un trattamento di favore per le società e gli enti finanziari, che si sostanziava nella riduzione al 7,50 per cento dell'aliquota Irpeg. Tale regime, riservato alle società ed enti il cui oggetto statutario fosse l'assunzione di partecipazioni in altre società e che possedessero titoli partecipativi per un ammontare non inferiore al 60 per cento di tutte le attività iscritte in bilancio, fu eliminato dalla legge n. 904/1977, istitutiva del credito d'imposta sui dividendi.

Con la legge 16/12/1977, n. 904 (cosiddetta legge Pandolfi) il sistema classico fu rimpiazzato da un meccanismo di integrazione piena, attraverso l'introduzione – dall'1.1.1977 – di un credito d'imposta pari a 1/3 del dividendo distribuito (al lordo della ritenuta d'acconto del 10 per cento). Il credito era riconosciuto a tutti gli investitori residenti (persone fisiche, soci di società di persone, società di capitali), a condizione che gli utili fossero inclusi nel reddito imponibile del percettore. Il credito non poteva invece essere fatto valere per gli utili assoggettati a ritenuta a titolo d'imposta (come, ad esempio, nel caso delle azioni di risparmio, soggette al prelievo definitivo del 15 per cento). Inoltre, esso non era riconosciuto agli investitori non residenti, che scontavano in sede di distribuzione una ritenuta a titolo definitivo del 30 per cento (32,40 per cento dall'1.1.1986)³³.

La misura del credito d'imposta fu successivamente elevata ai 9/16 del dividendo distribuito, in corrispondenza dell'innalzamento dal 25 per cento al 36 per cento dell'aliquota IRPEG (legge 25.11.1983, n. 649). Sia il livello dell'aliquota IRPEG che quello del credito d'imposta furono confermati dal TUIR del 1986.

³³ Tuttavia, successivamente il credito fu attribuito – a condizione di reciprocità – agli investitori residenti in alcuni paesi (ad esempio, Francia e Regno Unito) attraverso l'inserimento di specifiche previsioni nei trattati bilaterali contro le doppie imposizioni.

4. Gli anni ottanta: innovazione finanziaria e tassazione dei titoli di Stato

Nel corso degli anni ottanta le scelte di politica fiscale in tema di redditi finanziari furono improntate a un generale innalzamento del livello medio di imposizione, in linea con l'evoluzione del sistema fiscale nel suo complesso, che risentiva delle crescenti esigenze di gettito determinate dall'espansione della spesa pubblica. L'aumento delle aliquote di ritenuta, pressoché generalizzato, interessò in modo particolare gli interessi sulla raccolta a breve e a vista (depositi e conti correnti bancari e postali), che passarono progressivamente dall'iniziale aliquota del 15 per cento a quella del 30 per cento dal 1988. Si registrò, inoltre, una prima graduale riduzione delle differenze tra le aliquote di ritenuta riservate ai diversi emittenti nel comparto delle obbligazioni, fino all'eliminazione del regime di esenzione per i titoli pubblici. Questi cambiamenti determinarono una sostanziale bipartizione delle aliquote, che discriminava il trattamento fiscale dei redditi di capitale in base alla durata, favorendo, in un contesto dominato da un'inflazione di notevole entità, l'investimento a lungo termine rispetto a quello a breve (cfr. tavola in Appendice; Guerra, 1989).

Sempre sotto la pressione delle esigenze di gettito, un'altra tendenza caratterizzante la produzione normativa degli anni ottanta fu l'introduzione di modifiche volte a colmare le lacune che permettevano l'elusione della disciplina fiscale e della regolamentazione creditizia attraverso il ricorso a strumenti finanziari innovativi. Esempi di questa tendenza furono, tra gli altri: l'introduzione, nel 1981, di una ritenuta alla fonte sui proventi delle accettazioni bancarie; la definizione, nel 1983, di un regime fiscale *ad hoc* per i titoli cosiddetti "atipici"; l'estensione, sempre nel 1983, della ritenuta alla fonte al cosiddetto scarto di emissione dei titoli obbligazionari e la specificazione del concetto di titoli similari alle obbligazioni.

4.1 La nascita di nuovi strumenti finanziari: le determinanti fiscali

L'innovazione finanziaria può in parte essere spiegata dal tentativo degli operatori di eludere la disciplina regolamentare e di sfruttare le eventuali lacune della disciplina fiscale. Anche dopo la riforma degli anni settanta, il sistema tributario italiano era incentrato su un'elencazione analitica e tassativa delle fattispecie imponibili, senza nessuno spazio per interpretazioni analogiche o integrative (Guerra, 1989). Nel corso del tempo, l'emersione di fattispecie elusive che sfruttavano proprio le rigidità

della normativa fiscale, oltre che di quella regolamentare, rese necessaria l'introduzione di norme di chiusura sempre più stringenti.

Uno dei primi strumenti innovativi affermatosi grazie a una disciplina regolamentare e fiscale disorganica fu l'**accettazione bancaria** (cfr. riquadro 4.1). Comparsi in Italia a partire dal 1974, questi strumenti di finanziamento a breve delle imprese ebbero un notevole sviluppo nel periodo 1979-1981, dapprima favoriti, e successivamente limitati, da provvedimenti delle autorità monetarie e fiscali.

Riquadro 4.1

Le accettazioni bancarie

Le accettazioni bancarie erano strumenti di mercato monetario utilizzati per il finanziamento diretto delle imprese. Di norma, erano emesse sotto forma di cambiali tratte spiccate da un cliente a carico di un'azienda di credito che, nell'apporre la sua firma sul titolo per accettazione, diveniva l'obbligata principale. Le accettazioni così rilasciate rientravano nei crediti di firma della banca; solo quelle acquistate dalle aziende di credito davano luogo a un'effettiva erogazione di fondi da parte del sistema bancario.

I titoli così emessi erano collocati sul mercato da intermediari finanziari, che potevano coincidere o meno con le banche accettanti. Le imprese emittenti si impegnavano a fornire alla banca l'ammontare necessario al rimborso del titolo alla scadenza.

Le accettazioni erano vendute agli investitori ad un prezzo inferiore al valore nominale, ottenuto scontando quest'ultimo valore al tasso di rendimento prefissato. In tal modo, il rendimento del titolo, costituito dalla differenza tra il valore di rimborso (o il prezzo di cessione) e il prezzo di acquisto, poteva configurarsi come plusvalenza, non imponibile per i risparmiatori persone fisiche.

L'intervento che favorì maggiormente la diffusione delle accettazioni fu la riduzione, nel 1978, dell'imposta di bollo a esse applicabile (dall'8 per mille previsto per le cambiali ordinarie allo 0,1 per mille), riduzione condizionata alla sussistenza di determinati requisiti, tra cui la durata non superiore a 12 mesi. Pressoché parallelamente, nel 1979, la Banca d'Italia dispose l'esclusione delle accettazioni bancarie dal limite al massimale sui prestiti. La rimozione di questi ostacoli favorì la successiva diffusione dello strumento, la cui consistenza passò da 2 miliardi di lire a fine 1979 a 1.134 miliardi nel 1980 e a 1.847 miliardi nel

1981 (Guerra, 1989). Questo sviluppo fu favorito anche dalla circostanza che le accettazioni non erano ricomprese nel massimale sugli impieghi imposto alle aziende di credito (in quanto considerate crediti di firma) e dalle incertezze legate al trattamento fiscale. Essendo il rendimento delle accettazioni bancarie costituito dalla differenza tra il valore di rimborso e quello di sottoscrizione, non era chiaro se a tali proventi dovesse riconoscersi la natura di interessi – e quindi di redditi di capitale assoggettabili alla ritenuta “residuale” del 15 per cento di cui all’ultimo comma del DPR n. 600/1973 – ovvero quella di plusvalenze, esenti da tassazione per le persone fisiche. Sfruttando questa situazione di incertezza, le banche non assoggettavano a ritenuta i proventi, assicurando così l’esenzione ai sottoscrittori persone fisiche, ed evitando la formazione di eventuali crediti d’imposta per i sottoscrittori persone giuridiche.

Il mercato delle accettazioni subì una flessione a seguito dell’intervento delle autorità monetarie del marzo 1981, volto a introdurre un massimale per il rilascio delle medesime accettazioni. Il crollo definitivo si ebbe poco dopo, nell’ottobre del 1981, a seguito dell’introduzione di una ritenuta del 15 per cento sui proventi delle accettazioni, a titolo definitivo per le persone fisiche e d’acconto per le persone giuridiche (DL. n. 546/1981, conv. in L. n. 692/1981)³⁴.

Fra le tecniche di elusione fiscale, particolarmente diffusa era quella che consisteva nel configurare i proventi dei prodotti finanziari come plusvalenze non imponibili, soprattutto attraverso l’utilizzo di titoli senza cedola (**titoli zero coupon**). Al fine di arginare tali comportamenti, nel 1983 fu disposto l’assoggettamento a ritenuta del cosiddetto “scarto di

³⁴ Un altro strumento di mercato monetario sulla cui diffusione le rigidità della regolamentazione creditizia e della legislazione fiscale sembrano avere giocato un ruolo è rappresentato dalle **polizze di credito commerciale**. Nel 1987, a seguito della reintroduzione di un massimale per gli impieghi in lire delle aziende di credito, si assistette ad un notevole incremento dei crediti di firma, che interessò prevalentemente le fidejussioni, accompagnandosi, in particolare, ad una forte diffusione delle polizze di credito commerciale, strumenti finanziari a breve termine assimilabili alle *commercial papers* esistenti nel mercato statunitense, dalle quali differivano per la rinuncia alla forma cambiaria. In particolare, l’emissione di una polizza commerciale consisteva nell’accensione da parte di un’impresa di un credito esigibile a scadenza prefissata e garantito da una fidejussione bancaria. La normativa fiscale può essere annoverata tra i fattori che hanno contribuito allo sviluppo delle polizze di credito commerciale, soprattutto per ciò che attiene ai profili di imposizione indiretta: essendo le operazioni regolate attraverso lo scambio di corrispondenza commerciale, per gli investitori era possibile eludere l’imposta di bollo gravante su altri strumenti di finanziamento a breve termine, come le accettazioni bancarie o, più tardi, le cambiali finanziarie. Sotto il profilo dell’imposizione diretta, l’assoggettamento dei proventi delle polizze ad imposta progressiva per le persone fisiche, unitamente all’elevato taglio minimo delle operazioni, ha favorito – e favorisce tuttora – il prevalente collocamento dello strumento presso imprese e investitori istituzionali.

emissione”, ossia della “differenza fra la somma corrisposta ai possessori dei titoli alla scadenza e il prezzo di emissione” (DL. n. 512/1983, conv. in L. 649/1983)³⁵.

Il tentativo di sfruttare la non imponibilità delle plusvalenze finanziarie, oltre agli altri spazi lasciati scoperti dal legislatore fiscale, contraddistinse anche un'altra tipologia di strumenti innovativi: quella dei *titoli atipici* (cfr. riquadro 4.2). Questi strumenti fecero la loro comparsa in Italia a metà degli anni settanta e incontrarono notevole diffusione soprattutto nel periodo 1980-82, quali veicoli di canalizzazione del risparmio dei privati verso “beni rifugio” (immobili e terreni) in una situazione di elevata inflazione. Il mercato si ridimensionò notevolmente dal 1983-1984, in concomitanza con il rallentamento dell'inflazione e la caduta del prezzo degli immobili, ma soprattutto per effetto delle modifiche al trattamento fiscale.

I titoli atipici presentavano aspetti problematici per l'attività di vigilanza, sotto il profilo della tutela degli investitori: la complessità degli schemi contrattuali utilizzati non sempre consentiva una chiara ricostruzione dei diritti dei sottoscrittori e della congruità delle garanzie offerte. Inoltre, si temeva che lo sviluppo di un mercato dei titoli atipici non regolamentato, al di fuori dei circuiti ufficiali, potesse compromettere l'efficacia della politica monetaria (Bianchi *et al.*, 1982).

Sul piano fiscale, i titoli atipici consentivano di eludere del tutto la tassazione. La molteplicità di forme e modalità attraverso le quali poteva avvenire la corresponsione dei proventi determinava la non applicazione della ritenuta d'acconto del 15 per cento prevista dalla norma di chiusura dell'ultimo comma dell'articolo 26 del DPR n. 600/1973, e la conseguente esenzione per i percettori persone fisiche, in tutti i casi in cui esisteva incertezza circa la natura, l'ammontare e il momento di corresponsione del reddito. In genere, si faceva in modo di attribuire i proventi sotto forma di plusvalenze, così che le persone fisiche potessero godere di totale esenzione e le persone giuridiche non essere assoggettate alla ritenuta d'acconto.

³⁵ Le prime emissioni di titoli *zero coupon* sul mercato italiano furono lanciate da IMI e da Interbanca nel 1981-82. La diffusione di tali titoli nel nostro Paese fu però assai contenuta, anche in relazione alla tempestiva modifica della disciplina fiscale. Al contrario, nel corso degli anni ottanta i titoli *zero coupon* hanno riscosso notevole successo sui mercati internazionali, in relazione alla possibilità, riconosciuta dai sistemi tributari di molti paesi, di configurare i loro proventi come *capital gains* esenti (Guerra, 1989).

Riquadro 4.2

I titoli atipici³⁶

I titoli atipici si svilupparono come strumenti dalla natura giuridica incerta, commercializzati al di fuori dei mercati ufficiali e senza l'intervento di intermediari istituzionali.

*Un primo gruppo, costituito dai **certificati di partecipazione**, si basava sullo schema del contratto di associazione in partecipazione di cui all'articolo 2549 c.c.. L'associante era l'impresa che gestiva l'affare (compravendita o gestione di immobili, finanziamento di iniziative imprenditoriali, conduzione di imprese agricole, ecc.). L'associato era una società che finanziava l'operazione, ottenendo a fronte del proprio apporto titoli di credito all'ordine di piccolo taglio, che rappresentavano pro-quota i diritti dell'associato; quest'ultimo provvedeva, direttamente o tramite intermediari, al collocamento dei titoli sul mercato, principalmente presso privati risparmiatori. Il reddito percepito dall'investitore poteva assumere la forma di partecipazione agli utili periodici (canoni d'affitto o di leasing, interessi su crediti, utili d'impresa) e/o ricavi finali quali plusvalenze. In molti casi i certificati di partecipazione combinavano in vario modo le caratteristiche delle azioni e delle obbligazioni. La durata dei titoli dipendeva dall'orizzonte temporale dell'affare sottostante, potendo essere anche indeterminata. A seconda dell'affare finanziato, tali strumenti si distinguevano in: certificati finanziari, immobiliari, agricoli, ecc.*

*Un secondo gruppo comprendeva le **quote di partecipazione a fondi comuni di investimento immobiliare**. In genere, questi titoli non davano luogo alla corresponsione di redditi periodici, per cui l'intero provento era conseguito sotto forma di plusvalenza a seguito di riscatto o cessione delle quote³⁷.*

*Un terzo gruppo era costituito dai titoli emessi da Enti di Gestione Fiduciaria (enti di cui all'art. 45 del DPR. 13.2.1959, n. 449, Testo unico sulle Assicurazioni Private), che svolgevano un'attività di raccolta di tipo parabancario. A fronte di un conferimento di capitale da parte del risparmiatore "fiduciante" finalizzato all'esecuzione di un dato investimento, l'Ente di gestione rilasciava titoli che si differenziavano a seconda che la remunerazione offerta fosse rappresentata da utili o interessi. Nel primo caso – che peraltro non trovò applicazioni concrete di rilievo – i titoli erano denominati **certificati patrimoniali**, ed erano assimilabili in senso lato alle azioni. Nel secondo caso – che, al contrario, riscontrò ampia diffusione tra gli operatori – i titoli erano denominati **fedi di investimento o fedi patrimoniali**, ed erano considerati similari alle obbligazioni.*

³⁶ La ricostruzione è effettuata sulla base delle informazioni tratte da: Guerra (1989); De Nova *et al.* (1984); Banca d'Italia, Relazione annuale, varie annate.

³⁷ I due fondi comuni immobiliari operanti in Italia nei primi anni ottanta furono liquidati nel 1984 in corrispondenza della crisi del mercato immobiliare.

Nel 1983 le preoccupazioni delle autorità monetarie e di vigilanza spinsero il legislatore a intervenire sul mercato. Sotto il profilo della disciplina regolamentare, si sancì l'obbligo di comunicazione alla Banca d'Italia e alla Consob, rispettivamente, delle emissioni e delle operazioni di compravendita di valori mobiliari di qualsiasi natura destinati al collocamento presso il pubblico; inoltre, si modificò la disciplina fiscale in funzione prettamente "regolamentare". Così, da un lato si introdusse la categoria, fiscalmente rilevante, di *titoli simili alle obbligazioni*, ai quali si rese applicabile la stessa disciplina dei titoli obbligazionari³⁸; dall'altro, fu disposta l'applicazione di una ritenuta del 18 per cento sui proventi corrisposti sotto qualunque forma in relazione ai titoli cosiddetti "atipici", categoria residuale nella quale far ricadere strumenti finanziari, privi di una specifica disciplina tributaria, emessi sotto forma di titoli o certificati di massa diversi sia dalle azioni, obbligazioni e titoli simili, sia dai titoli o certificati rappresentativi di quote di partecipazione in organismi di investimento collettivo del risparmio³⁹. La ritenuta, applicata a titolo d'imposta indipendentemente dalla natura dei sottoscrittori, fu elevata al 30 per cento nel 1989⁴⁰.

Sotto il profilo strettamente fiscale, tuttavia, la categoria dei titoli atipici mantenne – e conserva tuttora – una certa rilevanza. Nel tempo, essa ha svolto e continua a svolgere la funzione di "norma di chiusura",

³⁸ I titoli simili alle obbligazioni furono individuati nei titoli di credito, in serie o di massa, a scadenza fissa non inferiore a 18 mesi, contenenti l'obbligo di pagare alla scadenza una somma non inferiore a quella in essi indicata, che si differenziassero dalle azioni nel non attribuire ai possessori alcun diritto di partecipazione o di controllo sulla gestione dell'impresa emittente o dell'affare in relazione al quale erano emessi. Si consideravano inoltre simili alle obbligazioni i buoni fruttiferi e i certificati di deposito con scadenza non inferiore ai 18 mesi, emessi da ICS o sezioni speciali di aziende di credito o da società esercenti la vendita a rate di autoveicoli (i buoni fruttiferi emessi da queste ultime società erano stati storicamente assimilati alle obbligazioni). Con questo intervento si intese ricondurre al medesimo trattamento previsto per le obbligazioni un ampio insieme di titoli, identificati sulla base di caratteristiche economiche comuni (destinazione all'investimento di durata pluriennale, obbligo di rimborso integrale del capitale, nessun diritto di partecipazione o controllo sulla gestione dell'emittente). La specificazione del concetto di similarità alle obbligazioni fu funzionale alla successiva identificazione dei titoli atipici come titoli "diversi dalle azioni e obbligazioni, o titoli simili, e dai certificati di partecipazione a fondi comuni di investimento mobiliare". Furono proprio le caratteristiche dei titoli atipici in circolazione (cfr. Bianchi *et al.*, 1982) a influenzare il legislatore nella definizione del concetto di similarità. Emerse che i titoli atipici potevano avere scadenza inferiore ai 18 mesi, che la loro scadenza non era sempre a data fissa, che risultava incerto l'obbligo di restituzione, e che essi potevano attribuire al sottoscrittore diritti di partecipazione e controllo. La definizione di titoli atipici fu data allora in termini puramente negativi, con l'unico requisito positivo rappresentato dall'essere titoli o certificati in serie o di massa.

³⁹ DL. n. 512/1983, convertito in L. n. 649/1983.

⁴⁰ D.L. 2 marzo 1989, n. 69, conv. in L. 27 aprile 1989, n. 154.

permettendo di ricondurre a tassazione, in via interpretativa, i proventi – non qualificabili come plusvalenze – di titoli o certificati di massa non tipizzati. A titolo di esempio, la disciplina ha trovato di recente applicazione per i titoli *reverse convertible*, non assimilabili alle obbligazioni a causa dell'assenza della garanzia di rimborso integrale del capitale. Fino alla prima metà degli anni novanta, la disciplina dei titoli atipici ha inoltre conservato la funzione primaria per la quale era stata introdotta, di strumento regolamentare “indiretto”, volto a dissuadere gli operatori dall'introduzione di prodotti finanziari con caratteristiche non tipizzate.

Il legame fra innovazione, da un lato, e regolamentazione di vigilanza e disciplina fiscale, dall'altro, non si esaurì però nella nascita di strumenti finanziari atti ad eludere i controlli o la tassazione, né nella risposta delle autorità a tali comportamenti elusivi. In alcuni casi l'innovazione di prodotto è stata, al contrario, un risultato voluto dell'azione di politica economica, che è stata diretta a rimuovere vincoli preesistenti o a introdurre incentivi specifici (Guerra, 1989). L'esempio più significativo in questo senso è quello dei *certificati di deposito* (di seguito, CD). Negli anni ottanta, il progressivo aumento dei collocamenti di titoli pubblici presso l'economia si accompagnò a una riduzione della quota di depositi bancari sul totale delle attività finanziarie. In presenza di una relativa stabilità degli impieghi, soprattutto a medio e lungo termine, gli ICS prima, e le banche successivamente, furono spinti a innovare l'offerta di passività, introducendo una maggiore differenziazione degli strumenti di raccolta per scadenze e condizioni di remunerazione (Focarelli e Tedeschi, 1993). Le autorità di Vigilanza assecondarono il processo, incentivando il ricorso a strumenti innovativi quali le obbligazioni indicizzate e/o a tasso variabile, i buoni fruttiferi e i CD. In un contesto di elevata inflazione e incertezza sui mercati finanziari, che favoriva l'accorciamento della durata degli strumenti finanziari, i titoli obbligazionari a tasso fisso non erano ritenuti uno strumento adatto, anche in relazione alle perdite subite dagli investitori negli anni precedenti per effetto dell'elevata inflazione. I certificati e i buoni fruttiferi, viceversa, potevano offrire condizioni di durata e di remunerazione più flessibili, e quindi più adatte a fronteggiare le condizioni di incertezza richiamate⁴¹.

⁴¹ Secondo quanto riportato nella Relazione della Banca d'Italia sul 1981, le autorità di Vigilanza intesero in tal modo “consentire un ampliamento delle forme di raccolta degli Istituti di credito speciale, al fine di favorirne una maggiore adattabilità operativa in periodi di instabilità del mercato obbligazionario”.

All'inizio degli anni ottanta le emissioni di CD interessarono dapprima gli ICS, quando due interventi coevi delle autorità monetarie e fiscali determinarono un vero e proprio *boom* dello strumento. Il DM. 23.12.1981, in attuazione della legge 10/2/1981, n. 23, autorizzò tutti gli ICS a emettere buoni fruttiferi, nominativi e al portatore, e CD con scadenza compresa fra i 18 mesi e i 5 anni. Contemporaneamente, con legge 27.11.1981, n. 676, l'esenzione fiscale concessa agli interessi di obbligazioni e titoli similari di durata superiore a tre anni venne estesa, per il periodo 1/10/1981-30/9/1982, ai titoli di durata compresa fra i 18 mesi e i tre anni, ricomprendendo così la maggior parte dei CD. A seguito di tali provvedimenti, la consistenza dei CD emessi dagli ICS con scadenza compresa fra i 18 e i 60 mesi passò dai 6.695 miliardi di lire del 1979 ai 18.060 miliardi del 1982, anno in cui i certificati costituirono il 38 per cento della raccolta degli ICS.

L'emissione di CD da parte delle banche fu autorizzata a partire dal gennaio 1983 (DM 28.12.1982). I CD emessi dalle banche soffrirono inizialmente la concorrenza di quelli degli ICS che non erano soggetti agli obblighi di riserva e beneficiavano, grazie alla più lunga scadenza (minimo 18 mesi), di una più favorevole ritenuta fiscale (12,5 per cento, pari alla metà di quella del 25 per cento applicata sui CD delle banche, che dovevano avere scadenza compresa fra 6 e 18 mesi). Ben presto, però, le autorità di Vigilanza cercarono di incentivare l'emissione di CD da parte delle banche, offrendo, sui titoli con scadenza compresa fra sei e diciotto mesi, una remunerazione della riserva superiore rispetto a quella relativa ai depositi (9,5 per cento in luogo di quella ordinaria del normale 5,5 per cento). Dal 1987 la raccolta bancaria in CD aumentò ulteriormente, stimolata da una combinazione di fattori, tra cui quelli fiscali rivestirono importanza non secondaria. Nel 1986 la maggiore remunerazione della riserva obbligatoria⁴² fu estesa ai CD di durata superiore a 3 mesi. Nel 1987 fu concessa a tutte le categorie di banche l'autorizzazione a emettere CD con scadenza compresa fra 18 mesi e 5 anni, assoggettati, in ragione della durata, alla ritenuta del 12,5 per cento anziché del 25 per cento e a loro volta ammessi alla maggiore remunerazione della riserva obbligatoria. Sempre nel 1986, fu eliminato il regime di esenzione per i titoli di Stato, i cui proventi furono assoggettati dapprima alla ritenuta del 6,25 per cento e poi, a partire dal settembre 1987, a quella del 12,5 per cento prevista per i titoli obbligazionari (cfr. *infra*, par. 4.2). In conseguenza di queste modifiche fiscali, e grazie alla possibilità per le banche di offrire

⁴² Nel frattempo ridotta dal 9,5 all'8,5 per cento.

condizioni di remunerazione più vantaggiose sui CD, il differenziale di rendimento netto fra i titoli di Stato (BOT in particolare) e i CD si ridusse. La consistenza dei CD emessi dalle banche passò dai 3.257 miliardi di lire nel 1983 ai 291.186 miliardi a fine 1992, per raggiungere l'importo massimo di 399.079 miliardi nel giugno 1996, prima del provvedimento che unificò al 27 per cento la ritenuta fiscale sugli interessi da depositi e CD (cfr. *infra*, par. 5.2.3). La diffusione di questi strumenti consentì alle banche, dalla metà degli anni ottanta, una relativa stabilità della raccolta, nonostante la quota crescente di titoli pubblici nei portafogli delle famiglie. I CD assunsero infatti soprattutto il ruolo di sostituti dei tradizionali depositi a risparmio, piuttosto che di altri strumenti di mercato monetario quali i buoni del Tesoro (Caranza e Cottarelli, 1986). Dalla fine degli anni ottanta la principale componente della raccolta in CD fu rappresentata da emissioni oltre i 18 mesi, anche in ragione del più favorevole trattamento fiscale.

4.2 *La tassazione dei titoli di Stato*

Se le basi della crescita del debito pubblico erano state poste già negli anni settanta, la sua consistenza esplose a partire dagli anni ottanta. Le emissioni di titoli dello Stato crebbero sia in quantità assoluta, sia in importanza relativa, passando dal 66 per cento nel 1975 al 93 per cento nel 1985 delle emissioni nette effettuate in Italia⁴³ (cfr. tav. 8). All'aumento dell'offerta corrisposero mutamenti dal lato della domanda: con il cosiddetto "divorzio" tra Banca d'Italia e Tesoro, a partire dal 1981 il collocamento del debito doveva avvenire integralmente sul mercato, con acquisti da parte di banche, imprese e risparmiatori, residenti e non (Sarcinelli, 1987). Nel corso degli anni ottanta le autorità monetarie furono sempre più restie a introdurre vincoli amministrativi sull'attività degli enti creditizi. (Bernareggi, 1986). Le modificazioni intervenute dal lato della domanda resero sempre più onerose le condizioni di collocamento per il Tesoro.

⁴³ I dati riportati includono anche le emissioni di BOT. Se si escludono i BOT, i titoli di Stato crebbero, rispetto alle emissioni nette, dal 47 per cento del 1975 al 93 per cento del 1985.

Tav. 8

Emissioni nette di valori mobiliari sul mercato interno
(dati in miliardi di lire)

Emittente anno	BOT e BTE	Altri titoli di Stato	ICS	IRI-ENI-ENEL- AUTOSTRAD	Imprese	Altri	Emissioni comprehensive esclusi BOT e BTE	Emissioni comprehensive	Azioni
1974	6.703	2.974	2.153	214	-118	-2	5.221	11.924	7.71
1975	6.991	6.042	5.410	1.327	16	21	12.816	19.807	1.672
1976	7.905	3.509	4.163	879	76	-13	8.614	16.519	1.872
1977	4.795	15.324	4.413	1.061	175	-13	20.960	25.755	1.846
1978	5.881	19.816	4.762	797	177	-13	25.539	31.420	2.985
1979	9.822	9.302	4.656	466	16	-19	14.421	24.243	2.732
1980	25.500	-1.927	5.648	121	72	33	3.947	29.447	3.085
1981	33.783	7.498	7.508	112	708	-13	15.813	49.596	7.186
1982	32.604	23.626	8.147	3.811	778	-19	36.343	68.947	6.004
1983	11.071	69.942	7.640	1.333	1.060	-19	79.956	91.027	10.899
1984	9.300	63.797	4.315	1.239	667	129	70.147	79.447	9.774
1985	13.181	94.308	5.178	1.002	685	509	101.682	114.863	12.220
1986	9.697	88.043	6.805	4.405	917	749	100.919	110.616	18.872
1987	27.482	58.146	11.012	3.254	435	348	73.195	100.677	10.433
1988	42.013	61.837	7.966	81	176	452	70.512	112.525	9.697
1989	43.042	65.546	8.205	215	-393	213	73.786	116.828	18.369
1990	40.569	76.184	5.985	-1.523	-1.185	117	79.578	120.147	21.246
1991	11.641	115.492	15.939	4.425	-843	230	135.243	146.884	18.363
1992	46.674	89.763	10.848	-2.110	-930	-424	97.147	143.821	16.194

segue

segue Tav. 8

Emissioni nette di obbligazioni sul mercato interno
(ripartizione percentuale)

Emittente anno	BOT e BTE	Altri titoli di Stato	ICS	IRI-ENI-ENEL- AUTOSTRADE	Imprese	Altri
1974	56	25	18	2	-1	0
1975	35	31	27	7	0	0
1976	48	21	25	5	0	0
1977	19	59	17	4	1	0
1978	19	63	15	3	1	0
1979	41	38	19	2	0	0
1980	87	-7	19	0	0	0
1981	68	15	15	0	1	0
1982	47	34	12	6	1	0
1983	12	77	8	1	1	0
1984	12	80	5	2	1	0
1985	11	82	5	1	1	0
1986	9	80	6	4	1	1
1987	27	58	11	3	0	0
1988	37	55	7	0	0	0
1989	37	56	7	0	0	0
1990	34	63	5	-1	-1	0
1991	8	79	11	3	-1	0
1992	32	62	8	-1	-1	0

segue

segue Tav. 8

**Emissioni nette di obbligazioni sul mercato interno
al netto di BOT e BTE
(ripartizione percentuale)**

Emittente anno	Altri titoli di Stato	ICS	IRI-ENI-ENEL- AUTOSTRADe	Imprese	Altri
1974	57	41	4	-2	0
1975	47	42	10	0	0
1976	41	48	10	1	0
1977	73	21	5	1	0
1978	78	19	3	1	0
1979	65	32	3	0	0
1980	-49	143	3	2	1
1981	47	47	1	4	0
1982	65	22	10	2	0
1983	87	10	2	1	0
1984	91	6	2	1	0
1985	93	5	1	1	1
1986	87	7	4	1	1
1987	79	15	4	1	0
1988	88	11	0	0	1
1989	89	11	0	-1	0
1990	96	8	-2	-1	0
1991	85	12	3	-1	0
1992	92	11	-2	-1	0

Fonte: Banca d'Italia, Relazioni annuali, 1974-1993.

Nota: la somma per ogni riga può essere diversa dal 100 per cento a causa degli arrotondamenti.

Il dibattito in tema di debito pubblico, a metà anni ottanta, verteva principalmente su tre questioni (Sarcinelli, 1987): il debito pubblico doveva essere consolidato o bisognava cercare di allungarne la vita media

residua, passata da più di nove anni nel 1972 a un anno nel 1980? Sarebbe divenuto insostenibile nel lungo periodo?⁴⁴ I titoli di Stato dovevano esser tassati o dovevano rimanere esenti?

Le considerazioni che seguono si riferiscono esclusivamente all'ultimo quesito; qualsiasi riflessione, però, deve tenere sempre in considerazione, oltre che il costo netto per lo Stato, anche gli altri termini del dibattito.

4.2.1 La tassazione dei titoli di Stato detenuti dalle imprese

Si è soliti ritenere che i titoli di Stato, prima del decreto legge n. 556 del 1986, siano sempre stati esenti da imposte. Nei primi anni dello Stato unitario, invece, gli interessi su titoli di Stato erano soggetti ad imposta di R.M.; solo dal 1894 le nuove emissioni furono esentate da qualsiasi imposta diretta *reale*. L'esenzione non si estendeva però alle imposte *personali*: così i redditi derivanti da titoli pubblici confluivano nell'imponibile dell'imposta complementare (Sarcinelli, 1987). Nella realtà, come già rilevato (cfr. *supra*, par. 2.2.1), l'impossibilità di accertare questi redditi, dovuta al fatto che i titoli erano al portatore, rendeva tali proventi di fatto esenti. E la riforma del 1973 non fece altro che legalizzare lo *status quo*, disponendo esplicitamente l'esenzione dei titoli di Stato.

L'esenzione non era però assoluta: forme di tassazione indiretta dei titoli di Stato (cosiddetta "tassazione obliqua") erano previste per chi, nell'ambito del reddito di impresa, percepiva anche redditi esenti. Il legislatore della riforma del 1973, riprendendo una norma già presente nel Testo unico sull'imposta di R.M. del 1958, si preoccupò di evitare fenomeni di arbitraggio, consistenti nell'indebitarsi, deducendo gli interessi passivi, per investire in titoli esenti. La disciplina sul reddito di impresa prevedeva quindi un coefficiente di indeducibilità degli interessi passivi e delle spese generali, pari al rapporto tra ricavi tassati e ricavi complessivi⁴⁵.

⁴⁴ Il rapporto tra debito pubblico e PIL, pari in media al 56 per cento nel periodo 1973-1981 era cresciuto sino al 96,3 per cento nel 1985 (Sarcinelli, 1987).

⁴⁵ Al momento dell'introduzione dell'Irpeg il coefficiente di indeducibilità era

$$a = \frac{R_t + \frac{1}{2}R_v}{R_t + R_v + \frac{9}{10}R_{es} + R_{ee}}$$

(continua)

La tassazione effettiva dei titoli di Stato variava per ogni impresa e dipendeva dalla composizione del conto economico (rapporto tra ricavi tassati e redditi esenti, incidenza degli interessi passivi rispetto agli altri costi, esistenza di spese generali); i ricavi rimanevano comunque esenti per le imprese con interessi passivi e spese generali pari a zero (il caso più importante era rappresentato dalle imprese di assicurazione).

Grazie alla deducibilità, seppure parziale, degli interessi passivi, l'arbitraggio rimaneva possibile anche se i tassi attivi sui titoli di Stato⁴⁶, acquistati soprattutto da banche e ICS, erano inferiori al costo dell'indebitamento⁴⁷. Inoltre, per il meccanismo del credito d'imposta introdotto nel 1977 (cfr. *supra*, par. 3.2), considerando l'imposizione complessiva su socio e società, il socio realizzava profitti di arbitraggio ancora più facilmente della società⁴⁸.

Le possibilità di arbitraggio, unite al ritorno a rendimenti reali positivi sui titoli di Stato, determinarono un incremento degli acquisti da parte delle imprese diverse da banche e ICS: le consistenze detenute da

nel quale R_t erano i ricavi tassati, R_v gli interessi su titoli – diversi dai titoli di Stato – sottoscritti prima della riforma (questi ricavi partecipavano all'imponibile Irpeg per metà, mentre erano del tutto esenti da Ilor), R_{es} i redditi da titoli di Stato, R_{ee} gli altri ricavi esenti. Sul punto, cfr.: Di Majo (1980); Di Majo *et al.* (1981); Di Majo e Franco (1987a). I titoli pubblici rimanevano comunque agevolati rispetto ad altri ricavi esenti poiché contribuivano al rapporto di indeducibilità non integralmente, ma solo per il 90 per cento; secondo Di Majo (1980) “si può pensare che la considerazione dei nove/decimi dei ricavi esenti tenda a mitigare forfettariamente l'onere derivante dal fatto che la parte del rendimento dei titoli pubblici realizzata attraverso i guadagni di capitale viene inclusa, come tutte le plusvalenze, nei ricavi tassati, limitando il vantaggio del possesso dei titoli esenti rispetto a quelli tassati”. Con la L. 626/1981 si decise di considerare l'intero importo dei titoli di Stato esenti nel coefficiente di indeducibilità, che fu modificato in

$$a = \frac{R_t + \frac{1}{2}R_v}{R_t + R_v + R_{es} + R_{ee}}$$

⁴⁶ L'arbitraggio poteva interessare anche altri titoli esenti, come, ad esempio, le obbligazioni emesse dagli ICS tra luglio 1980 e settembre 1982, e quelle emesse da altre imprese tra gennaio 1981 e settembre 1982.

⁴⁷ La condizione di arbitraggio era pari a $r_{TS} - r_P(1 - ta^2)$, dove r_{TS} erano i rendimenti attivi sui titoli di Stato, r_P il costo dei prestiti, t l'aliquota legale sui redditi societari, a il valore del coefficiente di deducibilità (Matteuzzi, 1985).

⁴⁸ Matteuzzi (1985) dimostra che nel periodo 1981-84 il socio poteva realizzare profitti da arbitraggio per qualsiasi valore del costo dell'indebitamento, del tasso di rendimento dei titoli pubblici e del coefficiente di deducibilità, purché la propria aliquota di tassazione fosse inferiore a quella della società.

queste ultime passarono dal 2,9 per cento del 1977 al 4,7 per cento del 1983 (Matteuzzi, 1985); la redditività dell'operazione è dimostrata dal fatto che nel periodo tra il 1981 e il 1984 l'arbitraggio fu sempre realizzabile qualora l'incidenza dei redditi esenti fosse inferiore al 30 per cento dei ricavi complessivi (Matteuzzi, 1985).

Agli arbitraggi descritti si rimediò con due distinti provvedimenti. Con il primo si introdusse nel 1983 la cosiddetta "maggiorazione di conguaglio", che assoggettava a imposta societaria gli utili esenti, qualora fossero distribuiti. Con il secondo, nel 1984 si stabilì che gli interessi passivi erano deducibili solo per la quota che eccedeva l'ammontare dei proventi esenti da obbligazioni pubbliche di nuova acquisizione: erano così annullati i profitti da arbitraggio (Piscitelli, 1986). Quest'ultima misura, "rozza ma necessaria", secondo la definizione del Ministro del Tesoro Gorla, poneva sulle banche la maggior parte dell'onere: dato che la raccolta delle aziende di credito avveniva a tassi inferiori alla remunerazione offerta dai titoli pubblici, gli interessi passivi indeducibili eccedevano il costo della raccolta necessaria ad acquistare titoli pubblici e si riferivano anche a fondi utilizzati per impieghi che generavano ricavi tassati.

I diversi interventi, anche se incisero sui profili di arbitraggio, non sciolsero il nodo principale: la tassazione media dell'impresa continuava a dipendere dalla composizione del proprio conto economico. Poiché i provvedimenti interessavano solo i titoli di nuova acquisizione, le aliquote *marginali* effettive sui proventi da titoli esenti di nuova emissione si avvicinarono progressivamente a quelle sui ricavi tassati, rendendo la scelta dei titoli da acquistare non più dipendente dalla variabile fiscale⁴⁹. Di contro, fino al momento in cui non si è realizzata l'integrale sostituzione dei titoli esenti presenti in bilancio con titoli tassati, l'aliquota effettiva *media* ha continuato a dipendere dalla struttura del conto economico.

Sul mercato obbligazionario fino alla scomparsa dei titoli esenti i privati "specializzarono" i propri portafogli, detenendo titoli di questa specie e lasciando alle imprese il mercato delle obbligazioni tassate. La ragione di questa segmentazione si può trovare sia nella simultanea presenza sul mercato di investitori soggetti a diversi regimi tributari

⁴⁹ Di Majo e Franco (1987b) rilevarono come per un campione di banche il differenziale tra le imposizioni marginali sui titoli tassati ed esenti era passato da 8 punti percentuali nel 1975 a 1 punto percentuale nel 1985. L'aliquota marginale sui titoli di Stato, dovuta alla tassazione "obliqua", rimaneva comunque nulla per le imprese con interessi da titoli pubblici superiori agli interessi passivi; ciò accadeva soprattutto per le imprese di assicurazione.

(tassate le persone giuridiche, ovvero, in sostanza, le banche; esenti gli investitori privati), sia nell'esistenza di vincoli amministrativi per le banche all'acquisto di determinati titoli. L'operare congiunto delle due normative contribuiva a determinare equilibri dei tassi sui due mercati che dipendevano in buona parte dalla struttura dei bilanci delle aziende di credito; conseguentemente si determinavano scarti tra i rendimenti delle attività tassate e quelli dei titoli esenti che non erano sufficienti ad attrarre i privati sul mercato delle obbligazioni soggette ad imposta (Di Majo, 1980).

4.2.2 *La tassazione dei titoli di Stato detenuti dai privati*

A metà degli anni ottanta, dunque, non si poteva parlare di completa esenzione dei titoli di Stato: più correttamente, erano esenti solo le obbligazioni pubbliche detenute dai privati⁵⁰, pari a poco meno della metà del totale⁵¹. Nel 1986 il Governo decise di assoggettare a tassazione le obbligazioni pubbliche: il DL 556 del 19.9.1986 introdusse una ritenuta alla fonte del 6,25 per cento sui titoli emessi a partire dal 20 settembre 1986, prevedendo l'aumento della ritenuta al 12,5 per cento – aliquota di tassazione delle obbligazioni private (tavola storica in Appendice) – per i titoli emessi dopo il 20 settembre 1987⁵²; la ritenuta era a titolo definitivo per le persone fisiche e le società di persone⁵³, a titolo di acconto per le società di capitali. Il provvedimento non abrogava però integralmente l'esenzione sui titoli pubblici: continuavano a essere esenti le obbligazioni pubbliche emesse all'estero; questa distonia fu eliminata solo nel 1992.

Furono addotte diverse motivazioni alla decisione di tassare i titoli pubblici (Sarcinelli, 1987; Zatterin, 1989): la necessità di ottenere una maggiore neutralità tributaria nelle scelte allocative delle risorse finanziarie; la volontà di evitare che si generassero effetti imitativi, che

⁵⁰ Anche i titoli di Stato detenuti da fondi comuni di investimento non erano esenti da imposta, dato che sui fondi si applicava un prelievo patrimoniale, variabile tra lo 0,10 per cento e lo 0,25 per cento (cfr. *infra*).

⁵¹ Sulla base dei conti finanziari riferiti al 1985 (Banca d'Italia, Relazione sul 1986, tav. aD36) il 47 per cento dei titoli pubblici era posseduto da famiglie, il 30 per cento da aziende di credito ed ICS, il 13 per cento dalla Banca d'Italia e il 7 per cento da altre imprese; i fondi comuni detenevano il 2 per cento dei titoli pubblici e il restante 1 per cento era posseduto da non residenti.

⁵² L'aumento della ritenuta fu poi anticipato al 31 agosto 1987.

⁵³ La previsione di una ritenuta a titolo definitivo per le società di persone lasciò spazio a margini di arbitraggio: le società di persone, infatti, erano tassate a titolo definitivo sugli interessi, con aliquota del 12,5 per cento, ma deducevano gli interessi passivi dal reddito d'impresa, tassato per trasparenza in capo al socio. Il problema fu risolto solo alla fine del 1988 (D.L. 550/1988), assimilando le società di persone alle società di capitali (Matteuzzi, 1988).

sfociassero nella richiesta di regimi agevolativi per altri strumenti finanziari; l'intenzione di migliorare l'equità del sistema, anche attraverso effetti redistributivi dell'onere fiscale; l'urgenza di eliminare l'incertezza che gravava sui mercati, a causa delle voci di tassazione dei titoli di Stato, con conseguente aumento della volatilità dei corsi; la necessità di venire incontro alle richieste delle parti sociali; *last but not least*, la possibilità di eliminare una delle principali distorsioni insite nel sistema tributario italiano, ponendo le basi per una revisione dell'intera disciplina della tassazione delle attività finanziarie.

Il dibattito si incentrò soprattutto sugli effetti che la misura avrebbe potuto avere sul gettito *netto* dell'Erario; ovvero, se le maggiori entrate derivanti dall'applicazione della ritenuta sarebbero state superiori alla maggiore spesa per interessi sostenuta dal Tesoro per garantire ai sottoscrittori rendimenti netti invariati. Si trattava, in altri termini, della possibilità che il provvedimento si risolvesse in una "partita di giro" per lo Stato, secondo la definizione che Einaudi (1913) aveva adottato all'inizio del Novecento per analizzare l'introduzione di un'imposta sui titoli del debito pubblico: in assenza di illusione finanziaria, i sottoscrittori sarebbero stati influenzati unicamente dall'interesse netto ricavabile dall'investimento in titoli di Stato, così da richiedere un aumento dell'interesse lordo pari all'imposta dovuta; l'aumento di gettito per l'Erario quindi sarebbe risultato esattamente pari alla maggiore spesa per interessi pagata dal Tesoro.

Le conclusioni di Einaudi valevano però solo se tutti gli interessi sui titoli di Stato fossero stati assoggettati a un'unica aliquota di imposta, uguale per tutti i sottoscrittori: in Italia, invece, convivevano diverse modalità di tassazione dei titoli pubblici, che variavano a seconda del detentore del titolo.

L'introduzione della ritenuta sui proventi percepiti dalle persone fisiche comportò una redistribuzione a favore delle società dell'onere fiscale complessivo sui titoli pubblici; più correttamente, si attenuò il vantaggio per le persone fisiche implicito nell'esenzione dei titoli di Stato.

Le analisi svolte al momento della modifica del regime di tassazione evidenziarono come il pericolo di una "partita di giro" fosse abbastanza remoto (Bernareggi, 1986; Bernareggi, 1987; Denicolò, 1987; Spaventa, 1987; Frasca e Paladini, 1988). La traslazione completa "all'indietro", sul debitore, dell'imposta dipendeva sia dalla composizione della domanda tra sottoscrittori tassati con ritenuta definitiva alla fonte (le persone fisiche) e

sottoscrittori tassati in base al bilancio (le società), sia dall'elasticità della domanda dei due gruppi. In particolare, la "partita di giro" si sarebbe verificata nei seguenti casi: a) titoli detenuti unicamente da persone fisiche; b) elasticità della domanda delle persone giuridiche nulla; c) elasticità della domanda delle persone fisiche infinita. In generale, la variazione del tasso di interesse dovuta all'introduzione dell'imposta dipendeva sia dal rapporto tra le elasticità della domanda dei due gruppi di sottoscrittori, sia dalla ripartizione della domanda tra i due gruppi⁵⁴. Sulla base dei valori assunti da queste due variabili a metà anni ottanta, si arrivava alla conclusione che un aumento dell'onere netto per il Tesoro – pari alla somma algebrica di maggiori oneri per interessi passivi, maggiori entrate da persone fisiche e variazione nel gettito dell'Irpeg sulle società – sarebbe stato alquanto improbabile⁵⁵ (Spaventa, 1987).

Altri studi (Bernareggi, 1995) evidenziarono come, in analisi di equilibrio parziale – che tenessero conto cioè degli effetti dell'introduzione dell'imposta solo sul mercato dei titoli di Stato – il Tesoro poteva ottenere un gettito netto positivo solo tassando con aliquota maggiore l'insieme di sottoscrittori caratterizzato dall'elasticità inferiore; in caso contrario, il gettito netto sarebbe risultato negativo.

Le conclusioni descritte, ottenute attraverso approcci di statica comparata, erano basate sull'ipotesi che si fosse raggiunta una situazione "a regime". La valutazione degli effetti dinamici dell'introduzione dell'imposta nel periodo transitorio, nel quale coesistono più regimi fiscali, si è mostrata più complessa, in quanto si dovevano considerare anche gli effetti di capitalizzazione dell'imposta che si verificavano nel passaggio da un sistema all'altro; in ogni caso, si perveniva alla conclusione che la traslazione dell'imposta fosse sempre parziale (Di Majo e Franco, 1987a; Franco e Sartor, 1988).

⁵⁴ Denicolò (1987) dimostra che l'equilibrio sul mercato (e, di conseguenza, gli effetti sull'onere netto per il Tesoro) dipende, oltre che dalle elasticità delle curve di domanda, anche dal rapporto tra i complementi ad uno delle aliquote d'imposta sui titoli di Stato vigenti per i due insiemi di sottoscrittori.

⁵⁵ A conclusioni opposte arrivarono le analisi di equilibrio generale, che tenevano conto anche del comportamento delle banche: in particolare, ipotizzando che (a) il mercato bancario fosse di tipo oligopolistico, (b) la domanda di titoli delle banche fosse rigida, e che (c) i tassi di interesse sui prestiti e sui depositi fossero fissati in base ad un *mark-up* sul tasso lordo dei BOT, si arrivava a ottenere alte probabilità che si determinasse una "partita di raggio" per lo Stato (Sylos Labini, 1989).

4.2.3 Il mercato dei titoli obbligazionari: gli effetti della tassazione dei titoli

Le modifiche che si sono succedute nel trattamento fiscale dei titoli hanno determinato diversi effetti sui mercati dei capitali.

Gli interventi realizzati durante gli anni ottanta, fino alla piena tassazione dei titoli pubblici, hanno cercato di ridurre le segmentazioni segnalate in precedenza (cfr. *supra*, par. 4.2.1) per aumentare l'efficienza dei mercati (Ceriani *et al.*, 1992a). Le modalità tecniche di applicazione delle modifiche tributarie, però, hanno contribuito a determinare nuove segmentazioni.

Per ciò che riguarda più specificamente i titoli di Stato, infatti, i diversi provvedimenti che hanno interessato le società hanno condotto a un progressivo "congelamento" degli attivi; le normative transitorie, infatti, hanno spesso previsto un trattamento più favorevole per i titoli già in portafoglio o emessi prima della modifica della legislazione tributaria⁵⁶: conseguentemente, i possessori dei titoli hanno preferito detenerli sino a scadenza per non perdere le agevolazioni fiscali.

Un'analisi della composizione dei sottoscrittori dei titoli di Stato nel periodo 1975-1987 evidenzia solo in parte mutamenti connessi con le modifiche della disciplina fiscale (cfr. tav. 9). In particolare, si può osservare un incremento della quota detenuta da imprese nel periodo (1981-84) in cui erano possibili profitti da arbitraggio. D'altra parte, a seguito dell'introduzione dei provvedimenti antielusivi, le banche hanno ridotto la quota di titoli di Stato, così come previsto anche dalle analisi microeconomiche (Di Majo *et al.*, 1981; Di Majo e Franco, 1987b). Non sono viceversa ravvisabili effetti di disaffezione da parte dei risparmiatori privati a seguito dell'introduzione della ritenuta sui titoli di Stato.

⁵⁶ Possono essere ricordati diversi esempi di trattamento più favorevole per i titoli di Stato già in portafoglio o emessi prima della modifica della legislazione tributaria: a) i titoli emessi prima della riforma del 1974 godevano di una tassazione Ilor ridotta; b) non tutti gli interessi esenti comportavano l'ineducibilità di un pari ammontare degli interessi passivi, ma solo quelli percepiti su titoli acquistati dopo l'entrata in vigore, nel 1984, della disposizione antielusiva; c) i titoli pubblici emessi prima del 1986 rimasero esenti fino alla scadenza.

Tav. 9

**Titoli di Stato: ripartizione percentuale
delle consistenze tra i detentori**

Detentori anno	Famiglie	Imprese	BI - UIC	Banche	ICS	Fondi comuni	Eestero	Altri
1974	8	1	49	4%	1	0	0	1
1975	8	0	53	35	2	0	0	2
1976	11	1	57	27	1	0	0	2
1977	13	2	39	42	2	0	0	2
1978	18	2	32	44	2	0	0	2
1979	24	3	24	44	2	0	0	2
1980	31	3	20	42	2	0	0	2
1981	38	4	19	34	2	0	0	2
1982	37	4	16	37	4	0	0	2
1983	42	4	13	36	4	0	0	2
1984	47	5	11	31	4	0	0	2
1985	47	5	13	26	4	2	1	2
1986	46	6	12	23	3	6	1	3
1987	51	6	10	21	2	5	1	3

Fonte: elaborazione sulla base dei conti finanziari, Banca d'Italia, Relazione annuale, 1975-1988.

Nota: la somma per ogni riga può essere diversa dal 100 per cento a causa degli arrotondamenti.

5. Le riforme degli anni novanta

Nei primi anni novanta proseguì la “rincorsa dell’innovazione” da parte del legislatore fiscale, che, come già rilevato, era stata uno dei *leit motiv* degli interventi normativi degli anni ottanta. Allo stesso tempo, il verificarsi di circostanze nuove, quali la liberalizzazione dei movimenti di

capitale⁵⁷ e le innovazioni tecnologiche nei settori delle comunicazioni e dell'informatica, rese sempre più arduo sia per il legislatore fiscale sia per le autorità di Vigilanza intervenire sul mercato con la finalità di indirizzare le scelte di allocazione del risparmio o di finanziamento degli investimenti. L'accesso ai mercati finanziari esteri offriva agli investitori residenti nuove e più ampie possibilità di diversificazione dei portafogli, che furono sfruttate appieno: tra il 1990 e il 2001 le passività finanziarie emesse da non residenti nel portafoglio degli italiani passarono dal 7 al 16 per cento del totale delle passività di residenti e non residenti (De Bonis, 2006)⁵⁸. Tra le determinanti dell'attrattiva dell'investimento estero, importanza non trascurabile aveva anche la possibilità di porre in essere transazioni penalizzate sul mercato interno da una normativa fiscale o regolamentare particolarmente stringente. Sul piano fiscale, la diffusione degli investimenti in attività finanziarie estere rese necessaria – in assenza di presidi di altra natura – l'introduzione di un sistema di “monitoraggio fiscale” delle relative transazioni (cfr. *infra*), ai fini dell'accertamento e della tassazione dei redditi.

Nel decennio, il tratto dominante dell'evoluzione normativa in campo tributario fu quindi il deciso abbandono degli obiettivi di indirizzo delle scelte di allocazione del risparmio: sotto la pressione delle istanze interne di incremento del gettito e di quelle internazionali di concorrenza fra ordinamenti, derivanti dal venir meno dei vincoli ai movimenti di capitali e dalla crescente integrazione delle economie, gli obiettivi di fondo della tassazione delle attività finanziarie divennero sempre più quelli della neutralità del prelievo e dell'efficienza dei mercati.

D'altra parte, ben presto le autorità si resero conto delle opportunità offerte dai mercati internazionali, comprendendo come, a certe condizioni,

⁵⁷ La direttiva n. 88/361 del 24 giugno 1988 prevedeva l'eliminazione di tutte le restrizioni valutarie nei paesi della Comunità dal 1° luglio 1990. In Italia, il processo di liberalizzazione valutaria era iniziato già nel 1987, con il cosiddetto “decreto Sarcinelli” (DM. 13 maggio 1987), che aboliva l'obbligo di costituire in deposito infruttifero un importo pari al 50 per cento del valore degli investimenti in attività estere, e fu portato a compimento con il decreto del Ministro per il Commercio con l'estero e del Ministro per il Tesoro del 27 aprile 1990 e la successiva comunicazione dell'Ufficio italiano dei cambi del 2 maggio dello stesso anno. Con tali provvedimenti fu abolito il monopolio dei cambi e attribuita ai residenti la facoltà di detenere in Italia e all'estero, sotto qualsiasi forma, valute estere, titoli ed altri valori mobiliari esteri, senza più obbligo di cederli o depositarli presso il sistema delle “banche abilitate”. Fu inoltre abolito l'obbligo di canalizzare tutte le transazioni di rilevanza valutaria attraverso il sistema bancario.

⁵⁸ Gli effetti della liberalizzazione valutaria furono avvertiti già nel primo anno di piena vigenza del nuovo regime: nel 1991 le acquisizioni nette di attività finanziarie estere da parte delle famiglie si approssimarono a 16.000 miliardi di lire, con una crescita sull'anno precedente di circa quattro volte (Banca d'Italia, Relazione annuale sul 1991).

il collocamento di crescenti quantità di titoli pubblici presso investitori non residenti avrebbe potuto ridurre notevolmente il costo del debito (cfr. *infra*, par. 5.4.1). Fu intrapresa con decisione la riduzione degli ostacoli amministrativi e dei costi di transazione nei confronti degli investitori esteri; contestualmente furono adottati presidi contro il possibile l'utilizzo del canale estero da parte di residenti per finalità di mera elusione fiscale (la cosiddetta "estero-vestizione" del risparmio).

Nel perseguimento degli obiettivi indicati, furono gradualmente eliminati i regimi di agevolazione o di esenzione che determinavano segmentazioni di mercato e consentivano arbitraggi con finalità di elusione fiscale. Vennero via via ricondotte a tassazione le nuove tipologie di strumenti finanziari, fino ad arrivare, con la riforma "Visco", all'introduzione dal luglio 1998 di un sistema di tassazione onnicomprensivo, che si estende a tutti i redditi finanziari conseguiti da persone fisiche, incluse le plusvalenze. Il numero delle aliquote fu progressivamente ridotto, fino agli attuali due livelli del 27 per cento e 12,5 per cento, stabiliti dalla stessa riforma "Visco". Il sistema di prelievo venne razionalizzato, riducendo il più possibile le ritenute alla fonte a titolo d'acconto per le imprese, in modo da evitare gli oneri finanziari connessi con la formazione dei crediti di imposta, e introducendo regimi di esenzione generalizzati per gli investitori non residenti, in modo da sostenere la concorrenza di altri ordinamenti nell'attrazione di capitali esteri (Giannini e Guerra, 2000).

5.1 *I primi anni novanta: innovazione finanziaria e liberalizzazione valutaria*

Nei primi anni novanta continuò l'innovazione finanziaria di prodotto. Uno degli esempi più significativi è rappresentato dalle operazioni di pronti contro termine (di seguito, P/T), in lire e in valuta, che conobbero un particolare sviluppo dal 1991. Anche se l'iniziale utilizzo di tali operazioni fu legato all'abolizione del vincolo di riserva obbligatoria nel maggio 1991, il forte incremento registrato nel biennio 1991-92 fu stimolato principalmente dalla circostanza che i proventi dei P/T non erano tassati per le persone fisiche, essendo inquadrabili come plusvalenze su titoli obbligazionari. Circa l'80 per cento delle operazioni ebbe infatti come controparte il settore delle famiglie. La rilevanza dei P/T si ridusse in misura significativa alla fine del 1992, a seguito dell'inclusione dei proventi fra i redditi di capitale e l'introduzione di una ritenuta alla fonte del 12,5 per cento sugli stessi. Negli anni seguenti, tuttavia, le cessioni

temporanee di titoli (in genere, a tre mesi) tornarono a rappresentare una componente significativa della raccolta bancaria. Sebbene ridotta rispetto ai livelli del periodo 1991-92, la quota di operazioni effettuate con le famiglie rimase consistente, anche in relazione alla minore ritenuta fiscale (12,5 per cento) applicata sui proventi rispetto a quella prevista per le altre operazioni di raccolta a breve termine, quali i depositi (30 per cento)⁵⁹.

Sul fronte delle nuove opportunità offerte a emittenti e investitori dalla liberalizzazione dei movimenti di capitale, nei primi anni novanta assunsero una certa consistenza i titoli obbligazionari collocati sul mercato delle eurovalute e, in particolare, dell'eurolira. Per gli emittenti, l'assenza di prelievi fiscali sugli interessi – che caratterizzava il mercato delle euroemissioni accanto al completo anonimato dei sottoscrittori – rendeva possibile una riduzione significativa del costo della raccolta. Questa opportunità fu colta dal Tesoro italiano, che se ne avvalse collocando quote crescenti di debito pubblico presso soggetti non residenti (cfr. *infra*, par. 5.2). Per gli investitori italiani, i titoli emessi sull'euromercato offrivano nuove possibilità di diversificazione. In particolare, il mercato dell'eurolira – aperto nel 1984, ma sviluppatosi soprattutto a seguito dei provvedimenti di liberalizzazione valutaria – permetteva, tra l'altro, la sottoscrizione di titoli emessi all'estero dallo Stato e da alcuni enti sovranazionali senza rischio di cambio e in regime di esenzione fiscale⁶⁰. L'interesse degli investitori residenti per i titoli emessi sul mercato dell'eurolira (e per le euroemissioni in genere) diminuì nel 1992, a seguito dell'introduzione di una ritenuta "d'ingresso" uniforme del 12,5 per cento sui proventi dei titoli emessi all'estero⁶¹. L'intervento era volto principalmente ad allineare il regime fiscale dei titoli di Stato emessi sul mercato domestico ed estero per gli investitori residenti, eliminando per questi ultimi la possibilità di sottoscrivere titoli di Stato in regime di esenzione fiscale; si determinò un ridimensionamento delle emissioni nette di euro-obbligazioni in lire (sottoscritte principalmente da residenti), che dai 12.300 miliardi di lire del

⁵⁹ Alla fine del 1996 quasi il 67 per cento delle cessioni temporanee in lire alla clientela aveva come controparte famiglie consumatrici (Banca d'Italia, Relazione annuale sul 1996).

⁶⁰ Fino al 1992 erano esenti da ritenuta i titoli di Stato emessi all'estero, quelli collocati sul mercato internazionale da alcuni enti pubblici italiani (Ferrovie dello Stato, Enel, Anas, Crediop) nonché i titoli di alcuni emittenti sovranazionali (Banca Mondiale, BEI, Ceca, Euratom). Le obbligazioni collocate da imprese private, italiane o estere, erano invece soggette ad una ritenuta "d'ingresso" del 30 per cento nei confronti di residenti italiani, applicata dalla banca italiana che interveniva nella riscossione dei proventi.

⁶¹ Nell'occasione la misura della ritenuta sui titoli emessi all'estero dalle imprese private fu ridotta dal 30 per cento al 12,5 per cento.

1991 passarono in quell'anno a 9.100 miliardi (Banca d'Italia, Relazione sul 1992).

Un altro effetto della liberalizzazione dei movimenti di capitale fu il venir meno della possibilità di utilizzare l'ordinamento valutario ai fini dell'applicazione delle imposte sui redditi finanziari di fonte estera. In mancanza di altri strumenti di controllo dei trasferimenti di capitale da e per l'estero, per i soggetti diversi dalle imprese, non tenuti a specifici obblighi contabili, si rese necessario introdurre un sistema di rilevazione per fini fiscali delle transazioni finanziarie con l'estero, ai fini dell'accertamento e della tassazione dei relativi redditi. Nel 1990 fu quindi introdotta una disciplina, detta di "monitoraggio fiscale", che impose obblighi di rilevazione e segnalazione al fisco dei trasferimenti da e per l'estero di denaro e strumenti finanziari effettuati da persone fisiche.

Così come i sistemi analoghi adottati in altri ordinamenti, nel tempo tale disciplina si è rivelata non del tutto efficace: l'inclusione di attività estere nei portafogli dei risparmiatori ha sempre tenuto conto delle scarse possibilità di accertamento dei redditi esteri da parte del fisco che, accompagnandosi ai regimi di esenzione da prelievi alla fonte nei paesi di residenza degli emittenti, hanno determinato un onere fiscale molto contenuto.

5.2 *Dalle ritenute alla fonte all'imposta sostitutiva: il decreto legislativo n. 239/1996.*

All'inizio degli anni novanta lo Stato, in qualità di emittente, si trovò a dover fronteggiare cambiamenti radicali (Giovannini, 1997; Scarpelli, 2001). Con la liberalizzazione dei movimenti di capitale il mercato finanziario italiano si apriva: diveniva possibile per i risparmiatori e gli intermediari residenti, almeno in via teorica, investire all'estero. Ciò significava, tra l'altro, che il costo del debito dipendeva sempre più dai mercati internazionali: lo Stato – che fino agli anni ottanta si era comportato prevalentemente come un soggetto *price-maker* – diveniva *price-taker*. E questo nello stesso momento in cui il debito esplodeva, sino a superare nel 1991 il 100 per cento del PIL. La crisi valutaria del 1992 rese la gestione del debito pubblico ancora più difficile, con lo *spread* tra i rendimenti del BUND e del BTP che superò i 700 *basis points*.

Al fine di minimizzare il costo del debito si cercò di aumentare la liquidità dei titoli di Stato.

Il primo intervento fu la creazione di un mercato secondario dei titoli pubblici nel 1988. Su tale mercato tuttavia sussistevano segmentazioni, dovute alle differenziazioni nella fiscalità (cfr. *supra*, par. 4.2 e 4.3): la disomogeneità di trattamento fiscale tra i vari operatori e tra i vari titoli comportava la frammentazione del mercato sia tra soggetti, sia tra strumenti⁶². Per quanto riguarda i primi, sul mercato erano presenti sia soggetti residenti tassati “a bilancio” (banche e altre società, che recuperavano la ritenuta, effettuata a titolo di acconto, solo in sede di dichiarazione annuale), sia soggetti non residenti (che potevano chiedere il rimborso della ritenuta), sia risparmiatori tassati con ritenuta alla fonte a titolo definitivo (privati e fondi comuni). Inoltre, le banche e le società erano tassate anche sugli eventuali *capital gains* ottenuti sul *trading* dei titoli, mentre i privati erano esenti da imposte su plusvalenze. Per quanto riguarda gli strumenti, poi, coesistevano sul mercato secondario titoli esenti e titoli tassati.

Le diverse caratteristiche fiscali comportavano difficoltà nella valutazione dei titoli. I rendimenti effettivi osservati sul mercato secondario convergevano a volte sui rendimenti teorici netti, a volte sui rendimenti teorici lordi, a seconda di quale operatore “marginale” prevalesse sul mercato: per ogni operatore e per ogni strumento si rilevavano infatti aliquote fiscali effettive diverse, con possibilità di arbitraggio (Di Majo, 1980; Penati, 1993; Codogno e Zorzi, 1996; Marseglia e Rizzo, 1997). Le frammentazioni fra titoli e operatori e le divergenze nella valutazione dei titoli diminuivano lo spessore, la liquidità e, in sintesi, l'efficienza del mercato.

L'esistenza di una ritenuta alla fonte rendeva poi difficoltoso lo sviluppo di prodotti finanziari innovativi quali il prestito titoli (Consiglio di Borsa, 1996) e il “*coupon stripping*”, che avrebbero potuto assicurare maggiore liquidità al mercato secondario (Caleffi e Pecchi, 1995).

La scarsa liquidità del mercato dei titoli di Stato era dovuta anche alla composizione della domanda. In particolare veniva evidenziata la scarsa presenza, tra i sottoscrittori dei titoli pubblici, dei non residenti⁶³, che all'inizio degli anni novanta detenevano il 5,6 per cento dei titoli di

⁶² Un altro motivo di frammentazione del mercato (e, quindi, di scarsa liquidità) era la mancanza di standardizzazione dei titoli in circolazione.

⁶³ La scarsità di una domanda di titoli dall'estero non significa che obbligazioni pubbliche italiane fossero assenti dai mercati esteri. Come si è visto *supra*, infatti, il Tesoro ha iniziato ad emettere titoli sull'euromercato nel 1984, divenendone presto uno dei principali *players*.

Stato (Scarpelli, 2001). Analisi delle scelte di portafoglio degli investitori esteri evidenziavano come la quota di titoli pubblici italiani fosse sottorappresentata, rispetto ai profili di rischio e rendimento di questa *asset-class*: la composizione effettiva dei portafogli degli investitori internazionali non rispecchiava, a discapito dei titoli di Stato italiani, le indicazioni provenienti da modelli basati sul CAPM (Drudi e Majnoni, 1993).

La variabile fiscale fu da subito individuata fra le determinanti di questa situazione: in particolare, più che il livello di imposizione, rilevavano le modalità di tassazione dei non residenti (cfr. *infra*, par. 5.2.1). Gli interessi percepiti da non residenti erano soggetti a ritenuta del 12,5 per cento; la ritenuta era poi rimborsata sulla base dei trattati contro le doppie imposizioni, ma l'inefficienza delle procedure amministrative, anche se velocizzate dal 1994, rendeva incerta e onerosa la restituzione del maggior onere fiscale, tanto che solo un terzo dei non residenti chiedeva il rimborso (Penati e Alworth, 1995). Dato che quest'ultimo avveniva 30-45 giorni dopo la scadenza della cedola, il ritardo medio nel rimborso della ritenuta subita dagli investitori era pari a circa quattro mesi (Caleffi e Pecchi, 1995).

Gli ostacoli richiamati si riflettevano anche sul costo del debito. I costi finanziari connessi con la procedura di rimborso si traducevano in un incremento dello *spread* richiesto sulle obbligazioni italiane. Dalle stime condotte in quel periodo emergeva che “fino a 100 punti base di rendimento sulle obbligazioni del Tesoro italiano” potevano dipendere dalla modalità di applicazione e rimborso della ritenuta (Giovannini e Piga, 1993)⁶⁴.

In altri termini, oltre a un premio per il rischio di cambio e uno per il rischio di *default*, i non residenti chiedevano un ulteriore *spread* per coprire i costi connessi con l'*an* e il *quantum* del rimborso della ritenuta. La rilevanza del problema era tale da indurre alcuni intermediari a proporre contratti che “coprissero” una quota del rischio connesso con il mancato rimborso del prelievo (Favero *et al.*, 1996).

Le analisi, anche se condotte con metodologie differenti, concludevano univocamente che un intervento sulla ritenuta effettuata ai

⁶⁴ Stime della componente fiscale dello *spread* richiesto sui titoli pubblici italiani sono effettuate anche da Codogno e Zorzi (1996), e Favero *et al.* (1996).

non residenti avrebbe contribuito ad attrarre investitori esteri sul mercato e a ridurre i rendimenti.

5.2.1 *L'evoluzione normativa*

Il principale limite del sistema delle ritenute alla fonte adottato per la tassazione dei redditi finanziari, in particolare degli interessi, con la riforma dei primi anni settanta, era rappresentato dal fatto che il prelievo, essendo applicato dall'emittente, colpiva indistintamente tutti i percettori, indipendentemente dalla natura degli stessi. Nell'organizzazione dei mercati finanziari molto spesso tra emittenti e sottoscrittori si interponeva un numero più o meno elevato di intermediari. Dal momento che l'emittente non conosceva, nella maggior parte dei casi, il beneficiario effettivo degli interessi o di altri proventi erogati, non era possibile prevedere modalità di tassazione differenziate in funzione del percettore.

Per le imprese, per le quali il prelievo alla fonte costituiva un acconto delle imposte sul reddito, il meccanismo delle ritenute poteva determinare – soprattutto se di ammontare rilevante, come nel caso delle banche – l'accumularsi di crediti di imposta, con effetti significativi in termini di oneri finanziari e conseguenti modifiche nelle strutture di bilancio (cfr. *infra*, par. 5.2.3). Le ritenute alla fonte rappresentavano un ostacolo significativo soprattutto rispetto al collocamento di strumenti finanziari italiani, in particolare titoli pubblici, presso gli investitori non residenti. Sebbene, infatti, tali investitori avessero spesso diritto al rimborso della ritenuta ai sensi delle convenzioni contro le doppie imposizioni stipulate dall'Italia con i rispettivi paesi di residenza, le difficoltà amministrative connesse con l'accertamento del periodo di possesso effettivo e della residenza e i tempi lunghi di rimborso scoraggiavano le richieste, rendendo spesso il prelievo un onere definitivo, con effetti negativi sulla domanda estera di titoli (Giovannini, 1996).

Nel 1991 si introdusse una **procedura manuale** per il rimborso delle ritenute sui titoli di Stato, con apposita modulistica, che consentì di superare le difficoltà di tipo documentale. Tuttavia, a causa della ricorrente carenza di fondi e dell'assenza di strutture dedicate nell'Amministrazione finanziaria permaneva un ritardo significativo nei tempi di rimborso (almeno cinque anni). Nel 1994 fu quindi implementata – sempre per i soli titoli di Stato – una **procedura automatizzata**, che consentì di ridurre notevolmente i tempi di restituzione delle somme, a circa 30-45 giorni dal pagamento degli interessi.

In ogni caso le procedure descritte operavano solo nei confronti degli investitori residenti in paesi con i quali l'Italia avesse stipulato una convenzione contro le doppie imposizioni che prevedesse l'azzeramento o la riduzione della ritenuta sui proventi dei titoli pubblici. Questa condizione si verificava per quasi tutti i paesi UE, mentre risultavano svantaggiati gli investitori residenti in alcuni importanti Stati extra-UE, per i quali la disciplina convenzionale non consentiva alcun rimborso, come gli Stati Uniti (ritenuta convenzionale: 15 per cento), o un rimborso molto contenuto, come il Giappone (ritenuta convenzionale: 10 per cento).

Un deciso cambiamento di rotta si ebbe con l'entrata in vigore, dal 1° gennaio 1997, del decreto legislativo n. 239/1996. In luogo della ritenuta alla fonte applicata dagli emittenti, il decreto introdusse un'imposta sostitutiva del 12,5 per cento sui proventi dei titoli pubblici e delle obbligazioni emesse dai cosiddetti "grandi emittenti" (banche, società quotate ed enti pubblici economici trasformati in società per azioni); il prelievo era effettuato dalle banche o da altri intermediari finanziari all'atto dell'erogazione dei proventi o del trasferimento dei titoli. L'applicazione del prelievo da parte dell'intermediario a diretto contatto con i beneficiari effettivi consentì di differenziare il regime fiscale dei proventi in base alla natura del percettore: persone fisiche, imprese, soggetti non residenti. Per le prime, l'imposta sostitutiva continuò sostanzialmente a rappresentare un prelievo definitivo, analogamente alla ritenuta alla fonte applicata in precedenza⁶⁵. Per le società fu eliminato il prelievo alla fonte, permettendo così di rimuovere una delle cause della formazione di crediti d'imposta (cfr. *infra*, par. 5.2.3). Si passò quindi da un regime in cui l'emittente applicava la ritenuta indistintamente a tutti i percettori a un sistema nel quale l'intermediario prelevava l'imposta sostitutiva solo su alcuni percettori; ciò era reso possibile dal fatto che l'intermediario, nella veste di *paying agent* a diretto contatto con il percettore, era in possesso di informazioni sulle caratteristiche fiscali del beneficiario effettivo. Il sistema del *paying agent* ha conosciuto una crescente diffusione anche in altri paesi ed è stato infine adottato in sede internazionale: la Direttiva UE sulla tassazione del risparmio, infatti, prevede che la ritenuta sugli interessi percepiti da non residenti sia effettuata proprio dagli intermediari incaricati del pagamento, sulla base della natura del percettore⁶⁶.

⁶⁵ Per i proventi conseguiti da una persona fisica nell'esercizio di impresa, l'imposta sostitutiva rappresentava un acconto dell'imposta personale sul reddito.

⁶⁶ Anche nell'ordinamento italiano il sistema dell'agente pagatore – introdotto con il decreto legislativo n. 239/1996 – non era del tutto sconosciuto. L'imposta sostitutiva ex d.lgs. n. 239/1996 (continua)

L'aspetto forse più significativo del provvedimento fu però l'introduzione di un regime di esenzione per tutti gli investitori esteri, con la sola eccezione di quelli residenti in paradisi fiscali o in paesi con i quali l'Italia non avesse stipulato una convenzione contro le doppie imposizioni che consentisse lo scambio di informazioni tra amministrazioni fiscali. A differenza delle procedure di rimborso dei primi anni novanta, l'esenzione si applicava anche quando non contemplata espressamente dalla convenzione; erano previsti soltanto specifici requisiti documentali⁶⁷. Come era avvenuto per altri paesi che in precedenza avevano introdotto analoghi regimi di esenzione, e come si vedrà meglio nel paragrafo seguente, la modifica contribuì in misura significativa al collocamento di quote crescenti delle nuove emissioni di titoli pubblici presso investitori non residenti, permettendo una sensibile riduzione del costo del debito.

Il decreto n. 239/1996 segnò un passaggio importante anche sotto il profilo delle modalità di accertamento e controllo dei redditi finanziari, dando inizio a un processo di "canalizzazione" del risparmio verso gli intermediari, ai quali venne attribuito un ruolo centrale nella gestione degli adempimenti fiscali. L'applicazione dell'imposta sostitutiva e dei connessi regimi di esonero (per le imprese) o di esenzione (per i non residenti) fu infatti subordinata al deposito dei titoli presso una banca o un altro degli intermediari finanziari residenti, designati dal fisco quali "incaricati del

non costituiva, infatti, il primo esempio di prelievo applicato a cura degli intermediari in luogo dell'emittente. Per i redditi di capitale di fonte estera sin dalla riforma del 1973 era stata introdotta la cosiddetta "ritenuta d'ingresso", un prelievo applicato a cura degli intermediari residenti che intervenivano nell'incasso dei proventi. Tuttavia, a differenza del sistema adottato nel 1996, era applicata nei confronti di tutti i percettori, senza distinzione alcuna tra le persone fisiche, per le quali costituiva un prelievo definitivo, e le imprese, per le quali si trattava invece di un mero acconto dell'imposta sul reddito (Ancidoni *et al.*, 1987; Capomassi *et al.*, 1989). Ancora prima, la legge n. 1745/1962 aveva introdotto l'obbligo, per le banche che intervenissero nel pagamento di dividendi di fonte estera, di effettuare su tali redditi un prelievo del 15 per cento a titolo d'acconto.

⁶⁷ Per poter beneficiare dell'esenzione, i soggetti non residenti erano tenuti a fornire al fisco (per il tramite degli intermediari) i propri dati identificativi, unitamente ad un certificato di residenza, con validità annuale, rilasciato dall'autorità fiscale del proprio paese di origine. Nel corso degli ultimi anni, i requisiti sostanziali e documentali per l'esenzione dei non residenti sono stati gradualmente ridotti, ampliando la platea dei soggetti interessati. In particolare, nel 1997 l'esenzione è stata riconosciuta agli enti sovranazionali. Dal 2001 è stata estesa alle banche centrali dei paesi con i quali non fossero in vigore convenzioni internazionali contro le doppie imposizioni. Dal 1° gennaio 2002 hanno avuto accesso diretto al regime di esenzione tutti gli investitori istituzionali esteri, anche privi di un'autonoma soggettività tributaria (ad esempio, i fondi pensione), purché costituiti in paesi, diversi dai paradisi fiscali, che consentissero un adeguato scambio di informazioni tra amministrazioni fiscali. Dal 2004 una ulteriore semplificazione ha eliminato per tutte le categorie di investitori la condizione della residenza in un paese diverso dai paradisi fiscali, lasciando come unico requisito quello della residenza in un paese che consenta un adeguato scambio di informazioni tra amministrazioni fiscali.

versamento” dell’imposta e degli altri adempimenti⁶⁸. L’intervento degli intermediari consentì di applicare il prelievo sulla sola quota di proventi maturata nell’effettivo periodo di possesso da parte del beneficiario anziché sull’intera cedola. Inoltre, al fine di prevenire potenziali fenomeni di “esterovestizione” da parte di residenti, fu introdotto a carico degli intermediari l’obbligo di effettuare in via telematica segnalazioni nominative periodiche all’Amministrazione finanziaria per i proventi erogati a soggetti non residenti in regime di esenzione.

5.2.2 *Gli effetti sul mercato dei titoli pubblici*

La riforma introdotta con il d.lgs. 239/1996 intervenne con successo sui problemi evidenziati in precedenza.

Le contrattazioni sul mercato secondario non si svolsero più “al netto”, ma “al lordo”, con maggiore trasparenza e maggiore confrontabilità dei rendimenti dei vari titoli⁶⁹.

Fu eliminato un vincolo (la ritenuta) all’innovazione finanziaria, permettendo, tra l’altro, la creazione del mercato del *coupon stripping* dei BTP, avviato a metà del 1998.

Con riferimento allo *spread*, una riduzione si ebbe già al momento dell’annuncio della riforma: i *rumors* su una riforma allo studio contribuirono, a maggio 1995, a far scendere il differenziale BTP-BUND sotto i 600 punti base, sui quali si era attestato a fine 1994 (Flaminio, 1995). Anche l’iter parlamentare influì sulle aspettative degli operatori e, conseguentemente, sull’ampiezza del premio “fiscale”: a dicembre 1995, lo *spread* si ridusse di altri 20 punti base, grazie all’approvazione di un emendamento che estendeva l’esenzione non solo ai soggetti esteri residenti in paesi che già prevedevano una ritenuta sugli interessi pari a zero, ma anche a quelli di altri paesi (come USA e Giappone) diversi dai “paradisi fiscali” (Olivieri, 1995).

Anche la domanda da parte dei non residenti seguì l’evolversi della normativa. Un’analisi può essere condotta sulla base dei conti finanziari,

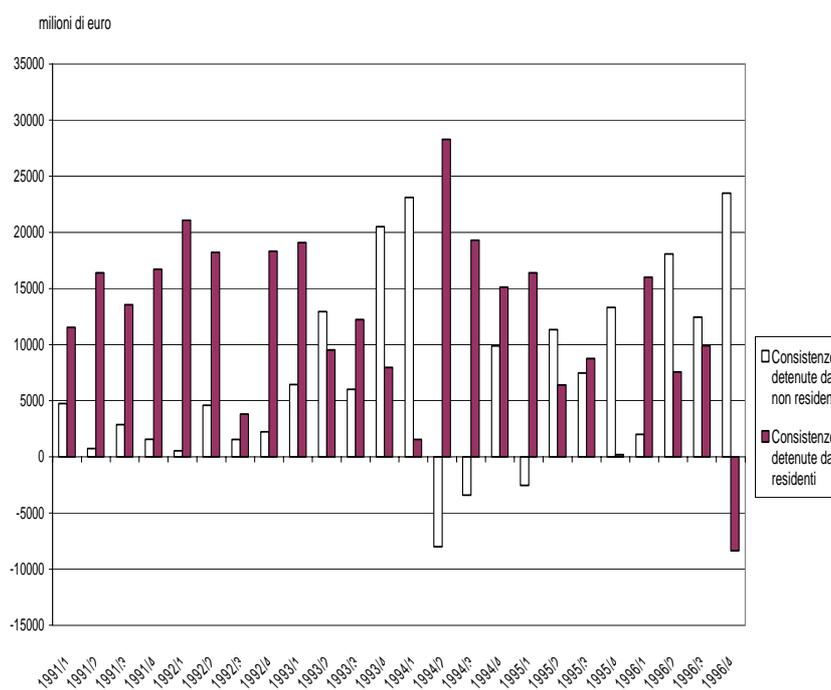
⁶⁸ Nel caso in cui i titoli fossero depositati presso un intermediario non residente, l’esenzione da imposta sostitutiva era condizionata all’intervento di un intermediario residente (cosiddetto “di secondo livello”).

⁶⁹ Il passaggio ad un sistema di negoziazione “al lordo”, in linea con quanto già avveniva nei mercati esteri ed internazionali più avanzati, interessò anche i titoli obbligazionari privati dei cosiddetti “grandi emittenti” (banche, società quotate, ecc.).

tenendo conto sia delle variazioni trimestrali delle attività finanziarie detenute dal settore “resto del mondo”, sia della ripartizione, anno per anno, delle consistenze.

Fig. 1

Variazioni delle consistenze dei titoli di Stato (dati trimestrali 1991 – 1996)



Fonte: Banca d'Italia, Base informativa pubblica, conti finanziari

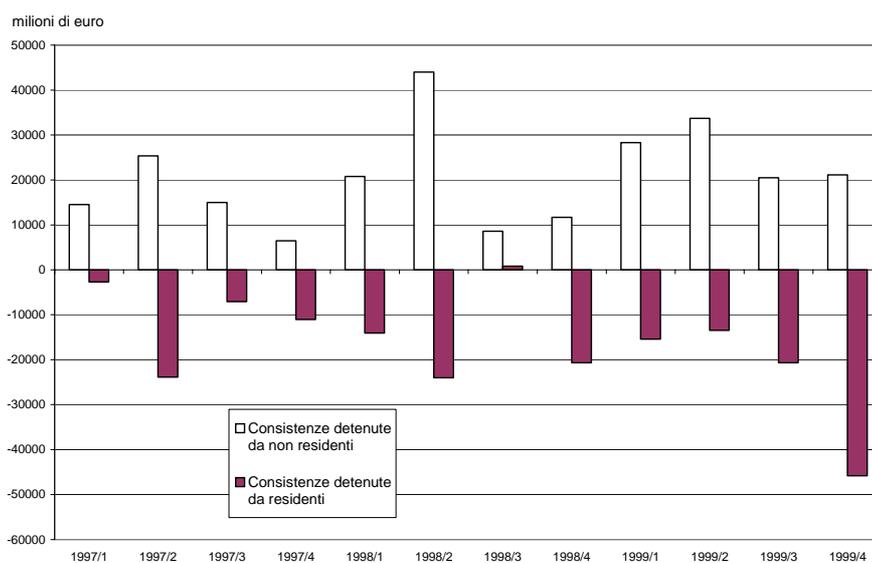
Per le variazioni sono stati esaminati i dati trimestrali riferiti al periodo 1991-99, a partire quindi dalla liberalizzazione dei movimenti di capitale e fino all'adesione all'UME, confrontandoli con le variazioni dei settori “interni”. Nella figura 1 è riportato l'andamento dei due aggregati nel periodo precedente l'entrata in vigore del d.lgs. 239/1996. Dal 1991 al 1993 l'ammontare degli investimenti netti provenienti dall'estero è di scarsa importanza, benché sempre positivo: un “picco” si avverte a fine 1993, in coincidenza con l'avvio della procedura di rimborso accelerato. La crescita degli investimenti esteri si interrompe però già nel secondo trimestre del 1994, forse perché gli operatori non residenti iniziano a

valutare come non del tutto soddisfacenti gli esiti della nuova procedura di rimborso. L'interesse invece si ravviva a partire dal secondo trimestre del 1995, in seguito alla diffusione delle prime voci sull'esenzione da ritenuta per i non residenti: anche il risultato poco brillante del primo trimestre del 1996 può essere spiegato dalle incertezze sull'effettiva entrata in vigore della riforma (Bufacchi, 1996). A partire dal trimestre successivo, con l'approvazione del decreto legislativo 239/1996, gli investimenti netti provenienti dall'estero sono sempre positivi. Questo *trend* prosegue dopo l'entrata in vigore del d.lgs. 239/1996 (cfr. fig. 2): dal 1997 al 1999 gli "investimenti netti" del resto del mondo sono sempre positivi, in controtendenza rispetto a quelli del comparto interno.

Fig. 2

Variatione delle consistenze dei titoli di Stato

(dati trimestrali 1997-99)

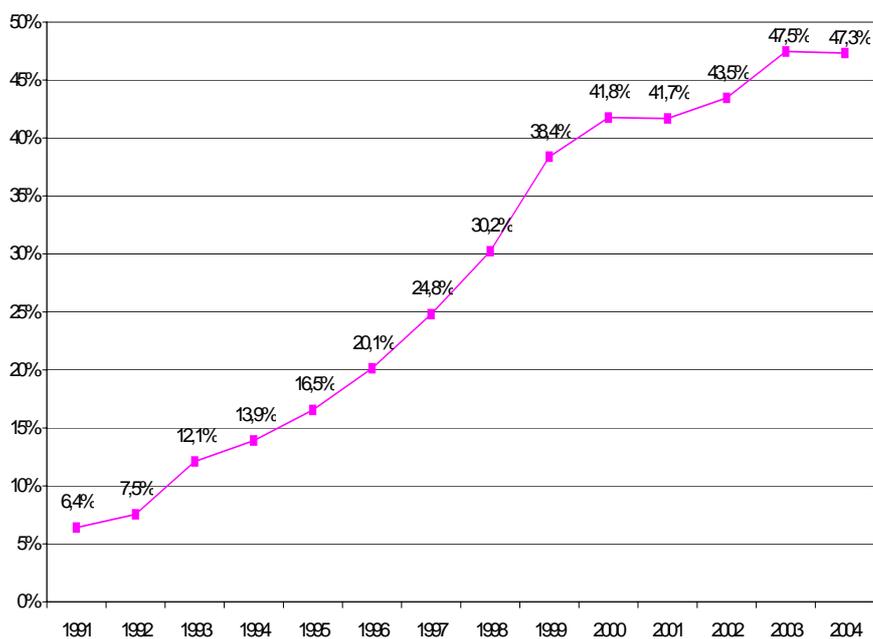


Fonte: Banca d'Italia, Base informativa pubblica, conti finanziari

Anche l'esame della composizione della domanda mostra come sia cresciuto l'interesse degli investitori non residenti per il mercato dei titoli pubblici italiani. Dai conti finanziari si evince come la quota di titoli di Stato detenuta dal "resto del mondo" sia passata dal 6,4 per cento del 1991

al 47,3 per cento nel 2004 (cfr. fig. 3): in poco più di un decennio i non residenti sono divenuti i più importanti investitori in titoli di Stato italiani.

Alla luce degli elementi richiamati l'introduzione del d.lgs. 239/1996 può essere individuata come uno dei fattori che hanno contribuito alla riduzione del costo del debito pubblico. La variabile fiscale, infatti, influenzando sulla composizione della domanda di titoli e contribuendo a ridurre la segmentazione del mercato, ha concorso allo sviluppo del mercato italiano dei titoli di Stato: quest'ultimo è divenuto uno dei più importanti del mondo grazie all'elevata liquidità dei titoli oggetto di contrattazione, dovuta a "molteplici fattori connessi all'efficienza dei mercati primario e secondario nonché all'evoluzione nella composizione della domanda" (Scarpelli, 2001).

Fig. 3**Quota dei titoli di Stato detenuta da non residenti**

Fonte: Banca d'Italia, Base informativa pubblica, conti finanziari

5.2.3 *Gli effetti della tassazione sull'attivo e sul passivo delle banche*

Gli effetti della variabile fiscale sul settore creditizio sono stati molteplici e si prestano a diverse chiavi di lettura; sia la tassazione esplicita, sia la tassazione implicita hanno contribuito a modellare il sistema creditizio⁷⁰.

In questa sede il *focus* si concentrerà sulle modifiche dell'attivo e del passivo delle banche dovute a variazioni della fiscalità degli strumenti finanziari. In particolare, si esamineranno, dal lato degli impieghi, gli effetti della ritenuta d'acconto sui depositi interbancari e sui titoli pubblici e, dal lato della raccolta, le conseguenze dell'aumento della ritenuta sui CD.

La ritenuta d'acconto sui depositi interbancari e sui titoli pubblici

Dal 1973 le banche sono tenute a effettuare una ritenuta sugli interessi corrisposti sui depositi; il prelievo è a titolo definitivo nei confronti di persone fisiche e a titolo di acconto per le imprese. Fino al 1992, si applicava anche agli interessi da depositi interbancari.

L'esistenza di questa ritenuta d'acconto contribuì, sin dagli anni settanta, all'accumularsi di un ingente ammontare di crediti d'imposta delle banche verso l'Erario. Tali crediti non trovavano "capienza" nell'Irpeg dovuta dalle banche, perché il debito d'imposta, grazie anche alla presenza di ricavi esenti, risultava inferiore alle imposte prelevate a titolo di acconto.

La quota del credito eccedente il debito Irpeg non poteva essere compensata con altre imposte, ma era rimborsata dall'Erario in tempi molto lunghi, con una remunerazione inferiore a quella di mercato e conseguenti oneri finanziari impliciti per le banche. Solo a partire dal 1988 fu introdotta la possibilità di scegliere tra il rimborso dei crediti e la loro compensazione con le imposte degli anni successivi.

Il costo implicito dei crediti d'imposta per l'impresa bancaria che prestava i fondi si rifletteva sul funzionamento del mercato interbancario, non solo in termini di liquidità ed efficienza, ma anche con riferimento alle scelte delle modalità d'impiego dei fondi: dato che il rendimento complessivo di ogni operazione doveva tenere conto anche dei crediti d'imposta, era preferita la forma del deposito a vista, che comportava la

⁷⁰ Per un'approfondita disamina di questi aspetti Ciocca (2000).

formazione di minori crediti d'imposta, poiché l'accredito degli interessi avveniva solo una volta all'anno; si cercava invece di evitare depositi vincolati o a tempo, sui quali gli interessi erano corrisposti alla scadenza del deposito stesso⁷¹.

L'accumularsi dei crediti d'imposta determinò una modifica negli attivi delle banche: rispetto ai fondi intermediati la quota dei depositi interbancari diminuì a partire dal 1988, in corrispondenza dell'aumento dell'aliquota di ritenuta dal 25 per cento al 30 per cento, che si tradusse nella formazione di maggiori crediti d'imposta e, di conseguenza, nella diminuzione della redditività dell'impiego dei fondi sul mercato interbancario. L'esenzione da ritenuta per i rapporti con banche estere e la liberalizzazione valutaria determinarono, a partire dal 1990, un incremento dell'attività delle banche italiane sul segmento interbancario dell'euromercato, sottraendo fondi al mercato interno.

Il fenomeno dei crediti d'imposta fu aggravato dall'introduzione, nel 1986, della ritenuta sui titoli pubblici. Anche sul rendimento effettivo dell'investimento in titoli di Stato pesavano dunque gli oneri finanziari connessi con il formarsi dei crediti.

Sotto il profilo quantitativo, già all'inizio degli anni ottanta si parlava di "migliaia di miliardi" di crediti d'imposta a favore delle banche dovuti al meccanismo della ritenuta d'acconto sugli interessi (Di Majo, 1980). I rimborsi maturati fino al 1983 furono consolidati: in cambio dei crediti d'imposta furono attribuiti alle banche titoli di Stato per 5.000 miliardi (Ceriani e Ferri, 1991). Ma l'importo dei crediti riprese a crescere: quelli formati tra il 1984 e il 1986 erano pari a circa 2.900 miliardi; raggiunsero gli 11.500 miliardi di lire alla fine del 1991; a partire dal 1989 più della metà dei crediti era riconducibile alle ritenute su titoli (Ceriani *et al.* 1992a).

Nel complesso le ritenute sui titoli e sui depositi interbancari comportarono un processo di riallocazione dei portafogli delle banche tra la fine degli anni ottanta e l'inizio degli anni novanta, consistente nella riduzione dei prestiti sull'interbancario, nella diminuzione della quota dei titoli in portafoglio e nello spostamento della funzione di offerta degli impieghi, con effetti di compressione dei tassi praticati sui prestiti.

⁷¹ Anche la banca debitrice sopportava un onere finanziario: il prelievo sui depositi determinava maggiori versamenti in acconto in relazione alle ritenute operate nell'anno, versamenti che potevano essere recuperati solo successivamente, al momento della liquidazione del saldo (Ceriani e Ferri, 1991).

I problemi creati dai crediti d'imposta furono risolti con diversi interventi. Dapprima, nel 1992, si abolì la ritenuta sugli interessi da depositi interbancari⁷² e si concesse alle banche, come alle altre imprese, di compensare i crediti Irpeg con i versamenti Ilor. Successivamente, nel 1997, con il d.lgs. 239/1996 le banche furono annoverate tra i soggetti "lordisti", ai quali non si applicavano le ritenute sui titoli di Stato e sulle altre obbligazioni emesse dai cosiddetti "grandi emittenti". Infine, nel 1998 fu introdotta la possibilità di compensare "orizzontalmente" i crediti e i debiti derivanti da imposte e contributi.

Le componenti della raccolta bancaria: il passaggio dai certificati di deposito alle obbligazioni

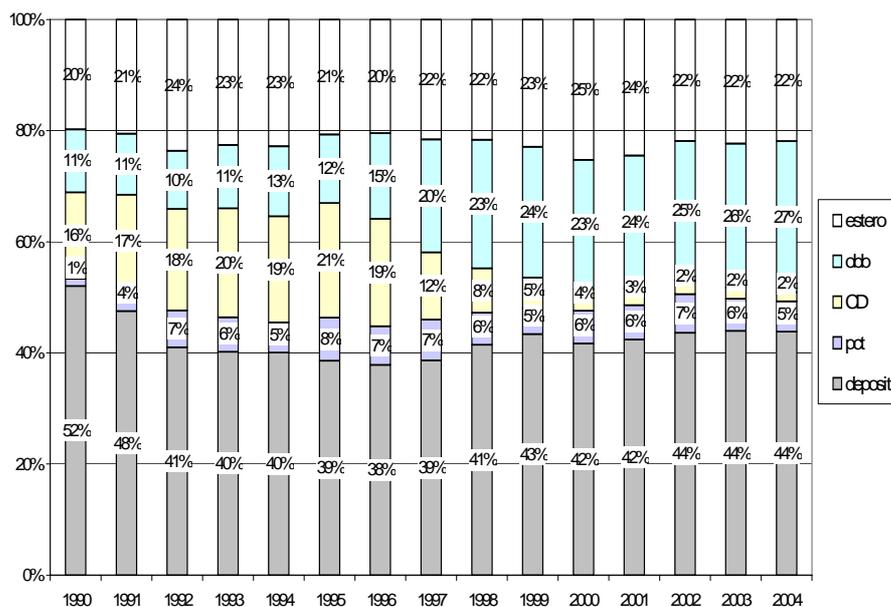
In un decennio contraddistinto da una rinnovata enfasi sulla neutralità della tassazione rispetto ai mercati finanziari, esemplare appare il caso dei CD, rapidamente sostituiti dalle obbligazioni quale componente di rilievo della raccolta bancaria a seguito di una modifica fiscale, dopo avere conosciuto uno sviluppo esponenziale nel corso degli anni ottanta e dei primi anni novanta proprio grazie a un favorevole regime di tassazione (cfr. *supra*, par. 4.1; Focarelli e Tedeschi, 1993).

All'inizio degli anni novanta la raccolta delle banche era composta per più del 15 per cento da CD (cfr. fig. 4). Il processo di espansione dei CD continuò nella prima metà degli anni novanta: nel 1995 costituivano una quota della raccolta pari a quella sull'estero (21 per cento), con i depositi scesi sotto il 40 per cento e le obbligazioni e i pronti contro termine che coprivano il rimanente 20 per cento; nella prima metà degli anni novanta la raccolta effettuata con i CD fu sempre superiore a quella derivante dalle obbligazioni (cfr. fig. 5); le emissioni di CD con durata superiore a 18 mesi erano costantemente maggiori di quelli a breve (cfr. fig. 6).

⁷² L'eliminazione della ritenuta sull'interbancario abbreviò sensibilmente per gli intermediari i tempi di recupero delle ritenute sugli interessi dei titoli di Stato, che non si cumulavano più con quelle sugli interessi da depositi, ed un conseguente maggior rendimento al netto degli oneri finanziari connessi con lo stesso recupero del prelievo alla fonte. Sul punto, cfr.: Ceriani e Ferri (1991); Di Giovanni e Varisco (1992).

Fig. 4

Composizione della raccolta delle banche (consistenze di fine periodo)



Fonte: Banca d'Italia, Base informativa pubblica, Istituzioni finanziarie e monetarie: banche e Fondi comuni monetari.

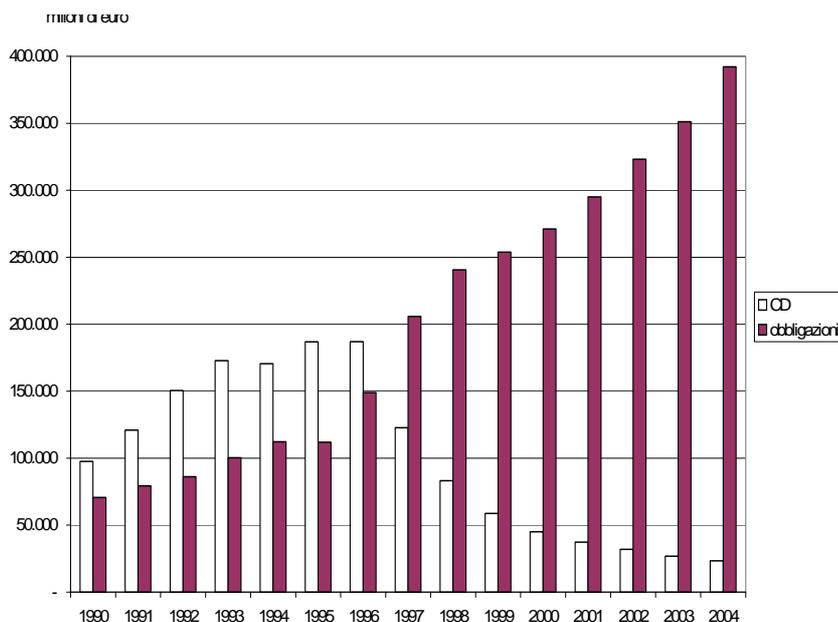
A metà del 1996, nell'ambito della cosiddetta "Manovrina Prodi"⁷³, fu deciso di unificare il trattamento fiscale della raccolta tramite CD e quello della raccolta tramite depositi, fissando per entrambi l'aliquota al 27 per cento; per le obbligazioni invece la ritenuta rimase invariata al 12,5 per cento. Pochi mesi dopo la Banca d'Italia modificò la normativa secondaria sulle obbligazioni bancarie, ampliando notevolmente le possibilità di ricorso a questa tipologia di strumento⁷⁴.

⁷³ DL. 20 giugno 1996, n. 323, convertito dalla legge 8 agosto 1996, n. 425. Con tale provvedimento l'aliquota di ritenuta sulle diverse forme di raccolta bancaria venne unificata al 27 per cento indipendentemente dalla durata; fu inoltre eliminata l'assimilazione alle obbligazioni dei CD con scadenza superiore ai 18 mesi.

⁷⁴ In particolare, si consentì a tutte le banche di emettere obbligazioni con taglio minimo di 5 milioni di lire, purché con "caratteristiche di mercato" (emissioni di importo complessivo non inferiore a 300 miliardi di lire o aventi i requisiti per la quotazione); negli altri casi, il taglio minimo fu (continua)

Fig. 5

CD e obbligazioni: consistenze di fine esercizio



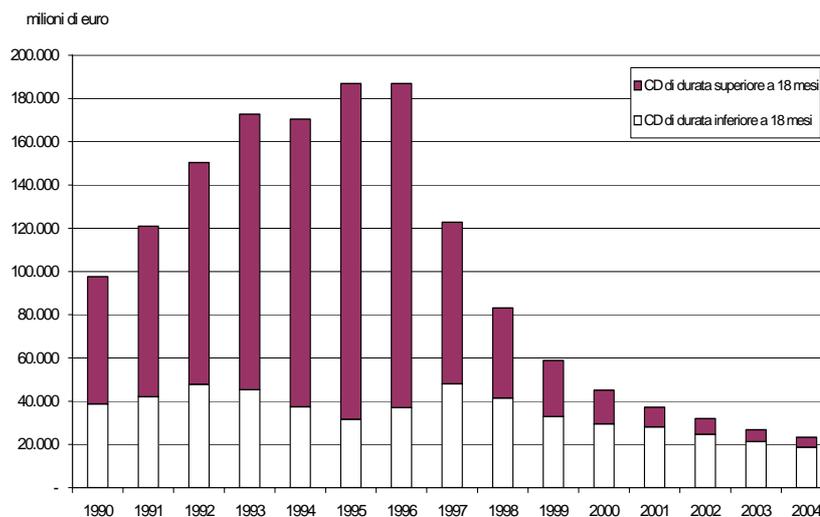
Fonte: Banca d'Italia, Base informativa pubblica, Istituzioni finanziarie e monetarie: banche e Fondi comuni monetari.

L'effetto sulla raccolta delle banche fu immediato. Nel breve periodo, il provvedimento determinò una leggera ripresa dei CD a breve termine, la cui aliquota di ritenuta era scesa dal 30 al 27 per cento; a fine 1997 la consistenza dei CD con durata superiore a 12 mesi era meno della metà di quella esistente un anno prima (cfr. fig. 6); le obbligazioni, per la prima volta, superavano i CD (fig. 5). Il *trend* si è rafforzato negli anni successivi (cfr. fig. 4): alla fine del 2004 le obbligazioni sono ormai pari a più di un quarto dei fondi raccolti, mentre i CD rappresentano circa il 2 per cento della raccolta, dieci volte meno che nel 1995; di questi, la componente a medio lungo termine è quasi del tutto scomparsa (cfr. fig. 6).

abbassato da 100 a 20 milioni. Le obbligazioni potevano avere durata originaria anche inferiore a tre anni, ma la durata media non doveva scendere al di sotto dei 24 mesi. L'eventuale facoltà di rimborso anticipato doveva essere specificamente prevista nel regolamento del prestito e non poteva essere esercitata prima di 18 mesi dall'emissione.

Fig. 6

CD e obbligazioni: consistenze di fine esercizio



Fonte: Banca d'Italia, Base informativa pubblica, Istituzioni finanziarie e monetarie: banche e Fondi comuni monetari.

5.3 La riforma "Visco": una tassazione onnicomprensiva

5.3.1 I tratti salienti della riforma

Il decreto legislativo 21 novembre 1997, n. 461 – emanato nell'ambito di un più ampio disegno riformatore che ha investito molti aspetti del sistema fiscale – ha realizzato un riordino complessivo del trattamento tributario dei redditi da risparmio, rimasto sostanzialmente invariato, nella sua impostazione di fondo, dalla riforma dei primi anni settanta⁷⁵.

I principi ispiratori del disegno di riforma fiscale sono stati la neutralità e la semplicità dell'imposizione. A tal fine, è stata istituita per la

⁷⁵ Sul riordino del regime fiscale della finanza realizzato con la riforma "Visco", cfr. Ciocca (1998a), Ciocca (1998b) e Guerra (1998).

prima volta una tassazione generalizzata sui redditi da attività finanziarie, ricomprendendo nell'alveo impositivo, oltre ai redditi di capitale (ricondotti, come in precedenza, alla nozione civilistica di "frutti", ossia di proventi non aleatori derivanti da un impiego di capitale), tutte le plusvalenze finanziarie (inquadrate come proventi che, pur derivando da un impiego di capitale, sono incerti sia nel *quantum* che nell'esistenza). A differenza del precedente regime (cfr. riquadro 5.1), nell'alveo impositivo sono state ricomprese non soltanto le plusvalenze su partecipazioni azionarie, ma anche i *capital gains* su obbligazioni e i proventi derivanti da valute, metalli preziosi e strumenti finanziari derivati⁷⁶. Sono state altresì introdotte norme di chiusura volte a evitare forme di elusione o di arbitraggio e a ricondurre a tassazione i proventi per i quali non sia prevista una specifica disciplina.

Le aliquote di prelievo sugli interessi sono state accorpate su due livelli: 12,5 per cento per i titoli di Stato e le altre obbligazioni e per le cambiali finanziarie; 27 per cento per i depositi e conti correnti bancari e postali, i CD, le obbligazioni con durata inferiore ai 18 mesi, le accettazioni bancarie, i titoli atipici. In prospettiva, si prevedeva l'unificazione delle aliquote.

È stata semplificata la tassazione dei dividendi, attraverso l'abolizione della ritenuta d'acconto del 10 per cento applicata nei confronti di tutti gli investitori. Per le persone fisiche residenti è stata confermata la tassazione progressiva con credito d'imposta; in alternativa, è stata riconosciuta la possibilità di optare per una ritenuta definitiva del 12,5 per cento, limitatamente però ai dividendi su partecipazioni non qualificate. Per le imprese, l'imposizione dei dividendi è rimasta invariata, fatta eccezione per l'abolizione della ritenuta d'acconto⁷⁷.

La tassazione delle plusvalenze è stata realizzata attraverso l'introduzione di un'imposta proporzionale, sostitutiva dell'imposta personale sul reddito e applicabile in via ordinaria con l'aliquota del 12,5 per cento. Per le sole plusvalenze su partecipazioni qualificate è stata prevista l'aliquota più elevata del 27 per cento.

⁷⁶ In precedenza, i proventi degli strumenti finanziari derivati erano tassati in casi molto limitati (ad esempio, quelli dei *financial futures*), soprattutto a causa della difficoltà ad essere ricondotti a categorie espressamente disciplinate.

⁷⁷ Per gli investitori non residenti, la misura della ritenuta alla fonte è stata ridotta dal 32,4 per cento al 27 per cento (12,5 per cento per le azioni di risparmio) ed è stata introdotta una procedura che consente la diretta applicazione del prelievo nella misura più bassa eventualmente prevista dai trattati internazionali contro le doppie imposizioni.

Riquadro 5.1

La tassazione delle plusvalenze negli anni novanta

Come già ricordato (cfr. supra, par. 2.2.3 e 3.1), sia nel regime antecedente sia in quello successivo alla riforma tributaria del 1973, le plusvalenze finanziarie realizzate da persone fisiche erano tassate solo in presenza del cosiddetto "intento speculativo". Una presunzione assoluta di intento speculativo, che comportava la tassazione in Irpef, era stata introdotta solo a seguito della fase espansiva attraversata dal mercato azionario nel periodo 1985-86⁷⁸, con riferimento a fattispecie molto limitate (partecipazioni societarie di ammontare rilevante possedute per meno di cinque anni). Subito dopo, con il Testo unico delle imposte dirette del 1986 la casistica delle plusvalenze imponibili divenne tassativa e venne eliminato il criterio dell'intento speculativo.

Occorrerà attendere i primi anni novanta per una tassazione generalizzata delle plusvalenze su azioni e altre partecipazioni conseguite al di fuori dell'esercizio d'impresa⁷⁹. La tassazione si applicava secondo due possibili regimi: nel regime ordinario, obbligatorio per le plusvalenze su partecipazioni qualificate⁸⁰, le plusvalenze realizzate erano determinate analiticamente come differenza tra il prezzo di cessione delle partecipazioni e il costo di acquisto rivalutato sulla base del tasso di inflazione effettivo; la tassazione (del 25 per cento) era quindi applicata sulle plusvalenze al netto di eventuali minusvalenze⁸¹ e liquidata dal contribuente in sede di dichiarazione annuale. Nel regime forfetario – applicabile solo per le cessioni di partecipazioni non qualificate effettuate attraverso intermediari – si operava invece una ritenuta del 15 per cento su una plusvalenza teorica calcolata sulla base del prezzo di vendita attraverso appositi coefficienti presuntivi. In quest'ultimo caso il prelievo si traduceva, nella sostanza, in una forma di imposizione patrimoniale o di tassa sulle transazioni, con un'incidenza compresa fra lo 0,3 e l'1,05 per cento del valore di cessione.

segue

⁷⁸ L'aumento dei corsi azionari del periodo 1985-86 fu ascrivibile all'effetto congiunto dello scarso spessore della Borsa Italiana e del mutamento strutturale derivante dall'introduzione dei fondi comuni di investimento. Sul punto, cfr. Sartor (1993).

⁷⁹ Da tale disciplina erano in ogni caso escluse le plusvalenze su titoli obbligazionari e su quote di fondi comuni.

⁸⁰ Erano considerate partecipazioni qualificate quelle superiori al 2, 5 e 15 per cento del capitale, a seconda che si trattasse, rispettivamente, di azioni quotate in Borsa, altre azioni o partecipazioni non azionarie.

⁸¹ Era consentito il riporto in avanti per cinque anni delle eventuali minusvalenze eccedenti.

segue Riquadro 5.1

Nelle intenzioni dell'Esecutivo, tali sistemi di tassazione delle plusvalenze erano transitori, essendo finalizzati a ridurre – in attesa del riordino integrale del regime tributario dei redditi finanziari da attuare entro il 1992⁸² – le possibilità di elusione delle imposte attraverso la trasformazione dei redditi di capitale in plusvalenze. Anche a seguito della mancata revisione normativa di cui si è detto, su pressione degli operatori l'imposizione sulle plusvalenze derivanti da cessione di partecipazioni non qualificate in società quotate fu sospesa dal 10 novembre 1992.

Dopo tale modifica, e fino alla riforma Visco del 1997-98, restarono quindi soggette a tassazione esclusivamente le plusvalenze su partecipazioni qualificate e quelle su azioni e altre partecipazioni non quotate.

Nella determinazione delle plusvalenze tassabili la scelta del legislatore è stata quella – pressoché unica nel panorama internazionale – di adottare il principio del “maturato”: la tassazione colpisce cioè le plusvalenze maturate nel periodo d'imposta, valutate secondo il criterio del *mark to market*. Questa scelta rispondeva alla volontà di evitare il cosiddetto effetto di “*lock-in*”, ossia l'effetto di rinvio del disinvestimento connesso all'applicazione del prelievo all'atto del realizzo. La tassazione sul maturato neutralizza infatti il beneficio finanziario derivante dal rinvio della tassazione (*tax deferral*).

Per l'applicazione del prelievo, al contribuente è stata data facoltà di scelta fra tre distinti regimi impositivi (salvo casi specifici, come quelli delle plusvalenze su partecipazioni qualificate e su valute, obbligatoriamente tassate secondo il regime della dichiarazione; cfr. riquadro 5.2)⁸³:

⁸² Il riordino avrebbe dovuto essere attuato sulla base della delega contenuta nella legge n. 408/1990, che non venne però mai esercitata.

⁸³ Sui regimi di tassazione delle plusvalenze introdotti dalla riforma “Visco” si vedano: Ancidoni (1999); Hamauì e Quarantini (1998).

Riquadro 5.2**I regimi impositivi delle attività finanziarie nella riforma “Visco”**

I tre regimi impositivi delle attività finanziarie introdotti dalla riforma “Visco” si distinguono soprattutto per la diversa tassazione delle plusvalenze e per i diversi compiti affidati agli intermediari.

*Il principio del maturato ha trovato la sua piena e diretta realizzazione nel regime del **risparmio gestito**, riservato alle gestioni individuali di portafoglio e del tutto allineato con il nuovo sistema di tassazione dei fondi comuni di investimento mobiliare (cfr. infra, riquadro 5.3). In tale regime l'imposta sostitutiva viene applicata annualmente con l'aliquota del 12,5 per cento sul “risultato netto di gestione”, determinato come differenza tra il valore del patrimonio gestito alla fine di ciascun anno solare, al lordo dell'imposta sostitutiva, e il valore del patrimonio stesso all'inizio dell'anno solare⁸⁴. Tenuto conto dell'inclusione dei redditi di capitale nel risultato netto di gestione, è stata prevista la disapplicazione dei prelievi alla fonte su alcuni proventi afferenti alle gestioni⁸⁵.*

*In alternativa al regime del risparmio gestito, i contribuenti possono optare, nel caso di risparmio affidato in custodia, amministrazione o deposito a intermediari finanziari (banche, Sim o altri soggetti autorizzati), per il regime del **risparmio amministrato**, nel quale la tassazione è applicata, sempre a cura degli intermediari, sulle singole plusvalenze all'atto del realizzo nonché sui redditi di capitale (dividendi e interessi) all'atto della percezione.*

*Infine, nel **regime della dichiarazione** i risparmiatori provvedono autonomamente allo svolgimento degli adempimenti fiscali relativi alle plusvalenze realizzate nell'anno, indicandone l'ammontare nella propria dichiarazione dei redditi e applicando il prelievo sostitutivo.*

A differenza del regime del risparmio gestito, nel quale la particolare modalità di calcolo del risultato di gestione permette la compensazione di eventuali minusvalenze o perdite sia con plusvalenze che con redditi di capitale (dividendi e interessi), nei regimi della dichiarazione e del risparmio amministrato le minusvalenze (realizzate nello stesso anno e nei quattro precedenti) possono essere compensate soltanto con plusvalenze, ma non con redditi di capitale⁸⁶.

⁸⁴ Tale importo deve essere aumentato dei prelievi e diminuito dei conferimenti effettuati nell'anno nonché dei redditi esenti, tassati alla fonte (ad esempio, i proventi derivanti da OICVM di diritto italiano soggetti a imposta sostitutiva, cfr. infra) o per i quali sussista l'obbligo di tassazione in dichiarazione annuale (ad esempio, dividendi o plusvalenze su partecipazioni qualificate). Nel caso in cui il risultato di gestione sia negativo, è ammesso il riporto in avanti, in diminuzione del risultato di gestione degli anni successivi, ma non oltre il quarto.

⁸⁵ In particolare, non si applicano: l'imposta sostitutiva sugli interessi obbligazionari pubblici e privati; la “ritenuta d'ingresso” sui proventi dei titoli emessi all'estero; quella sui dividendi e quella sugli interessi da depositi e conti correnti bancari e postali (a condizione che la giacenza media di questi ultimi non sia superiore al 5 per cento dell'attivo medio gestito).

⁸⁶ Mentre nel regime della dichiarazione la compensazione si estende a tutte le plusvalenze e minusvalenze, anche se realizzate presso intermediari diversi, nel regime del risparmio amministrato essa ricomprende soltanto i guadagni e le perdite di capitale realizzate presso il singolo intermediario che gestisce il rapporto.

Al fine di dare piena attuazione al principio del maturato nella tassazione delle plusvalenze, eliminando l'effetto di *tax deferral* nei casi in cui il prelievo viene applicato all'atto del realizzo (regimi della dichiarazione e del risparmio amministrato), era stato previsto dalla riforma un apposito meccanismo di rettifica, il cosiddetto "equalizzatore", che consentiva di rendere equivalente la tassazione in base al realizzo, propria dei regimi in questione, con la tassazione in base alla maturazione, propria del risparmio gestito. Tuttavia, tale meccanismo, adottato solo nel 2000, è stato abrogato nel 2001⁸⁷. Di conseguenza, il principio del maturato trova ora applicazione solo per le gestioni individuali e i fondi di diritto italiano; negli altri casi (regimi della dichiarazione e del risparmio amministrato; fondi di diritto estero) le plusvalenze sono invece tassate al realizzo. L'assenza dell'equalizzatore – previsto dalla riforma, ma abrogato successivamente – e la presenza di due aliquote di tassazione – delle quali, come ricordato in precedenza, era prevista l'unificazione – costituiscono i principali motivi di distorsione presenti nel sistema di tassazione disegnato dalla riforma "Visco" (Alworth *et al.*, 2003).

Nell'ambito della riforma è stato altresì rivisto completamente il regime di tassazione degli organismi di investimento collettivo del risparmio di diritto italiano e dei fondi cosiddetti ex-lussemburghesi⁸⁸. In luogo della precedente tassazione patrimoniale (differenziata in funzione della natura delle attività detenute dall'OICVM), è stata introdotta un'imposizione annuale del 12,5 per cento sul risultato netto di gestione, analoga a quella prevista per le gestioni individuali (cfr. *infra*, riquadro 5.3). Agli stessi criteri si è ispirata la modifica della tassazione della previdenza integrativa nel 2000, per quel che riguarda il prelievo sui frutti dell'investimento dei contributi versati ai fondi pensione (cfr. *infra*, par. 5.3.2).

Nel nuovo sistema impositivo centrale è il ruolo degli intermediari finanziari, ai quali è affidata una mole rilevante di adempimenti fiscali. In

⁸⁷ L'equalizzatore, entrato in funzione il 1° gennaio 2001, è sopravvissuto per il limitato arco temporale di sette mesi: a seguito dell'ordinanza del TAR del Lazio, è stato sospeso a decorrere dal 4 agosto 2001 e successivamente abrogato per effetto del decreto legge n. 350 del 2001, convertito dalla legge 23 novembre 2001, n. 409. Un analogo meccanismo era stato previsto dalla riforma con riferimento ai titoli zero coupon, per i quali la corresponsione degli interessi – e la conseguente applicazione del prelievo – solo alla scadenza consente un significativo effetto di *tax deferral*. L'equalizzatore per gli zero coupon, introdotto nel 1998, è stato abrogato a partire dal 2004.

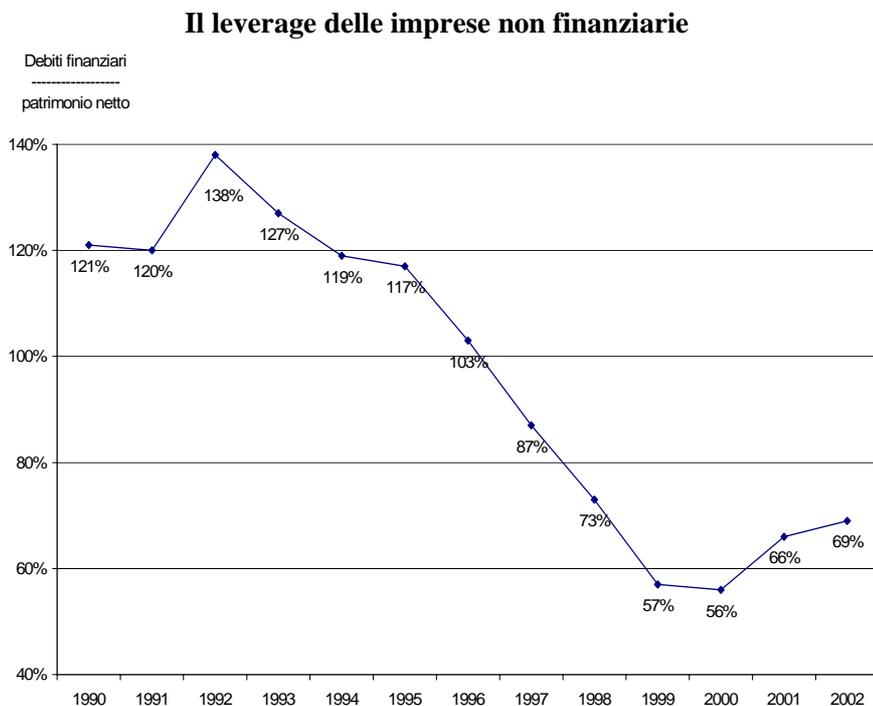
⁸⁸ Si tratta degli OICVM esteri già autorizzati al collocamento presso il territorio dello Stato prima dell'entrata in vigore della legge n. 429/1992 di recepimento della direttiva UCITS (Direttiva 85/611/CE del 20 dicembre 1985, successivamente integrata dalla 88/220/EC del 22 marzo 1988).

generale, i risparmiatori possono sempre scegliere di svolgere direttamente gli obblighi connessi con l'applicazione del prelievo. In questa ipotesi, al fine di consentire all'Amministrazione finanziaria adeguate possibilità di controllo dei redditi finanziari, agli intermediari sono attribuiti specifici obblighi di segnalazione al fisco. In alternativa, nella maggior parte dei casi i risparmiatori possono scegliere di delegare l'applicazione del prelievo, con notevoli vantaggi in termini di semplicità amministrativa e di anonimato nei confronti del fisco (assenza di segnalazioni). Proprio in relazione a questi vantaggi il regime di tassazione introdotto con la riforma Visco ha impresso una ulteriore spinta al processo di concentrazione degli adempimenti fiscali in capo agli intermediari finanziari, processo avviato con l'introduzione dell'imposta sostitutiva sugli interessi obbligazionari ad opera del D.lgs. n. 239/1996 e favorito dalla contestuale dematerializzazione degli strumenti finanziari.

La riforma "Visco" è intervenuta su numerosi altri fronti. Tra questi, meritano un richiamo le modifiche alla tassazione delle imprese, che tra il 1997 e il 1998 hanno segnato un'inversione di tendenza nel tradizionale quadro di vantaggio fiscale del capitale di debito rispetto a quello di rischio⁸⁹. Da un lato, l'introduzione nel 1997 della *Dual Income Tax* (DIT) ha stimolato la capitalizzazione delle imprese attraverso la previsione di un'aliquota Irpeg ridotta sulla quota di utili corrispondente al rendimento ordinario degli incrementi di capitale (Ricotti, 2000). Dall'altro, l'adozione dell'Imposta regionale sulle attività produttive (IRAP) ha reso meno conveniente l'indebitamento, essendo stati resi ugualmente indeducibili ai fini del tributo interessi e dividendi pagati. L'abolizione dell'Imposta sul patrimonio netto (introdotta nel 1992) e dell'Ilor, eliminate all'atto dell'introduzione dell'IRAP, ha rimosso le altre penalizzazioni per il capitale di rischio esistenti nel sistema italiano. Tra il 1996 e il 2000 il rapporto tra debiti finanziari e patrimonio netto delle imprese non finanziarie è diminuito da valori prossimi al 100 per cento sino al 56 per cento; a partire dal 2001, anno in cui è stata di fatto abolita la DIT, questo indicatore ha iniziato a crescere di nuovo, raggiungendo quasi il 70 per cento nel 2002 (cfr. fig. 7).

⁸⁹ Sul punto, si vedano: Giannini (1997); Panteghini (1998); Bordignon *et al.* (1999); Giannini e Guerra (1999); Ciocca (2000).

Fig. 7



5.3.2 L'influsso della fiscalità sullo sviluppo del risparmio gestito

Il risparmio gestito ha conosciuto un rapido sviluppo in Italia sin dall'introduzione dei fondi comuni aperti nel 1984: pari allo 0,6 per cento delle attività finanziarie complessive nel 1985, alla fine degli anni novanta i fondi comuni si ragguagliavano a più del 6 per cento dello stesso aggregato e al 12 per cento delle attività finanziarie di famiglie e imprese. Lo stesso fenomeno non si è ripetuto per i fondi pensione. Di seguito si tratteggiano le tappe principali dell'evoluzione della legislazione fiscale dei fondi comuni, dei fondi pensione e delle polizze vita, che rappresentano *case studies* interessanti per quel che riguarda la connessione fra trattamento fiscale e sviluppo del risparmio gestito.

*I fondi comuni*⁹⁰

La disciplina fiscale dei fondi comuni ha presentato, al momento della loro introduzione, caratteristiche particolari rispetto alla tassazione delle altre attività finanziarie.

A differenza di quanto accaduto in altri paesi dell'UE⁹¹, il sistema di imposizione dei fondi è stato sempre contraddistinto da una tassazione definitiva in capo all'intermediario, permettendo ai risparmiatori di evitare qualsiasi incombenza amministrativa di carattere tributario e di ottenere l'anonimato fiscale. In altri paesi (ad es., Francia e Germania) vige invece il principio del "no veil": i proventi derivanti dalla partecipazione al fondo vengono tassati per trasparenza in capo al sottoscrittore delle quote, con le stesse regole previste in caso di investimento diretto.

Nel 1984, al momento dell'introduzione dei fondi comuni di diritto italiano⁹², si optò per una tassazione di tipo patrimoniale: il fondo era soggetto a un prelievo commisurato al valore netto del patrimonio, con aliquote variabili in funzione dei titoli detenuti⁹³. Gli interessi e i dividendi percepiti erano però soggetti a ritenuta alla fonte a titolo definitivo, così come previsto anche per le persone fisiche. *Ceteris paribus*, quindi, l'onere fiscale su un investimento effettuato attraverso un fondo comune era sempre superiore a quello gravante sullo stesso investimento effettuato acquistando direttamente i titoli sul mercato (Mignarri, 1992).

⁹⁰ Nel paragrafo si restringe l'analisi ai fondi comuni mobiliari di tipo aperto, in considerazione del limitato sviluppo delle altre tipologie di fondi mobiliari (chiusi, riservati, speculativi, ecc.): alla fine del 2004, su 1385 fondi operativi in Italia, 1167 erano di tipo aperto, 81 chiusi e 137 speculativi; i fondi aperti non speculativi gestivano il 95 per cento del patrimonio netto complessivo dei fondi comuni italiani (fonte: Banca d'Italia, Relazione sul 2004). Per un'analisi storica e comparata della tassazione dei fondi chiusi si rinvia a Magliocco e Sanelli (2004).

⁹¹ Per la tassazione dei fondi in altri paesi, cfr. Magliocco *et al.* (1999); Ricotti e Sanelli (2004).

⁹² Fondi comuni di diritto estero – in prevalenza lussemburghesi – erano commercializzati in Italia già negli anni sessanta. L'autorizzazione alla vendita delle quote in Italia era rilasciata dal Ministro per il Commercio con l'Estero, a condizione che almeno la metà dell'attivo del fondo fosse rappresentato da titoli italiani. Prima del 1983 erano stati autorizzati solo 10 fondi comuni mobiliari aperti (Pisanti e Mastrangelo, 2003).

⁹³ Inizialmente l'aliquota di prelievo era pari allo 0,25 per cento del valore netto del fondo, ridotta allo 0,10 per cento se il patrimonio gestito era composto per almeno il 55 per cento da azioni di società italiane che esercitavano attività industriali. A partire dal 1992 l'imposta fu applicata in proporzione alla composizione del fondo, con aliquote dello 0,05 per cento sulla quota dell'attivo costituita da titoli di Stato, conti correnti e depositi, obbligazioni e quote di altri fondi, dello 0,10 per cento sulla quota costituita da azioni di società italiane che esercitavano attività industriali, e dello 0,25 per cento sulla quota residua.

Riquadro 5.3

La tassazione degli OICR nella riforma “Visco”

La riforma “Visco” ha introdotto, per gli organismi di investimento collettivo del risparmio di diritto italiano e i fondi ex-lussemburghesi, un sistema di imposizione sul risultato di gestione maturato nell’anno, analogo a quello previsto per le gestioni individuali di patrimoni.

Il risultato di gestione è determinato sulla base della variazione annuale del valore del patrimonio. Nel caso in cui il risultato di gestione di un fondo sia negativo, è ammesso il riporto in avanti senza limiti di tempo; in alternativa, il risultato di gestione negativo di un fondo può essere compensato con il risultato positivo di altri fondi della medesima società di gestione.

Con l’eliminazione dei prelievi alla fonte, anche i fondi sono diventati soggetti “lordisti”, come le imprese e i non residenti.

I proventi conseguiti dagli investitori persone fisiche in relazione alla partecipazione ai fondi non sono tassati, avendo già scontato l’imposizione in capo al fondo. Nel caso delle imprese, i proventi concorrono invece alla formazione del reddito imponibile, ma è riconosciuto un credito d’imposta del 15 per cento. Infine, per gli investitori non residenti è prevista la possibilità di chiedere il rimborso di un ammontare pari al 15 per cento dei proventi distribuiti dal fondo o percepiti in sede di riscatto o cessione delle quote⁹⁴.

Il regime fiscale dei fondi di diritto estero, disciplinato per la prima volta nel 1992 in sede di recepimento della direttiva europea sugli organismi di investimento collettivo del risparmio (direttiva UCITS), è invece rimasto sostanzialmente invariato a seguito della riforma. I proventi percepiti da tali fondi su attività finanziarie italiane sono tassati con le stesse modalità previste per gli altri soggetti non residenti. Per le persone fisiche residenti in Italia, i proventi derivanti dalla partecipazione a OICVM di diritto estero conformi alla direttiva richiamata (cosiddetti fondi armonizzati) percepiti in sede di distribuzione, riscatto o cessione sono tassati con una ritenuta alla fonte del 12,5 per cento a titolo d’imposta applicata dall’intermediario incaricato del collocamento delle quote in Italia⁹⁵.

La medesima ritenuta si applica anche sui proventi derivanti da fondi non armonizzati, ma opera a titolo d’acconto, essendo i proventi medesimi soggetti a tassazione personale progressiva. Per le imprese, i proventi sono in ogni caso ricompresi nel reddito imponibile e le eventuali ritenute operano sempre a titolo d’acconto.

⁹⁴ In base alla nuova disciplina è altresì possibile la costituzione di fondi riservati a soggetti non residenti, esenti dall’imposta sostitutiva sul risultato di gestione. Non risulta tuttavia che gli intermediari si siano sinora avvalsi di tale possibilità.

⁹⁵ Qualora i proventi siano conseguiti direttamente all’estero, l’investitore è tenuto a indicarli nella propria dichiarazione annuale, provvedendo in tale sede alla liquidazione dell’imposta con la stessa aliquota del 12,5 per cento prevista per la ritenuta.

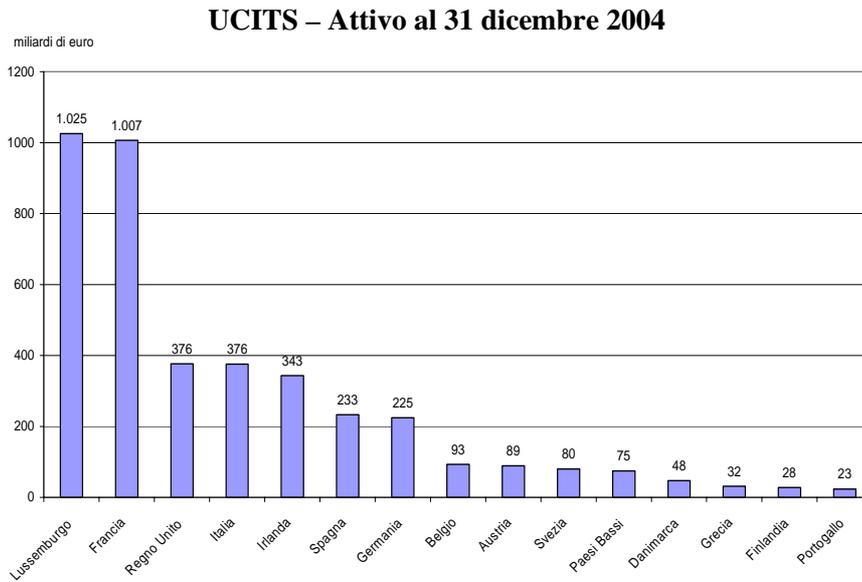
La riforma “Visco” ha contribuito a ridurre la penalizzazione fiscale dei fondi comuni italiani rispetto all’investimento diretto. Pur confermando la scelta di un’imposizione sostitutiva in capo al fondo, si è passati da una tassazione sul patrimonio a una sul reddito *maturato* (cfr. riquadro 5.3).

La tassazione sul maturato, a causa dell’abrogazione dell’equalizzatore (cfr. supra par. 5.3.1), si è tradotta in un possibile svantaggio fiscale per i fondi rispetto ad altre forme di investimento del risparmio: ciò vale – in caso di rialzo delle quotazioni – sia per l’investimento diretto, sia per l’investimento in fondi esteri armonizzati, qualora l’investitore opti per la tassazione al momento del realizzo (nei regimi del “risparmio amministrato” e della “dichiarazione”). Infatti, per periodi superiori all’anno, la possibilità di *tax deferral* insita nei due regimi di tassazione richiamati permette, *ceteris paribus*, di ottenere maggiori rendimenti dall’investimento⁹⁶.

Sulla concorrenza tra fondi italiani e fondi esteri armonizzati hanno inciso anche fattori riconducibili alla concorrenza fiscale e regolamentare tra ordinamenti. All’interno dell’UE, il maggior attivo netto è gestito dai fondi lussemburghesi, seguiti da quelli di diritto francese e inglese (cfr. fig. 8). Se si considera però un indice dimensionale quale il rapporto tra attivo gestito e PIL del paese di residenza, si può notare una concentrazione non ordinaria di tale industria in Lussemburgo e in Irlanda (cfr. fig. 9).

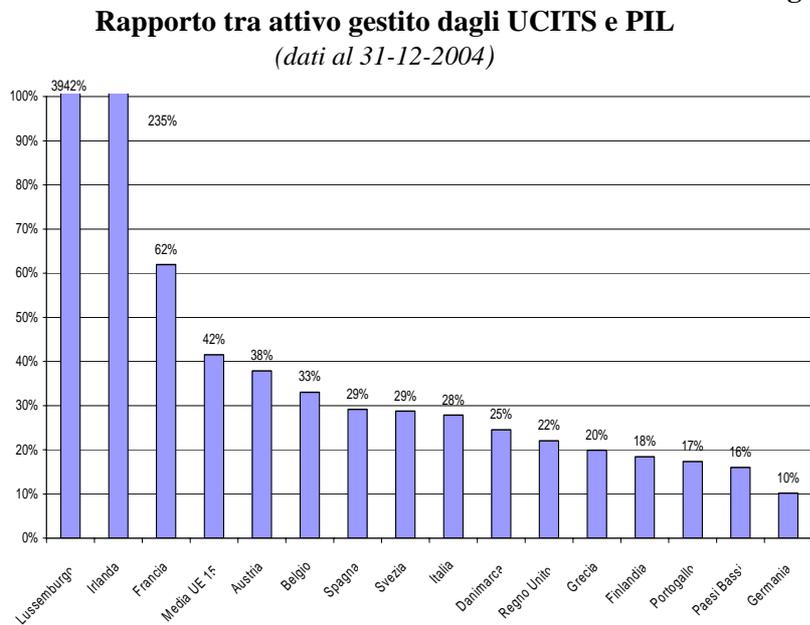
⁹⁶ La tassazione sul risultato maturato ha avuto un’altra conseguenza per i fondi comuni di diritto italiano rispetto a quelli esteri armonizzati: la formazione di “risparmi d’imposta”. Si tratta delle minori imposte future dovute dai fondi, in ragione delle minusvalenze maturate, e che sono iscritte tra le attività del fondo stesso. Ciò da un lato permette al fondo italiano, a parità di altre condizioni, di esporre un valore della quota maggiore di quello del fondo estero, in quanto comprende anche il “risparmio d’imposta” atteso. D’altro lato, però, ciò significa che nell’attivo del fondo figurano poste illiquide e infruttifere, recuperabili solo attraverso la compensazione con plusvalenze maturate successivamente o con le imposte dovute da altri fondi gestiti dalla stessa società di gestione. Negli anni successivi al 2000, in seguito all’andamento negativo registrato dalle borse mondiali, i risparmi d’imposta hanno raggiunto valori ingenti (circa 10 miliardi di euro, secondo le stime dell’Assogestioni).

Fig. 8



Fonte: Efama (2005).

Fig. 9



Fonte: elaborazione su dati Efama (2005).

A ciò ha contribuito, tra l'altro, l'incidenza della tassazione sulle componenti della filiera produttiva dell'industria dei fondi. Uno degli snodi principali è rappresentato dalle società di gestione. La minore tassazione delle *management companies* in Lussemburgo e Irlanda ha concorso a determinare i fenomeni di localizzazione di questa "fase" del processo produttivo dei fondi, considerato anche che il vantaggio fiscale riconosciuto nei due paesi alle società di gestione può essere poi trasferito alle società controllanti che risiedono in un altro Stato della UE, proprio grazie alla direttiva "madre-figlia" (Ricotti e Sanelli, 2004).

L'assenza di un meccanismo di correzione del *tax deferral* e le agevolazioni fiscali per le società di gestione insediate in altri paesi dell'UE, insieme a forme di concorrenza regolamentare, possono contribuire a spiegare la crescita dei fondi comuni esteri in Italia: questi ultimi rappresentavano nel 2004 il 20 per cento delle quote di fondi comuni presenti tra le attività finanziarie dei residenti, mentre si raggiugliavano al 9 per cento nel 1998 (cfr. tav. 10).

Tav. 10

Quote di fondi comuni emesse da residenti e non residenti tra il 1998 e il 2004 (dati in milioni di euro)

Anno	Quote di fondi comuni emesse da residenti	Quote di fondi comuni emesse dal resto del mondo	Totale	Quote di fondi comuni emesse da residenti	Quote di fondi comuni emesse dal resto del mondo
1998	372.274	36.761	409.035	91%	9%
1999	475.301	58.041	533.342	89%	11%
2000	449.931	75.450	525.381	86%	14%
2001	403.689	80.519	484.208	83%	17%
2002	360.557	68.991	429.548	84%	16%
2003	378.781	78.288	457.069	83%	17%
2004	358.292	90.977	449.269	80%	20%

Fonte: Banca d'Italia, Base informativa pubblica, conti finanziari.

Nota: nella tavola sono riportate le consistenze delle quote di fondi comuni esistenti alla fine di ogni anno.

L'analisi svolta mostra come lo sviluppo dei fondi comuni non possa essere ricondotto all'esistenza di particolari vantaggi fiscali diretti⁹⁷; in ogni caso, non possono essere sottovalutati due aspetti, che, seppure indirettamente, hanno aiutato (o, quantomeno, non hanno ostacolato) l'affermazione di questo comparto del risparmio gestito. Da un lato, il sistema di tassazione basato sugli intermediari ha liberato gli investitori da qualsiasi preoccupazione di carattere amministrativo; dall'altro, la scelta di applicare, a partire dal 1998, un'aliquota di imposta pari a quella dei titoli di Stato ha evitato fenomeni di "concorrenza sleale" tra i due strumenti e ha permesso il passaggio dei risparmi delle famiglie dall'emittente pubblico a forme più sofisticate di allocazione degli investimenti (Ciocca, 2000).

Il risparmio previdenziale: i fondi pensione e i contratti di assicurazione sulla vita

Il risparmio previdenziale è stato generalmente agevolato dal fisco, sia nella sua componente privata (i contratti di assicurazione sulla vita), sia in quella contrattuale (i fondi pensione). Gli effetti di queste agevolazioni, tuttavia, sono stati contrastanti: se, da un lato, si è assistito a uno sviluppo dei contratti di assicurazione della vita, dall'altro, i fondi pensione non hanno conosciuto una crescita rilevante.

Il limitato sviluppo dei fondi pensione è annoverato tra gli elementi peculiari del sistema finanziario italiano: a fine 2004 la previdenza complementare gestiva solo lo 0,9 per cento delle attività finanziarie delle famiglie, mentre negli Stati Uniti questo valore era pari al 18 per cento; sul fronte interno, le attività gestite dai fondi pensione rappresentavano nel 2004 solo il 2,5 per cento del totale di quelle gestite da investitori istituzionali (fondi comuni, assicurazioni, fondi pensione e gestioni patrimoniali).

Se si esamina l'evoluzione della fiscalità dei fondi pensione, si può notare che il trattamento tributario della previdenza complementare ha cercato, soprattutto negli anni più recenti, di favorirne lo sviluppo⁹⁸.

⁹⁷ Sui fattori di sviluppo del risparmio gestito in Italia, si vedano, tra gli altri: Banfi e Di Battista (1998); Ciocca (2000); Pisanti e Mastrangelo (2003); Onado (2004).

⁹⁸ Per un'analisi dell'influenza degli incentivi fiscali sul risparmio previdenziale, cfr.: Whitehouse (1999); Guerra (2001).

Una disciplina organica dei fondi pensione è stata dettata in Italia con il d.lgs. 124 del 1993, che contiene la normativa tributaria per le tre fasi in cui si può suddividere il ciclo di vita di un fondo pensione: versamento dei contributi, gestione delle risorse, erogazione delle prestazioni.

Al pari di altri paesi, anche in Italia sono stati concessi incentivi fiscali alla previdenza complementare⁹⁹. In particolare, fin dal 1993 è stata riconosciuta la deducibilità, con limiti variabili nel tempo, dei contributi versati sia dal lavoratore, sia dal datore di lavoro: per il primo, i contributi non costituiscono reddito di lavoro dipendente, da assoggettare a imposta progressiva; per il secondo, rientrano tra i costi deducibili dal reddito d'impresa; inoltre, a partire dal 1995, per le imprese è stato possibile accantonare, in sospensione d'imposta, una riserva pari al 3 per cento del TFR devoluto al fondo. Le erogazioni sono soggette a imposte – quelle sotto forma di capitale con tassazione separata e quelle sotto forma di rendita con tassazione progressiva – ma sono previste riduzioni della base imponibile.

Il trattamento fiscale del versamento dei contributi e dell'erogazione delle prestazioni determina un effetto di *tax deferral* che ha reso – e rende – particolarmente vantaggioso l'investimento in un fondo pensione rispetto ad altri strumenti finanziari.

La disciplina fiscale dei fondi pensione relativa alla gestione dei contributi – i cui rendimenti sono stati sempre soggetti a prelievo – è stata in sostanza allineata a quella delle altre forme di risparmio.

In un primo momento – dal 1993 a metà 1995 – la tassazione del fondo fu mutuata da quella dei fondi comuni, essendo incentrata su un prelievo di tipo patrimoniale¹⁰⁰. Era però prevista una penalizzazione, legata a un'imposta del 15 per cento dei contributi versati dovuta dal fondo: questo prelievo rappresentava un credito del fondo pensione a valere sulle prestazioni erogate dal fondo stesso, ma comportava minori rendimenti nella fase di investimento delle somme (Minotti, 1993).

⁹⁹ Per un confronto con la fiscalità dei fondi pensione in altri paesi, cfr. Panzeri e Ancidoni (2003); Guerra (2004).

¹⁰⁰ La tassazione patrimoniale era applicata con le stesse aliquote previste per i fondi comuni nel 1993 e con un'aliquota ridotta allo 0,125 per cento per il 1994 e metà 1995. I redditi di capitale percepiti dal fondo erano in ogni caso soggetti a ritenuta definitiva, così come avveniva per i fondi comuni.

Gli svantaggi insiti in questa disciplina furono eliminati a metà 1995, abrogando il prelievo del 15 per cento sui contributi versati e sostituendo l'imposta patrimoniale con un'imposta in cifra fissa, pari a 10 milioni di lire¹⁰¹. Il regime di tassazione era quindi più favorevole di quello dei fondi comuni, ma permaneva lo svantaggio rispetto alla tassazione prevista per il TFR, la cui rivalutazione non era soggetta a imposte annuali e veniva assoggettata a tassazione separata, insieme alle quote accantonate ogni anno, al momento della liquidazione dell'intero TFR.

L'ultima riforma, in vigore dal 2001, ha riportato la tassazione dei rendimenti ottenuti dal fondo pensione in linea con quella prevista per i fondi comuni dalla riforma "Visco". È stata introdotta un'imposta sostitutiva sui risultati di gestione maturati ogni anno, ma si è mantenuto l'approccio agevolativo del risparmio previdenziale, fissando l'aliquota di prelievo all'11 per cento a fronte del 12,5 per cento previsto per i fondi comuni. Inoltre, è stato stabilito che la parte delle prestazioni riconducibili ai rendimenti finanziari ottenuti dal fondo pensione non sia tassata al momento dell'erogazione. Allo stesso tempo si è provveduto ad assoggettare a tassazione anche la rivalutazione annuale del TFR, con la stessa aliquota prevista per i fondi pensione¹⁰².

Riassumendo, la fiscalità dei fondi pensione italiani è stata improntata ad un sistema di tipo ETT, *i.e.* "Esenzione (dei contributi versati) – Tassazione (dei rendimenti) – Tassazione (delle prestazioni)".

La tassazione dei fondi pensione è stata dunque contraddistinta dalla concessione di un vantaggio fiscale rispetto ad altre forme di investimento del risparmio e dalla tendenza ad accrescere tali vantaggi nel tempo. Anche le recenti proposte di modifica, contenute nella legge delega sulla riforma del sistema pensionistico, si muovono nella stessa direzione: ampliamento dei limiti di deducibilità; conferma delle agevolazioni per la tassazione dei rendimenti; riduzione dell'onere fiscale sulle prestazioni. Gli sforzi compiuti in campo fiscale però, come evidenziato in precedenza, non sono riusciti a svolgere una funzione di volano per lo sviluppo delle forme di previdenza complementare, frenato da altri problemi, tra i quali si ricordano le scelte sulla destinazione del TFR e i contrasti sulla portabilità dei contributi.

¹⁰¹ L'imposta era ridotta a 5 milioni di lire per i primi 5 anni dalla data di costituzione del fondo.

¹⁰² Sull'attuale regime di tassazione dei fondi pensione in Italia e sugli effetti delle diverse forme di agevolazioni per la previdenza complementare, cfr. Guerra (2004).

Il risparmio previdenziale individuale privato, in Italia, ha assunto prevalentemente la forma delle polizze vita, che rivestono maggior importanza dei fondi pensione tra gli investimenti delle famiglie: a fine 2004 le riserve su assicurazioni “ramo vita” si attestavano al 9,4 per cento delle attività finanziarie delle famiglie italiane, contro lo 0,9 per cento dei fondi pensione (Banca d'Italia, Relazione sul 2004). Si tratta, in particolare, dei contratti di assicurazione sulla vita di tipo “misto”: dietro pagamento di un premio periodico, il risparmiatore, oltre ad assicurarsi un capitale nel caso si verificano gli eventi di morte o di invalidità, può ricevere alla scadenza del contratto una rendita o un capitale. Sotto il profilo finanziario, le polizze con maggior diffusione sono state quelle “a prestazione rivalutabile”, introdotte negli anni settanta, che consentono al risparmiatore di ottenere un rendimento finanziario pari o superiore a quello fissato nel contratto, dipendente dalla performance dell'investimento effettuato dalla compagnia di assicurazione (Corinti e Cucinotta, 1998; Corvino e Gandolfi, 2001). Negli anni novanta, a questi prodotti si sono affiancati polizze il cui rendimento è connesso con l'andamento di un paniere di titoli o di fondi comuni (polizze *unit-linked*) o con quello di indici finanziari (polizze *index-linked*). Nella sostanza, si tratta di strumenti finanziari che sono stretti sostituti di altri strumenti di risparmio gestito, nei quali la componente finanziaria, nelle scelte degli investitori, assume un'importanza pari, se non superiore, a quella assicurativa (Fornero, 1993).

Il legislatore fiscale ha sempre agevolato questi prodotti. Già a partire dall'imposta complementare sul reddito era prevista l'integrale deducibilità dal reddito dei premi assicurativi sulla vita, deducibilità che fu confermata anche dal Testo unico sulle imposte dirette del 1958 e dalla riforma del 1973 (Persano Adorno e Mattei, 1998). L'esenzione nella fase di versamento dei premi non costituiva l'unica agevolazione: erano esenti, infatti, anche i rendimenti degli investimenti effettuati dalla società di assicurazione¹⁰³ e i capitali corrisposti al termine del contratto. Si trattava, quindi, di uno schema di tipo EEE, con il quale il risparmio investito nei contratti assicurativi sfuggiva a qualsiasi tassazione.

¹⁰³ L'assenza di tassazione nella fase di investimento è dovuta alla peculiarità della tassazione del reddito delle assicurazioni. Per queste ultime, infatti, sono interamente deducibili gli accantonamenti alle riserve tecniche, che, nel caso dei contratti esaminati, corrispondono, nella sostanza, ai rendimenti ottenuti dall'investimento dei premi che dovranno poi essere retrocessi ai sottoscrittori. Grazie alla deducibilità di questi accantonamenti, i proventi di tali investimenti non sono tassati.

L'agevolazione sul versamento dei premi fu ridotta a partire dal 1977, quando fu introdotto un limite di deducibilità di due milioni di lire, limite poi aumentato a 2,5 milioni di lire nel 1980; al contempo, si fissava in cinque anni la durata minima del contratto per aver diritto alla deducibilità dei premi. Dal regime di deduzione si passò a quello di detrazione nel 1992: dapprima si poteva detrarre il 27 per cento del premio versato (sempre entro i limiti di 2,5 milioni di lire); dal 1995 la misura della detrazione fu ridotta al 22 per cento, per passare al 19 per cento dal 1998.

Le prestazioni corrisposte sotto forma di capitale non sono state tassate sino al 1985; per i capitali corrisposti a partire dal 1° ottobre 1985 fu introdotta una ritenuta a titolo d'imposta del 12,5 per cento, da applicare sulla differenza tra capitale incassato dal risparmiatore e premi versati¹⁰⁴. Sono rimasti esenti i capitali incassati in caso di morte del contraente.

Le prestazioni corrisposte sotto forma di rendita, invece, sono state sempre incluse nel reddito da assoggettare a imposta progressiva: prima della riforma del 1973 rientravano tra i redditi soggetti a imposta di RM categoria C/2 e l'obbligo del pagamento dell'imposta era posto a carico delle società di assicurazione, con facoltà di rivalsa sul contribuente; dal 1973 furono assimilate ai redditi da lavoro dipendente e soggette a tassazione progressiva IRPEF. La differenza di trattamento rispetto alle prestazioni sotto forma di capitale fu parzialmente mitigata nel 1988, prevedendo che solo il 60 per cento delle rendite percepite fossero soggette a tassazione progressiva.

Il regime di tassazione delle assicurazioni sulla vita è stato radicalmente modificato a partire dal 2001, nell'ambito della riforma dei fondi pensione. Per i contratti stipulati dopo il 1° gennaio 2001 non è più ammessa la detrazione del 19 per cento dei premi. Per quanto riguarda la tassazione delle prestazioni, è stato previsto, anche per questi strumenti, un meccanismo di equalizzazione delle imposte per eliminare il fenomeno del *tax deferral* sui rendimenti e per equiparare la tassazione di questi strumenti con quella di altri strumenti finanziari e previdenziali, così come previsto dalla riforma "Visco".

¹⁰⁴ Era prevista anche una riduzione della base imponibile, qualora il capitale fosse corrisposto dopo almeno dieci anni dalla sottoscrizione del contratto: per ogni anno superiore al decimo, la base imponibile era diminuita del 2 per cento.

Riquadro 5.4**La tassazione dei dividendi e delle plusvalenze su partecipazioni**

Per le società, è stato introdotto un regime di participation exemption che prevede l'esenzione del 100 per cento delle plusvalenze – e la corrispondente indeducibilità delle minusvalenze – realizzate su partecipazioni in società residenti ed estere. Si tratta di un istituto adottato da tempo, seppure con molteplici varianti, in altri ordinamenti europei, diretto ad attrarre investimenti dall'estero, favorendo l'insediamento di holding multinazionali.

L'adozione della participation exemption si è tradotta anche in nuove regole di tassazione delle plusvalenze realizzate da investitori individuali non imprenditori:

- *le plusvalenze realizzate su partecipazioni qualificate¹⁰⁵ non sono più soggette al prelievo proporzionale del 27 per cento, ma ricadono nel reddito soggetto a tassazione personale progressiva, limitatamente al 40 per cento del loro ammontare;*
- *le plusvalenze derivanti da partecipazioni non qualificate continuano invece a essere soggette all'imposta sostitutiva del 12,5 per cento, applicabile secondo i tre regimi sopra richiamati.*

Con l'adozione dell'Ires è stato abolito il credito d'imposta sui dividendi. Per le imprese, tale meccanismo è stato sostituito da un regime di non imponibilità degli utili derivanti da qualsiasi partecipazione, limitatamente al 95 per cento del loro ammontare¹⁰⁶.

Per le persone fisiche, sono stati previsti due distinti regimi:

- *i dividendi derivanti da partecipazioni qualificate e da partecipazioni possedute nell'esercizio di un'impresa ricadono nel reddito soggetto a tassazione personale progressiva, limitatamente al 40 per cento del loro ammontare. È previsto, cioè, un meccanismo di tassazione identico a quello delle plusvalenze realizzate sulle stesse partecipazioni qualificate;*
- *gli utili da partecipazioni non qualificate sono soggetti all'imposta sostitutiva del 12,5 per cento. È stata abolita la facoltà di richiedere la non applicazione del prelievo alla fonte in vista dell'inclusione degli utili nella base imponibile dell'imposta progressiva.*

¹⁰⁵ Si considerano qualificate le partecipazioni che superano il 5 per cento (partecipazione in società quotate) o il 25 per cento (partecipazione in altre società) del capitale sociale; la partecipazione è comunque qualificata se rappresenta una percentuale di diritti di voto esercitabili in assemblea superiore al 2 per cento (partecipazioni in società quotate) o al 20 per cento (partecipazioni in altre società).

¹⁰⁶ La percentuale, mutuata dalla direttiva comunitaria "madrì-figlie", è stata scelta per tenere conto dei costi di gestione della partecipazione, che vengono dedotti dalla partecipante e che a tal fine sono quantificati a forfait nel 5 per cento dei dividendi.

5.4 *Gli sviluppi intervenuti nei primi anni duemila*

Una nuova delega per la revisione della fiscalità dei redditi finanziari era stata prevista nella legge 7 aprile 2003, n. 80 di riforma del sistema fiscale statale, delega decaduta nel maggio 2005 senza essere esercitata¹⁰⁷. Nell'ambito della nuova imposta societaria (Ires), introdotta dal 1° gennaio 2004, sulla base della stessa legge delega è stato peraltro modificato il regime di tassazione dei dividendi e delle plusvalenze su partecipazioni (cfr. riquadro 5.4)¹⁰⁸.

6. Conclusioni

Una rilettura diacronica del rapporto tra conti finanziari e fiscalità delle attività finanziarie negli ultimi quaranta anni permette di individuare alcune tendenze di fondo.

Osservando l'intero periodo di riferimento, si rileva come a una funzione del fisco di indirizzamento del risparmio verso gli impieghi ritenuti di volta in volta più utili allo sviluppo dell'economia o volto a sopperire alle esigenze della finanza pubblica, si sia progressivamente sostituito un approccio più neutrale, che ha lasciato al mercato la funzione allocativa. Tra le determinanti principali di questo cambiamento di rotta sono da annoverare l'apertura dei mercati internazionali dei capitali, il peso crescente della concorrenza fiscale tra ordinamenti e l'innovazione finanziaria.

L'utilizzo della leva fiscale in funzione allocativa appare spiccato negli anni sessanta e settanta: sia prima che a seguito della riforma tributaria del 1973 era frequente la previsione di regimi di esenzione o di agevolazione per particolari categorie di attività o emittenti. La stessa differenziazione delle aliquote ha operato, specie dopo la riforma, come strumento di indirizzamento del risparmio verso determinate forme di impiego. In molti casi, la legislazione tributaria è stata utilizzata in funzione complementare rispetto alla regolamentazione creditizia, contribuendo al perseguimento degli obiettivi di politica economica di volta in volta ritenuti prioritari. L'esempio più significativo in questo senso

¹⁰⁷ Per una disamina dei contenuti della legge delega n. 80/2003 in materia di redditi finanziari cfr. Panzeri (2002) .

¹⁰⁸ L'Ires è stata introdotta con il decreto legislativo 12 dicembre 2003, n. 344.

è stata la creazione di un circuito di “doppia intermediazione” (risparmiatori – banche – ICS – imprese).

Dalla fine degli anni settanta le pressioni esercitate dall'espansione del disavanzo del settore pubblico operano in una duplice direzione: da un lato, con l'aumento delle esigenze di gettito, si assiste a un iniziale abbandono delle finalità allocative da parte del legislatore fiscale, a favore del contrasto ai comportamenti di elusione e di arbitraggio fiscale resi possibili dalla comparsa di strumenti finanziari innovativi, e a un incremento della tassazione sui depositi. Dall'altro, il collocamento di quote crescenti di titoli del debito pubblico presso famiglie, imprese e banche trae un notevole beneficio, almeno fino alla metà degli anni ottanta, dal regime fiscale di favore riservato a tali emissioni. L'operare congiunto di questi elementi contribuì ad assecondare il graduale processo di disintermediazione del sistema bancario.

A partire dagli anni ottanta divennero sempre più evidenti le distorsioni derivanti dall'esenzione dei proventi dei titoli pubblici, con influssi sulle scelte di allocazione delle risorse da parte degli intermediari, delle imprese e dei privati; una serie di modifiche apportate in questo periodo ricondusse a tassazione i titoli pubblici.

Negli anni novanta l'apertura dei mercati, seguita alla liberalizzazione valutaria e alla crescente internazionalizzazione delle economie, ha posto l'intero sistema fiscale di fronte alla sfida concorrenziale con altri ordinamenti, sfida particolarmente avvertita nel comparto della fiscalità finanziaria in considerazione della elevata mobilità dei capitali.

La reazione del legislatore fiscale è stata informata alla razionalizzazione del sistema di prelievo e al perseguimento della neutralità della tassazione rispetto alle scelte di allocazione del risparmio. Dapprima, si è proceduto a ridurre il più possibile le ritenute per le imprese, in modo da evitare gli oneri finanziari connessi con la formazione di rilevanti crediti di imposta, e a introdurre regimi di esenzione per gli investitori non residenti, anche per sostenere la concorrenza di altri ordinamenti nell'attrazione di capitali esteri. Questi obiettivi sono stati conseguiti grazie al passaggio da un regime in cui l'emittente applicava la ritenuta indistintamente a tutti i percettori a un sistema nel quale l'intermediario, nella veste di *paying agent*, preleva l'imposta solo su alcuni percettori. Successivamente, l'obiettivo della neutralità è stato

perseguito sia riducendo il numero delle aliquote di prelievo, sia estendendo l'ambito impositivo a tutte le tipologie di proventi finanziari.

In tutto il periodo considerato, gli elementi del sistema di tassazione che possono avere maggiormente contribuito allo sviluppo del comparto della finanza sono individuabili nell'assenza di adempimenti amministrativi a carico dei risparmiatori persone fisiche e nell'anonimato garantito ai medesimi risparmiatori per la maggior parte dei proventi, a fronte dell'applicazione di un (contenuto) prelievo definitivo alla fonte.

Anche la struttura finanziaria delle imprese, nonché il loro ricorso diretto al mercato dei capitali, sono stati influenzati dalle scelte del legislatore fiscale. Il diverso trattamento tributario di dividendi e interessi in capo agli emittenti, in un contesto contrassegnato in alcuni periodi da elevata inflazione e alte aliquote di imposizione societaria, hanno contribuito alla sottocapitalizzazione delle imprese italiane. Nella raccolta di capitale di debito, il ricorso diretto al mercato è stato ostacolato, fino agli anni ottanta, dall'esistenza di esenzioni e agevolazioni per titoli emessi da altri soggetti (Stato, ICS, enti a partecipazione statale). Questi svantaggi regolamentari sono stati rimossi negli anni novanta; con l'introduzione della DIT e dell'IRAP, inoltre, si è manifestata un'inversione di tendenza nel tradizionale quadro di vantaggio fiscale del capitale di debito rispetto a quello di rischio.

La variabile fiscale ha avuto effetti sia sulla struttura del bilancio delle banche, sia sul ruolo svolto dagli intermediari nel sistema finanziario. La composizione dell'attivo e del passivo delle banche è stata direttamente influenzata dalla fiscalità degli strumenti finanziari, determinando, da un lato le scelte allocative delle risorse, e, dall'altro, il successo o la scomparsa di specifiche forme di raccolta. Sotto il primo profilo è significativo la rilevanza degli impieghi in titoli esenti negli anni settanta; per il secondo aspetto, va ricordata la parabola dei CD (in crescita a discapito dei depositi a partire dai primi anni ottanta, e quasi del tutto sostituiti dalle obbligazioni nella seconda metà degli anni novanta). La scelta di tassare i redditi finanziari con prelievi sostitutivi alla fonte, in luogo della dichiarazione degli stessi a cura del contribuente, ha agevolato l'afflusso del risparmio verso gli intermediari.

APPENDICE

Tavole storiche

Tavola storica: le modifiche legislative

Data decorrenza	Strumento interessato	Intervento	Atto legislativo
1/1/1974	Depositi e c/c bancari e postali	Introduzione R 15%	Art. 26, c. 2, DPR n. 600/73
1/1/1974	Certificati di deposito e buoni fruttiferi	Introduzione R 15%	Art. 26, c. 2, DPR n. 600/73
1/1/1974	Titoli di stato ed equiparati	E	Art. 31, c. 1, DPR n. 601/73
1/1/1974	Obbligazioni emesse da ICS, sezioni credito speciale e banche	Introduzione R 10%	Art. 26, c. 1, DPR n. 600/73
1/1/1974	Obbligazioni emesse da enti a gestione Statale e da società PP.SS.	Introduzione R 20%	Art. 26, c. 1, DPR n. 600/73
1/1/1974	Obbligazioni emesse da società quotate, non quotate e soggetti non residenti	Introduzione R 30%	Art. 26, c. 1, DPR n. 600/73
1/1/1974	Titoli atipici	Introduzione R 15%	Art. 26, c. 5, DPR n. 600/73
1/1/1974	Utili	Introduzione RA 10%	Art. 27, c. 1, DPR n. 600/73
1/1/1974	Plusvalenze	Non imponibilità*	Art. 76, c. 1, DPR n. 597/73
9/4/1974	Utili derivanti da azioni ordinarie	Opzione tra RA al 10% e R al 30%	Art. 7 DL. 8/4/74, n. 95, conv. dalla L. 216/74
23/6/1974	Utili derivanti da azioni di risparmio	Introduzione R 15%	Art. 20, c. 2, L. 7/6/74, n. 216
23/6/1974	Obbligazioni convertibili emesse da società quotate	Diminuzione R al 15%	Art. 9 L. 7/6/74, n. 216

* Più precisamente, imponibilità solo in presenza di "intento speculativo", la cui dimostrazione era rimessa all'Amministrazione.

segue Tav. 1

Tavola storica: le modifiche legislative

Data decorrenza	Strumento interessato	Intervento	Atto legislativo
6/12/1975	Obbligazioni ordinarie emesse da società quotate	Diminuzione R al 20%	Art. 12, c. 1, L. 2/12/75, n. 576
6/12/1975	Obbligazioni convertibili emesse da società quotate	Diminuzione R al 10%	Art. 12, c. 1, L. 2/12/75, n. 576
6/12/1975	Obbligazioni emesse da società non quotate	Diminuzione R al 20%	Art. 12, c. 1, L. 2/12/75, n. 576
18/3/1976	Depositi e c/c bancari e postali	Aumento R al 16%	DL 18/3/76, n. 46
18/3/1976	Certificati di deposito e buoni fruttiferi	Aumento R al 16%	DL. 18/3/76, n. 46
1/1/1978	Depositi e c/c bancari e postali	Aumento R al 20%	DL. 23/12/77, n. 936; reiterato: DL. 26/5/78, n. 216
1/1/1978	Certificati di deposito e buoni fruttiferi	Aumento R al 20%	DL. 23/12/77, n. 936; reiterato: DL. 26/5/78, n. 216
1/1/1979	Utili derivanti da azioni ordinarie	RA al 10%	Art. 5, c. 2, L. 16/12/77, n. 904
3/7/1980	Certificati di deposito e buoni fruttiferi vincolati a non meno di 18 mesi	E	Art. 20 DL. 3/7/80, n. 288
3/7/1980	Obbligazioni emesse da ICS, sezioni credito speciale e banche	E	Art. 20 DL. 3/7/80, n. 288

Tavola storica: le modifiche legislative

Data decorrenza	Strumento interessato	Intervento	Atto legislativo
31/12/1980	Obbligazioni emesse da enti a gestione Statale e da società PP.SS.	E	L. 22/12/80, n. 891
31/12/1980	Obbligazioni emesse da società quotate	E	L. 22/12/80, n. 891
3/10/1981	Accettazioni bancarie	Introduzione R 15%	DL. 2/10/81, n. 546, conv. In L. 1/12/81, n. 692
1/1/1982	Depositi e c/c bancari e postali	Aumento R al 21,6%	DL. 22/12/81, n. 787, conv. In L. 26/2/82, n. 52
1/1/1982	Certificati di deposito e buoni fruttiferi	Aumento R al 21,6%	DL. 22/12/81, n. 787, conv. In L. 26/2/82, n. 52
1/1/1982	Obbligazioni emesse da società non quotate	Aumento R al 21,6%	DL. 22/12/81, n. 787, conv. In L. 26/2/82, n. 52
1/1/1982	Accettazioni bancarie	Aumento R al 16,2%	DL. 22/12/81, n. 787, conv. In L. 26/2/82, n. 52
1/10/1982	Certificati di deposito e buoni fruttiferi vincolati a non meno di 18 mesi	Aumento R al 10,8%	Fine esenzione: art. 1 DL. 28/9/81, n. 540, conv. in L. 27/11/81, n. 676; addizionale 8% alla ritenuta di cui all'art. 26 DPR 600/73: DL. 22/12/81, n. 787, conv. in L. 26/2/82, n. 52

segue Tav. 1

Tavola storica: le modifiche legislative

Data decorrenza	Strumento interessato	Intervento	Atto legislativo
1/10/1982	Obbligazioni emesse da ICS, sezioni credito speciale e banche	Aumento R al 10,8%	Cfr. <i>Supra</i>
1/10/1982	Obbligazioni emesse da enti a gestione Statale e da società PP.SS.	Aumento R al 10,8%	Cfr. <i>Supra</i>
1/10/1982	Obbligazioni emesse da società quotate e non quotate	Aumento R al 10,8%	Cfr. <i>Supra</i>
1/10/1983	Depositi e c/c bancari e postali	Aumento R al 25%	Art. 1 DL. 30/9/83, n. 512, conv. in L. 25/11/83, n. 649
1/10/1983	Certificati di deposito e buoni fruttiferi	Aumento R al 25%	Art. 1 DL. 30/9/83, n. 512, conv. in L. 25/11/83, n. 649
1/10/1983	Titoli atipici	Introduzione R 18%	Art. 5 DL. 30/9/83, n. 512, conv. in L. 25/11/83, n. 649
1/1/1984	Certificati di deposito e buoni fruttiferi vincolati a non meno di 18 mesi	Aumento R al 12,5%	Art. 10, c. 2, DL. 30/9/83, n. 512, conv. in L. 25/11/83, n. 649
1/1/1984	Obbligazioni emesse da ICS, sezioni credito speciale e banche	Aumento R al 12,5%	Art. 11, c. 2bis, DL. 30/9/83, n. 512, come modificato dalla legge di conversione (L. 25/11/83, n. 649)
1/1/1984	Obbligazioni emesse da enti a gestione Statale e da società PP.SS.	Aumento R al 12,5%	Cfr. <i>Supra</i>

Tavola storica: le modifiche legislative

Data decorrenza	Strumento interessato	Intervento	Atto legislativo
1/1/1984	Obbligazioni emesse da società quotate e non quotate	Aumento R al 12,5%	Cfr. <i>Supra</i>
1/1/1984	Accettazioni bancarie	Diminuzione R al 15%	Fine periodo applicabilità addizionale 8% introdotta dal DL. 22/12/81, n. 787, conv. in L. 26/2/82, n. 52
20/12/1984	Plusvalenze su partecipazioni qualificate	P (Introduzione presunzione assoluta di intento speculativo)	Art. 3, c. 11, DL. 19/12/84, n. 853, conv. in L. 17/02/85, n. 17
1/10/1985	Capitali riscossi su assicurazioni vita	Introduzione R al 12,5%	Art. 6, L. 26/9/1985, n. 482
20/9/1986	Titoli di Stato emessi in Italia	Introduzione R al 6,25%	Art. 1, D.L. 19/9/1986, n.556, conv. in L. 17/11/1986, n. 759
1/9/1987	Titoli di Stato emessi in Italia	Aumento R al 12,5%	Art. 3, D.L. 27/8/1987, n. 348, non convertito, i cui effetti sono stati fatti salvi dall'art. 1, della L. 21/11/1987, n. 477
1/1/1988	Depositi e c/c bancari e postali a vista e vincolati a meno di 3 mesi	Aumento R al 30%	Art. 4, D.L. 29/12/1987, n. 533; art. 2, D.L. 13/1/1988, n. 3; decreti non convertiti, i cui effetti sono stati fatti salvi dall'art. 7, L. 11/3/1988, n. 67

segue Tav. 1

Tavola storica: le modifiche legislative

Data decorrenza	Strumento interessato	Intervento	Atto legislativo
1/1/1988	Obbligazioni emesse da non residenti	Aumento R al 30%	Art. 4, D.L. 29/12/1987, n. 533; art. 2, D.L. 13/1/1988, n. 3; decreti non convertiti, i cui effetti sono stati fatti salvi dall'art. 7, L. 11/3/1988, n. 67
1/1/1989	Obbligazioni emesse da società non quotate	Aumento R al 30%	Art. 32, c.2, D.L. 30/12/1988, n. 550, non convertito in legge; art. 32, c. 2, D.L. 2/3/1989, n. 69, conv. In L. 27/4/1989, n. 154
1/1/1989	Titoli atipici	Aumento R al 30%	Art. 32, c.1, D.L. 30/12/1988, n. 550, non convertito in legge; art. 32, c. 1 D.L. 2/3/1989, n. 69, conv. In L. 27/4/1989, n. 154
28/9/1990	Plusvalenze su partecipazioni	Introduzione R al 12,5%-20%	D.L. 28/9/1990, n. 267, non convertito; D.L. 27/11/1990, n. 350, non convertito; D.L. 28/1/1991, n. 27, conv. in L. 25/3/1991, n. 102
28/1/1991	Plusvalenze su partecipazioni qualificate	Aumento R al 25%	Art. 2, D.L. 28/1/1991, n. 27, conv. in L. 25/3/1991, n. 102

Tavola storica: le modifiche legislative

Data decorrenza	Strumento interessato	Intervento	Atto legislativo
1/4/1991	Plusvalenze su partecipazioni non qualificate	Aumento R al 15%-25%	Art. 3, D.L. 28/1/1991, n. 27, conv. in L. 25/3/1991, n. 102
3/10/1991	Depositi e c/c bancari e postali vincolati da 3 a 12 mesi	Aumento R al 30%	Art. 1, D.L. 1/10/1991, n. 307, conv. in L. 29/11/1991, n. 377
3/10/1991	Certificati di deposito e buoni fruttiferi vincolati da 3 a 12 mesi	Aumento R al 30%	Art. 1, D.L. 1/10/1991, n. 307, conv. in L. 29/11/1991, n. 377
10/9/1992	Titoli di Stato emesis all'estero	Introduzione R al 12,5%	Art.1, D.L. 9/9/1992, n. 372, conv. in L. 5/11/1992, n. 429
10/9/1992	Obbligazioni emesse da non residenti	Diminuzione R al 12,5%	Art.3, D.L. 9/9/1992, n. 372, conv. in L. 5/11/1992, n. 429
9/11/1992	Plusvalenze su partecipazioni non qualificate in società quotate	E	Art. 7, D.L. 9/9/1992, n. 372, conv. in L. 5/11/1992, n. 429
13/1/1994	Cambiali finanziarie	Introduzione R al 15%	Art.3, L. 13/1/1994, n. 43
12/6/1994	Utili da azioni ordinarie di società quotate	RA 10% - R 12,5%	Art. 4, D.L. 10/6/1994, n. 357, conv. in L. 8/8/1994, n. 489
1/1/1995	Obbligazioni emesse da società non quotate	Diminuzione R al 12,5%	Art. 5, c. 1, L. 23/12/1994, n. 725

segue Tav. 1

Tavola storica: le modifiche legislative

Data decorrenza	Strumento interessato	Intervento	Atto legislativo
1/1/1995	Utili da azioni di risparmio	Diminuzione R al 12,5%	Art. 5, c. 2, L. 23/12/1994, n. 725
20/6/1996	Depositi e c/c bancari e postali	Aumento / Diminuzione R al 27%	Art. 7, D.L. 20/6/1996, n. 323
20/6/1996	Certificati di deposito e buoni fruttiferi	Aumento / Diminuzione R al 27%	Art. 7, D.L. 20/6/1996, n. 323
30/8/1996	Obbligazioni con durata inferiore a 18 mesi	Aumento ritenuta al 27%	Art. 14, D.L. 30/8/1996, n. 449, reiterato con D.L. 23/10/1996, n. 547, non convertito, i cui effetti sono stati fatti salvi dalla L. 23/12/1996, n. 662
1/7/1998	Cambiali finanziarie	Diminuzione R al 12,5%	Art. 12, c.1, D.Lgs. 21/11/1997, n. 461
1/7/1998	Accettazioni bancarie	Aumento R al 27%	Art. 12., c. 9, D.Lgs. 21/11/1997, n. 461
1/7/1998	Titoli atipici	Diminuzione R al 27%	Art. 12, c. 8, D.Lgs. 21/11/1997, n. 461
1/7/1998	Utili da azioni ordinarie e di risparmio	R al 12,5%	Art. 12, c.4, D.Lgs. 21/11/1997, n. 461

Tavola storica: le modifiche legislative

Data decorrenza	Strumento interessato	Intervento	Atto legislativo
1/7/1998	Plusvalenze da partecipazioni qualificate	Aumento R al 27%	Art. 5, c. 1, D.Lgs. 21/11/1997, n. 461
1/7/1998	Plusvalenze da partecipazioni non qualificate in società quotate	Aumento R al 12,5%	Art. 5, c. 2, D.Lgs. 21/11/1997, n. 461
1/7/1998	Plusvalenze da partecipazioni non qualificate in società non quotate	Diminuzione R al 12,5%	Art. 5, c. 2, D.Lgs. 21/11/1997, n. 461
1/7/1998	Plusvalenze su obbligazioni e altri strumenti finanziari	Introduzione R al 12,5%	Art. 5, c. 2, D.Lgs. 21/11/1997, n. 461
1/1/2004	Utili e plusvalenze da partecipazioni qualificate	P sul 40% del provento	D. Lgs. 12/12/2003, n. 344

Legenda: R = ritenuta/imposta sostitutiva a titolo definitivo; RA = ritenuta a titolo di acconto; E = esenzione; P = tassazione progressiva attraverso l'inclusione nel reddito personale soggetto ad Irpef.

Tav. 2

**Evoluzione delle aliquote di tassazione sulle principali tipologie di redditi finanziari
per le persone fisiche residenti**

	1974		1975		1976		1977		1978		1979		1980		1981	
	1/1	23/6		6/12		18/3			1/1				3/7	31/12		3/10
INTERESSI E ALTRI PROVENTI SU:																
Depositi e c/c bancari e postali:																
a) a vista e vinc. a meno di 3 mesi																
b) vinc. da 3 a 12 mesi			15				16							20 (1)		
c) vinc. da più di 12 a meno di 18 mesi																
d) vinc. a non meno di 18 mesi																
Cert. di dep. e buoni fruttiferi:																
a) vinc. da 3 a 12 mesi			15				16							20 (1)		
b) vinc. da più di 12 a meno di 18 mesi																
c) vinc. a non meno di 18 mesi															E (2)	
Titoli di Stato ed equiparati:																
a) emessi in Italia																
b) emessi all'estero																
Obbligazioni e titoli simili emessi da:																
a) ICS e Sez. Cred. Spec./banche									10							E (2)
b) enti gest. PP.SS.									20							
c) soc. quotate:																
- ordinarie																E (2)
- convertibili				15					10							
d) soc. non quotate																20

segue Tav. 2

**Evoluzione delle aliquote di tassazione sulle principali tipologie di redditi finanziari
per le persone fisiche residenti**

	1982		1983		1984		1985		1986		1987		1988		1989	
	1/1	1/10	1/10	1/10	1/1	1/10	1/10	1/10	20/9	1/9	1/1	1/1	1/1	1/1	1/1	1/1
INTERESSI E ALTRI PROVENTI SU:																
Depositi e c/c bancari e postali:																
a) a vista e vinc. a meno di 3 mesi													30			
b) vinc. da 3 a 12 mesi	21,60 (3)															
c) vinc. da più di 12 a meno di 18 mesi	25															
d) vinc. a non meno di 18 mesi																
Cert. di dep. e buoni fruttiferi:																
a) vinc. da 3 a 12 mesi	21,60 (3)				25											
b) vinc. da più di 12 a meno di 18 mesi																
c) vinc. a non meno di 18 mesi	E (2)	10,80 (3)			12,50											
Titoli di Stato ed equiparati:																
a) emessi in Italia	E										6,25		12,50			
b) emessi all'estero																
Obbligazioni e titoli simili emessi da:																
a) ICS e Sez. Cred. Spec./banche	E (2)	10,80 (3)			12,50											
b) enti gest. PP.SS.																
c) soc. quotate:																
- ordinarie	E (2)	12,5														
- convertibili	10,80 (3)															
d) soc. non quotate	21,60 (3)															
e) sogg. non residenti	30															
Cambiali finanziarie																

segue Tav. 2

Evoluzione delle aliquote di tassazione sulle principali tipologie di redditi finanziari per le persone fisiche residenti

	1990			1991			1992			1993			1994			1995			1996		
						3/10			10/9						13/1			1/1		20/6	30/8
INTERESSI E ALTRI PROVENTI SU:																					
Depositi e c/c bancari e postali:																					
a) a vista e vinc. a meno di 3 mesi	30																			27 (7)	
b) vinc. da 3 a 12 mesi																					
c) vinc. da più di 12 a meno di 18 mesi	25																				
d) vinc. a non meno di 18 mesi																					
Cert. di dep. e buoni fruttiferi:																					
a) vinc. da 3 a 12 mesi	30																			27	
b) vinc. da più di 12 a meno di 18 mesi	25																				
c) vinc. a non meno di 18 mesi	12,50																				
Titoli di Stato ed equiparati:																					
a) emessi in Italia	12,5																				
b) emessi all'estero	E																				
Obbligazioni e titoli simili emessi da:																					
a) ICS e Sez. Cred. Spec./banche	12,5																			12,5	
b) enti gest. PP.SS.																				(8)	
c) soc. quotate:																					
- ordinarie	12,5																			12,5	
- convertibili																					
d) soc. non quotate	30																			(6)	(8)

segue Tav. 2

**Evoluzione delle aliquote di tassazione sulle principali tipologie di redditi finanziari
per le persone fisiche residenti**

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
		1/7			1/1			1/1
INTERESSI E ALTRI PROVENTI SU:								
Depositi e c/c bancari e postali:								
a) a vista e vinc. a meno di 3 mesi								
b) vinc. da 3 a 12 mesi				27				
c) vinc. da più di 12 a meno di 18 mesi								
d) vinc. a non meno di 18 mesi								
Cert. di dep. e buoni fruttiferi:								
a) vinc. da 3 a 12 mesi				27				
b) vinc. da più di 12 a meno di 18 mesi								
c) vinc. a non meno di 18 mesi								
Titoli di Stato ed equiparati:								
a) emessi in Italia				12,5				
b) emessi all'estero								
Obbligazioni e titoli similari emessi da:								
a) ICS e Sez. Cred. Spec./banche				12,5 (8)				
b) enti gest. PP.SS.								
c) soc. quotate:								
- ordinarie								
- convertibili				12,5 (8)				
d) soc. non quotate								
e) sogg. non residenti								
Cambiali finanziarie	15				12,5			
Accettazioni bancarie					27			
Titoli atipici	30				27			
Capitali riscossi su assicurazioni vita			12,5			12,5 (9)		

segue Tav. 2

**Evoluzione delle aliquote di tassazione sulle principali tipologie di redditi finanziari
per le persone fisiche residenti**

	1974			1975			1976			1977			1978			1979			1980			1981		
	1/1	9/4	23/6													1/1								
UTILI DERIVANTI DA:																								
a) azioni ordinarie																								
- partecipazioni qualificate	10 (10)	10/30 (11)												10 (10)										
- partecipazioni non qualificate																								
b) azioni di risparmio		15 (12)																						
PLUSVALENZE																								
a) su azioni di società quotate																								
- partecipazioni qualificate																								
- partecipazioni non qualificate																								
- su azioni di altre società																								
- partecipazioni qualificate																								
- partecipazioni non qualificate																								
b) su obbligazioni																								

segue Tav. 2

**Evoluzione delle aliquote di tassazione sulle principali tipologie di redditi finanziari
per le persone fisiche residenti**

	1982			1983			1984			1985			1986			1987			1988			1989		
	1/1								20/12															
UTILI DERIVANTI DA:																								
a) azioni ordinarie																								
- partecipazioni qualificate	10 (10)																							
- partecipazioni non qualificate																								
b) azioni di risparmio	15 (12)																							
PLUSVALENZE																								
a) su azioni di società quotate																								
- partecipazioni qualificate	P (13)																							
- partecipazioni non qualificate																								
- su azioni di altre società																								
- partecipazioni qualificate	P (13)																							
- partecipazioni non qualificate																								
b) su obbligazioni																								

segue Tav. 2

Evoluzione delle aliquote di tassazione sulle principali tipologie di redditi finanziari per le persone fisiche residenti

	1990		1991		1992		1993		1994		1995		1996	
		28/9	28/01	1/4		9/11			12/6	1/1				
UTILI DERIVANTI DA:														
a) azioni ordinarie														
- partecipazioni qualificate	10 (10)										10/12,50 (17)			
- partecipazioni non qualificate														
b) azioni di risparmio	15 (12)										12,5			
PLUSVALENZE														
a) su azioni di società quotate														
- partecipazioni qualificate	P (13)		25 (15)											
- partecipazioni non qualificate		(14)	25/15 (15)				E (16)							
- su azioni di altre società														
- partecipazioni qualificate	P (13)		25 (15)											
- partecipazioni non qualificate		(14)	25/15 (15)											
b) su obbligazioni														

segue Tav. 2

**Evoluzione delle aliquote di tassazione sulle principali tipologie di redditi finanziari
per le persone fisiche residenti**

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
		1/7						1/4
UTILI DERIVANTI DA:								
a) azioni ordinarie								
- partecipazioni qualificate	10/12,50 (17)	12,50 (18)						P
- partecipazioni non qualificate								
b) azioni di risparmio	12,5							
PLUSVALENZE								
a) su azioni di società quotate								
- partecipazioni qualificate	25 (15)	27 (19)					P	
- partecipazioni non qualificate	E (16)	12,50						
- su azioni di altre società								
- partecipazioni qualificate	25 (15)	27 (19)					P	
- partecipazioni non qualificate	25/15 (15)	12,50						
b) su obbligazioni								

NOTE

- (1) Il DL. 23.12.1977, n. 936, conv. in L. 23.2.1978, n. 38, aumentò dal 16 per cento al 18 per cento la ritenuta sugli interessi, premi ed altri frutti dei depositi e c/c bancari e postali maturati dall'1.1.1978. Il successivo DL. 26.5.1978, n. 216, conv. in L. 24.7.1978, n. 388, aumentò la medesima ritenuta dal 18 per cento al 20 per cento, sempre per gli interessi maturati dall'1.1.1978.
- (2) Per i titoli emessi nel periodo 1.10.1980 - 30.9.1981 l'esenzione si applicava solo se la durata era superiore a 3 anni. Per i titoli emessi da ICS e Sez. di credito speciale l'esenzione decorreva dal 3.7.1980.
- (3) Con DL. 22.12.1981, n. 787, conv. in L. 26.2.1982, n. 52 venne istituita un'addizionale dell'8 per cento su IRPEG e ILOR e sulle ritenute di cui ai commi 1 e 2 dell'articolo 26 del DPR n. 600/1973 e al penultimo comma dell'articolo 27 del DPR n. 600/1973. L'addizionale fu abolita con effetto dall'1.10.1983 per gli interessi da depositi e c/c bancari e postali.
- (4) Il DL 550/1988 aveva portato la ritenuta al 25 per cento, poi ridotta al 18 per cento in sede di conversione.
- (5) Le cambiali finanziarie sono state introdotte con legge n. 43 del 13.1.94.
- (6) Per le obbligazioni emesse da società non quotate, a partire dal 1.1.1995 la ritenuta è pari al 12,5 per cento solo se il rendimento all'emissione è allineato ai limiti di legge. In caso contrario si applica il 30 per cento sui titoli emessi fino al 30.6.1998 e il 27 per cento su quelli emessi successivamente a tale data.
- (7) Per i depositi a risparmio postale l'aliquota del 27 per cento si applica a partire dal 9.8.1996.
- (8) Per le obbligazioni e titoli simili emessi dal 31.8.1996, in Italia o all'estero, si applica l'aliquota del 27 per cento, invece di quella del 12,5 per cento, se la scadenza dei titoli è inferiore ai 18 mesi.
- (9) I contratti di assicurazione sulla vita "misti" sottoscritti dopo il 1°.1.2001 non hanno più diritto alla detrazione del 19 per cento dei premi versati. La tassazione, introdotta a partire dal 1.10.1985, è effettuata sempre con aliquota del 12,5 per cento sulla differenza tra capitale riscosso e premi versati. La base imponibile è ridotta del 2 per cento per ogni anno di durata del contratto superiore al decimo.

- (10) La ritenuta del 10 per cento si applicava a titolo di acconto.
- (11) La ritenuta del 30 per cento a titolo d'imposta poteva essere applicata su opzione del percettore. Per i dividendi la cui distribuzione era stata deliberata nel periodo 11.10.1976 - 31.12.1978 l'aliquota della cedolare secca era pari al 50 per cento. Dall'1.1.1977 era riconosciuto ai percettori un credito per l'imposta pagata dalla società.
- (12) Per le azioni di risparmio nominative era prevista la possibilità di opzione per la ritenuta d'acconto prevista per le azioni ordinarie.
- (13) Dal 20.12.1984 l'art. 3, comma 11, del DL 19.12.1984, n. 853, convertito nella L. 17.2.1985, n. 17, ha introdotto una presunzione assoluta di "intento speculativo" ai sensi dell'art. 76 del DPR n. 597/1973 per le cessioni di partecipazioni societarie qualificate. Fino al 31.12.1987 si consideravano qualificate le partecipazioni superiori al 2 per cento, 10 per cento o 25 per cento del capitale, rispettivamente per le società quotate, le società per azioni non quotate e le partecipazioni non azionarie. Dall'1.1.1988 le percentuali di partecipazione rilevanti sono state portate, rispettivamente, al 2 per cento, 5 per cento e 15 per cento (ridotta al 10 per cento dal 30.12.1993). La tassazione veniva realizzata attraverso l'inclusione delle plusvalenze nel reddito personale soggetto a tassazione progressiva.
- (14) Nel periodo 28.9.1990 – 27.1.1991 l'imposta sostitutiva sulle plusvalenze si applicava a cura degli intermediari e con l'aliquota del 12,5 per cento o del 20 per cento a seconda che il periodo di possesso fosse stato di durata superiore o inferiore a 18 mesi (DL. 28.9.1990, n. 267, decaduto e sostituito dal DL. 27.11.1990, n. 350).
- (15) Dal 28.1.1991, il DL. 28.1.1991, n. 27, conv. con modificazioni dalla L. 25.3.1991, n. 102, ha introdotto due regimi di tassazione delle plusvalenze. Nel regime analitico l'imposta sostitutiva sulle plusvalenze si applicava in sede di dichiarazione annuale e con l'aliquota del 25 per cento sulla differenza tra il prezzo di cessione e il costo di acquisto rivalutato, al netto di eventuali minusvalenze. Nel regime forfetario, non applicabile alle plusvalenze derivanti da partecipazioni qualificate, il prelievo era operato dagli intermediari e con l'aliquota del 15 per cento (pari al 20 per cento fino al 31.3.1991, poi ridotta al 15 per cento per effetto della legge di conversione) su una plusvalenza teorica calcolata come percentuale (7 per cento fino

- al 23.5.1994; 14 per cento fino al 29.9.1997) del corrispettivo di cessione.
- (16) L'applicazione dell'imposta sostitutiva sulle plusvalenze derivanti da azioni quotate era stata sospesa dal 9.11.1992 (DL. 9.9.1992, n. 372, conv. in L. 5.11.1992, n. 429).
- (17) La ritenuta del 12,5 per cento si applicava, in via opzionale, sugli utili distribuiti da società quotate.
- (18) La ritenuta si applica a titolo d'imposta sugli utili relativi a partecipazioni non qualificate, con opzione per la tassazione progressiva. Per i dividendi la cui distribuzione è stata deliberata dall'1.1.2004 non è più ammessa l'opzione per la tassazione progressiva.
- (19) Dall'1.7.98 si considerano qualificate le partecipazioni superiori al 2 o al 20 per cento dei diritti di voto ovvero al 5 o al 25 per cento del patrimonio, secondo che si tratti di titoli negoziati in mercati regolamentati o di altre partecipazioni.

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

- Adonnino, P. (1967), *Il regime tributario italiano delle operazioni di credito a medio e lungo termine*, in "La Rivista Tributaria," vol. XXXVII.
- Alworth, J. Arachi, G. e R. Hamaui, (2003), "What's Come to Perfection Perishes": *Adjusting Capital Gains Taxation in Italy*, in "National Tax Journal", vol. LVI, n. 1, Part 2, marzo.
- Ancidoni, G. (1999), *Il regime del risparmio amministrato e del risparmio gestito in un'ottica comparativa*, in "Bancaria", n. 4.
- Ancidoni, G., Bianchi, B., Ceriani, V., Coraggio, P., Di Majo, A., Marcelli, R. e N. Pietrafesa (1987), *La tassazione e i mercati finanziari*, Banca d'Italia, Temi di discussione, n. 94, agosto.
- Banca d'Italia, *Relazione annuale*, diverse annate.
- Banfi, A. e M.L. Di Battista (a cura di) (1998), *Tendenze e prospettive del risparmio gestito*, Bologna, il Mulino.
- Berliri, A. (1969), *Il Testo unico delle imposte dirette*, Milano, Giuffrè.
- Bernardino, A. (1961), *Famiglia (Imposta di)*, in *Novissimo digesto italiano*, Torino, UTET.
- Bernareggi, G.M. (1986), *Effetti della tassazione dei titoli pubblici in Italia*, in "Economia Pubblica", n. 4-5.
- _____ (1987), *Nota aggiuntiva sul tema della tassazione dei titoli pubblici*, in "Economia Pubblica", n. 9-10.
- _____ (1995), *Lo stato della controversia sulla tassazione dei titoli pubblici*, in G: Muraro e N. Sartor (a cura di), *La tassazione delle attività finanziarie*, Milano, Franco Angeli.
- Bianchi, B. (1975a), *La struttura dei tassi d'interesse*, in F. Cotula. e P. De Stefani (a cura di), *Elementi per la politica monetaria*, Roma, Bulzoni Editore.
- _____ (1975b), *La regolazione delle emissioni di valori mobiliari*, in F. Cotula e P. De Stefani (a cura di), *Elementi per la politica monetaria*, Roma, Bulzoni Editore.

- _____ (1980), *Recenti sviluppi del mercato obbligazionario: struttura di mercato, variabilità dei tassi, indicizzazione e trattamento fiscale*, in "Bancaria", n. 10.
- Bianchi, B., Marcelli, R. e V. Mezzacapo (1982), *Recenti fenomeni di intermediazione finanziaria con emissione di titoli atipici: forme, dimensioni e disciplina*, Banca d'Italia, Contributi alla ricerca economica, n. 14.
- Bonci, R. e M. Coletta, (2006), *I conti finanziari dell'Italia dal 1950 ad oggi*, in questo volume.
- Bordignon, M., Giannini, S. e P. Panteghini (1999), *Corporate Taxation in Italy: an Analysis of the 1998 Reform*, in "FinanzArchiv", vol. 56, n. 3-4.
- Bosisio, O. (1970), *Imposte e tasse. Guida pratica aggiornata con le ultime leggi*, Milano, Pirola Editore.
- Bufacchi, I. (1996), *Ma l'estero vuole certezze sulla riforma*, Milano, Il Sole 24 Ore, 12 marzo.
- Caleffi, F. e L. Pecchi, (1995), *Aiuta i mercati la riforma delle ritenute sui titoli*, Milano, Il Sole 24 Ore, 6 ottobre.
- Capomassi, L., Ceriani, V., Coraggio, P., Gasbarrini, M.G., Marcelli, R. e N. Pietrafesa (1989), *La tassazione delle rendite finanziarie nella CEE alla luce della liberalizzazione valutaria*, Banca d'Italia, Temi di discussione, n. 114, febbraio.
- Caranza, C. e C. Cottarelli (1986), *Financial Innovation in Italy: a Lopsided Process*, Quaderni di ricerca giuridica della Banca d'Italia, n. 64.
- Carbonetti, F. (1988), *Il controllo della Banca d'Italia sulle emissioni di titoli atipici*, Quaderni di ricerca giuridica della Banca d'Italia, n. 19.
- Ceriani, V. e G. Ferri (1991), *Effetti della ritenuta d'acconto sugli interessi interbancari*, in "Politica Economica", n. 2.
- Ceriani, V., Ferri, G. e A. Generale (1992a), *Fiscalità sui titoli ed espansione dei crediti bancari*, in "Bancaria", nn. 7-8 (Parte I) e 9 (Parte II).
- Ceriani, V., Frasca, F.M. e D. Monacelli (1992b), *Il sistema tributario e il disavanzo pubblico: problemi e prospettive*, in Ente "Luigi Einaudi"

- (a cura di), *Il disavanzo pubblico in Italia: natura strutturale e politiche di rientro*, Bologna, il Mulino.
- Ciocca, P. (1998a), *Memoria sulla tassazione delle attività finanziarie*, Audizione alla Commissione Parlamentare Riforma Fiscale del 27 maggio 1998.
- _____ (1998b), *Tassazione delle attività finanziarie e sviluppo del risparmio gestito*, in “Bancaria”, n. 6.
- _____ (2000), *La nuova finanza in Italia*, Torino, Bollati Boringhieri.
- _____ (2003), *L'economia italiana: un problema di crescita*, Relazione alla 44^a riunione scientifica annuale della Società italiana degli economisti, Salerno, 25 ottobre.
- Codogno, L. e A. Zorzi (1996), *I rendimenti lordi dei titoli di Stato: la componente fiscale e l'impatto della nuova riforma*, in “Bancaria”, n. 10.
- Consiglio di Borsa (1996), *Guida al prestito titoli in Italia*, Roma, Bancaria Editrice.
- Corinti, A. e G. Cucinotta (1998), *Le polizze Index e Unit Linked in Italia*, in “Quaderni ISVAP”, n. 5.
- Corvino, G. e G. Gandolfi (2001), *I prodotti assicurativi vita*, in P.L. Fabrizi, G. Forestieri e P. Mottura (a cura di), *Gli strumenti e i servizi finanziari*, Milano, EGEA.
- Cosciani, C. (1972) *Conseguenze economiche della riforma tributaria sull'impresa*, in “Bancaria”, n. 5.
- D'Amati, N. (1967), *Reddito (Imposta complementare sul)*, in *Novissimo digesto italiano*, Torino, UTET.
- _____ (1968), *Ricchezza mobile (Imposta di)*, in *Novissimo digesto italiano*, Torino, UTET.
- De Bonis, R. (2006), *Ricchezza finanziaria e indebitamento dell'economia italiana dal 1950 al 2004*, in questo volume.
- Denicò, V. (1987), *Effetti della tassazione dei titoli pubblici sul bilancio dello Stato*, in “Politica Economica”, n. 2.
- De Nova, G., Gerelli, E., Tremonti, G. e G. Visentini (a cura di) (1984), *Nuove forme di impiego del risparmio e di finanziamento delle imprese: disciplina civilistica e fiscale*, Milano, Franco Angeli.

- Di Giovanni, M. e A. Varisco (1992), *L'abolizione della ritenuta sugli interessi interbancari*, in "Bancaria", n. 3.
- Di Majo, A. (1974), *Il teorema di Modigliani-Miller, il costo del capitale e la tassazione del reddito d'impresa in Italia*, in "Rivista Internazionale di Scienze Sociali", n. 4.
- Di Majo, A. (1980), *Tassazione delle attività finanziarie e mercati creditizi in Italia*, Banca d'Italia, Contributi alla ricerca economica, n. 3, giugno.
- Di Majo, A. e F.M. Frasca (1975), *Imposizione personale e distribuzione dei redditi in Italia*, Banca d'Italia, Contributi alla ricerca economica, n. 4, giugno.
- Di Majo, A., Panzeri, C.M., Pisanti, C. e P. Rossi (1981), *Modifiche del trattamento tributario degli interessi dei titoli pubblici e redditività delle aziende di credito*, Banca d'Italia, Contributi alla ricerca economica, n. 10.
- Di Majo, A. e D. Franco (1987a), *Gli effetti delle imposte sulla convenienza a detenere titoli pubblici in Italia*, in "Moneta e Credito", vol. XL, n. 157.
- _____ (1987b), *Tassazione, aziende di credito e titoli del debito pubblico (1974-1986)*, in "Studi e Informazioni", n. 1-2.
- Drudi, F. e G. Majnoni (1993), *La domanda estera di titoli pubblici e le determinanti dei differenziali di rendimento*, in V. Conti e R. Hamai (a cura di), *Il mercato dei titoli di Stato in Italia*, Bologna, il Mulino.
- Efama – European Fund and Asset Management Association (2005), *Quarterly Statistical Release*, n. 21.
- Einaudi, L. (1913), *Immunità o tassazione dei titoli di debito pubblico?*, in *Cronache Economiche e Politiche di un trentennio (1893-1925)*, Torino, Einaudi, 1960.
- Falsitta, G. (1966), *Le plusvalenze nel sistema dell'imposta mobiliare*, Milano, Giuffrè.
- Favero, C., Giavazzi, F. e L. Spaventa (1996), *High Yields: the Spread on German Interest Rates*, NBER, Working Paper n. 5408.
- Flaminio, F.D. (1995), *Tesoro e Finanze studiano rimborsi lampo per i BTP*, Milano, "Il Sole 24 Ore", 3 maggio.

- Focarelli, D. e R. Tedeschi (1993), *Il ruolo della concorrenza nell'evoluzione delle politiche di raccolta delle banche italiane*, Banca d'Italia, Temi di discussione, n. 189, gennaio.
- Fornero, E. (1993), *Risparmio, assicurazioni e fondi pensione. Un riesame della microeconomia delle scelte previdenziali*, in "Giornale degli economisti e annali di economia", vol. LII, n. 1-3.
- Franco, D. e N. Sartor (1988), *Alcune considerazioni sugli effetti di capitalizzazione determinati dalla tassazione dei titoli di Stato*, Banca d'Italia, Temi di discussione, n. 102.
- Frasca, F.M. e R. Paladini (1988), *The Distributive Effects of Taxation of the Public Debt in Italy*, in "Economic Notes", n. 3.
- Gangemi, L. (1967), *Sistemi finanziari comparati*, Torino, UTET.
- Giannini, S. (1997), *Effetti sulle scelte finanziarie delle riforme della tassazione del reddito di impresa*, in P.V. Renzi (a cura di), *La riforma della tassazione del reddito di impresa*, Atti del Convegno tenuto ad Ancona il 9 maggio 1997, Ancona, Clua Edizioni.
- Giannini, S. e M.C. Guerra (1999), *Il sistema tributario verso un modello di tassazione duale*, in L. Bernardi (a cura di), *La finanza pubblica italiana. Rapporto 1999*, Bologna, il Mulino.
- _____ (2000), *Dove eravamo e dove siamo: il sistema tributario dal 1990 al 2000*, in L. Bernardi (a cura di), *La finanza pubblica italiana. Rapporto 2000*, Bologna, il Mulino.
- Giorgi, G. (1968), *Imposta di ricchezza mobile e imposta società*, Roma, Nuova rivista tributaria - Editrice.
- Giovannini, A. (1996), *La politica del debito pubblico in Italia*, in A. Monorchio (a cura di), *La finanza pubblica in Italia dopo la svolta del 1992*, Bologna, il Mulino.
- _____ (1997), *La gestione del debito pubblico*, in "Politica e mezzogiorno", anno VI, nn. 3-4.
- Giovannini, A. e G. Piga (1993), *Perché sono alti i tassi di interessi in Italia?*, in V. Conti e R. Hamai (a cura di), *Il mercato dei titoli di Stato in Italia*, Bologna, il Mulino.
- Guerra, M.C. (1989), *Imposte e mercati finanziari*, Bologna, il Mulino.

- _____ (1998), *Il riordino della tassazione sui redditi di capitale e sui redditi diversi*, in *Rapporto Irs sul Mercato Azionario* – Milano, Il Sole 24 Ore libri.
- _____ (2001), *La previdenza complementare deve essere incentivata fiscalmente?*, in “Rivista della previdenza pubblica e privata”, n. 2.
- _____ (2004), *La disciplina fiscale dei fondi pensione*, in S. Giannini (a cura di), *Fisco e finanza in Italia e in Europa. Prodotti, intermediari e investitori istituzionali*, Roma, Bancaria Editrice.
- Hamau, R. e G. Quarantini (1998), *La riforma della tassazione delle attività finanziarie*, in F. Giavazzi, A. Penati e G. Tabellini (a cura di), *La Costituzione fiscale*, Bologna, il Mulino.
- La Malfa, G. e R. Valiani (1974), *Il mercato delle obbligazioni dopo la riforma tributaria*, in “Moneta e Credito”, n. 105.
- Magliocco, A., Pitaro, D., Ricotti, G. e A. Sanelli (1999), *Tassazione del risparmio gestito e integrazione finanziaria europea*, Banca d'Italia, Quaderni di ricerca giuridica, n. 50.
- Magliocco, A. e A. Sanelli (2004), *Tassazione e sviluppo del venture capital in Europa e negli Stati Uniti. Modelli fiscali a confronto*, in S. Giannini (a cura di), *Fisco e finanza in Italia e in Europa. Prodotti, intermediari e investitori istituzionali*, Roma, Bancaria Editrice.
- Marseglia, G. e C.R. Rizzo (1997), *L'aliquota fiscale effettiva: una nuova chiave di lettura per la curva dei rendimenti dei Btp*, in “Bancaria”, n. 3.
- Matteuzzi, M. (1985), *Vecchi e nuovi problemi nella tassazione delle società di capitali con redditi esenti*, in “Bancaria”, n. 3.
- _____ (1988), *Nota sulla tassazione dei titoli pubblici e incentivi alla speculazione per le imprese*, in “Politica Economica”, n. 3.
- Merlino, R. (1960), *L'imposta complementare progressiva sul reddito nel diritto e nella pratica*, Roma, Centenari.
- Mignarri, E. (1992), *La tassazione dei proventi degli O.I.C.V.M. e delle SICAV*, in “Bancaria”, n. 11.
- Minotti, M. (1993), *Sui fondi pensione pesa una fiscalità punitiva*, in “Bancaria”, n. 9.

- Montuori, L. (1960), *Note sulle tassazioni in base al bilancio*, Torino, Giappichelli.
- Morcaldo, G. (1992), *Il ruolo e le dimensioni del settore pubblico: alcune analisi retrospettive e linee di riforma*, in Ente "Luigi Einaudi" (a cura di), *Il disavanzo pubblico in Italia: natura strutturale e politiche di rientro*, Bologna, il Mulino.
- Olivieri, A. (1995), *Niente ritenuta per l'estero e i Btp decollano di 2 punti*, Milano, Il Sole 24 Ore, 7 dicembre.
- Onado, M. (a cura di) (2004), *Il risparmio gestito*, Roma, Bancaria Editrice.
- Panteghini, P. (1998), *Alcune considerazioni sulla Dual Income Tax italiana*, in "Rivista di Diritto finanziario e Scienza delle finanze", vol. 57, n. 1.
- Panzeri, M.C. (2002), *La tassazione delle rendite finanziarie*, in AA.VV., *La riforma della riforma: da Visco a Tremonti*, Atti del Convegno del 6 giugno 2002 presso l'Università di Roma, allegato de Il Fisco, n. 26 del 2002.
- Panzeri, M.C. e G. Ancidoni (2003), *La fiscalità della previdenza complementare*, in AA.VV., *L'innovazione finanziaria*, Milano, Giuffrè.
- Penati, A. (1993), *Quale struttura a termine? Un'analisi dell'impatto fiscale sulla struttura temporale dei rendimenti*, in V. Conti e R. Hamaui (a cura di) *Il mercato dei titoli di Stato in Italia*, Bologna, il Mulino.
- Penati, A. e J. Alworth (1995), *Titoli di Stato: una ritenuta da abolire*, Milano, Il Sole 24 Ore, 6 agosto.
- Persano Adorno, P. e P. Mattei (1998), *Il trattamento fiscale del risparmio assicurativo sulla vita e delle forme pensionistiche complementari*, in "Quaderni ISVAP", n. 2.
- Piazza, G. (1968), *Ritenuta d'acconto o Imposta sugli utili delle società*, Milano, Edizione Consulente delle Aziende.
- Pietrafesa, N. (1966), *Sul trattamento fiscale relativo alla provvista di capitali attuata mediante emissioni di titoli a reddito fisso*, in "Bancaria", nn. 8 (Parte I) e 9 (Parte II).

- Pisanti, C. e G. Mastrangelo (2003), *Evoluzione dei fondi comuni di investimento*, in AA.VV., *L'innovazione finanziaria*, Milano, Giuffrè.
- Piscitelli, I. (1986), *Si complica tra fisco e imprese la partita sui titoli esenti*, in "Bancaria", n. 4.
- Ricotti, G. (2000), *Potenzialità effettive della Dit quale strumento di riduzione della pressione tributaria*, in "Rassegna Tributaria", n. 2.
- Ricotti, G. e A. Sanelli (2004), *Fiscalità e sviluppo del mercato dei fondi comuni nell'Unione europea*, in S. Giannini (a cura di), *Fisco e finanza in Italia e in Europa. Prodotti, intermediari e investitori istituzionali*, Roma, Bancaria Editrice.
- Rossi, C. (1979), *Note sull'imposta sostitutiva e sul trattamento fiscale degli interessi*, in "Rivista di Politica Economica", n. 11.
- Sarcinelli, M. (1987), *Pensieri in tema di debito pubblico*, in "Rivista di Diritto Finanziario e Scienza delle Finanze", n. 1.
- Sartor, N. (1993), *La tassazione delle plusvalenze patrimoniali in Italia dalla riforma tributaria al decreto n. 372/1992*, in G. Muraro e N. Sartor (a cura di), *La tassazione delle plusvalenze finanziarie*, Padova, Cedam.
- Scarpelli, G. (2001), *La gestione del debito pubblico in Italia*, Roma, Edibank.
- Spaventa, L. (1987), *Effetti della tassazione dei titoli pubblici in Italia: una nota*, in "Economia Pubblica", n. 1-2.
- Sylos Labini, P. (1989), *La riduzione dei tassi dell'interesse*, in "Moneta e Credito", n. 168.
- Tremelloni, R. (1964), *L'attività tributaria dal 1954 al 1964 - Relazione al Presidente del Consiglio del Ministro per le Finanze*, Istituto Poligrafico dello Stato.
- Uckmar, V. (1976), *Società (Imposta sulle)*, in *Novissimo digesto italiano*, Torino, UTET.
- Valiani, R. (1976), *Aspetti economici ed equitativi della tassazione nel mercato monetario e finanziario*, in "Economia del Lavoro", n. 3.
- Vicarelli, F. (1970), *L'esportazione di banconote nell'esperienza italiana dell'ultimo decennio: una analisi quantitativa*, in "Studi Economici", n. 4.

- Visentini, B. (1969), *Riforma tributaria: un problema di volontà politica*, in E. Gerelli e M. Vitale (a cura di), *È fallita la riforma tributaria?*, Milano, Franco Angeli.
- Whitehouse, E. (1999), *The Tax Treatment of Funded Pensions*, in “Social Protection” Discussion Paper, n. 99-10, World Bank.
- Zatterin, M. (1989), *Nuove regole e vecchi titoli*, in S. Bencini (a cura di), *I nuovi BOT*, Venezia, Marsilio Editori.

DISCUSSIONE DEL LAVORO DI G. RICOTTI E A. SANELLI

*Silvia Giannini**

Il lavoro di Alessandra Sanelli e Giacomo Ricotti rappresenta un interessante *excursus* sulle modalità con cui la politica tributaria ha contribuito, nel corso degli ultimi quattro decenni, a modellare la morfologia dei mercati finanziari e a influenzare le scelte di portafoglio degli investitori in Italia.

L'evoluzione del trattamento fiscale delle attività finanziarie è ricostruita con particolare cura e chiarezza. Gli autori compiono un notevole sforzo per individuare alcune possibili chiavi di lettura dei cambiamenti intervenuti negli ultimi quarant'anni. Ne emerge un quadro interessante e variegato, che offre anche utili spunti di riflessione in vista di futuri interventi di riforma.

Come è stato evidenziato dalla letteratura (cfr., per tutti, Bernheim, 2002), la tassazione influenza non tanto il volume complessivo, quanto l'allocazione del risparmio, ossia le scelte di impiego fra prodotti e circuiti diversi. Gli studi empirici, perlopiù limitati al caso statunitense, sembrano confermare queste conclusioni. Pur se affetti da una serie di limitazioni metodologiche, tali studi mostrano come la tassazione eserciti effetti di maggior rilievo sulla scelta delle attività in cui investire il risparmio (*asset selection*), rispetto alla decisione di quanto investire in ciascuna attività (*asset allocation*).

In questo senso è vero che "il fisco conta", come concludono gli autori. Occorre tuttavia fare delle distinzioni, come sottolineato da Ricotti e Sanelli. Con riferimento all'Italia, in alcuni casi la tassazione ha rappresentato il principale fattore, se non l'unico, di sviluppo di uno strumento o mercato finanziario. In altre occasioni il fisco ha contribuito, in concorso con altri elementi, a delineare l'evoluzione dei mercati finanziari, orientando le scelte dei risparmiatori verso date forme di impiego. A questo proposito, è significativo il legame, evidenziato nel lavoro, tra fisco e regolamentazione. Infine, ci sono casi in cui il fisco non solo non è stato determinante per favorire lo sviluppo di un comparto, ma non è riuscito ad avere alcuna influenza, essendo prevalsi altri fattori.

* Docente di Economia Pubblica presso l'Università di Bologna.

Significativo a questo riguardo è l'esempio della previdenza integrativa, rispetto al quale gli incentivi fiscali non sono stati in grado di agevolare lo sviluppo del comparto.

Un altro aspetto evidenziato dagli autori è la maggiore attenzione prestata negli ultimi anni alla neutralità della tassazione. In passato il sistema fiscale è stato contraddistinto da numerosi elementi di irrazionalità. Le scelte compiute rispondevano spesso a logiche contraddittorie: talvolta si "rincorreva il mercato", nel tentativo di chiudere i possibili spazi di elusione fiscale; in altri casi, viceversa, con la leva fiscale si introducevano incentivi per favorire lo sviluppo di dati strumenti o comparti finanziari.

Dagli anni novanta si è assistito a un progressivo mutamento di rotta a favore della neutralità. Gli autori riconducono questo mutamento soprattutto all'internazionalizzazione dei mercati. Anche a mio avviso, la liberalizzazione dei movimenti di capitale e l'integrazione dei mercati hanno contribuito ad attenuare gli intenti allocativi delle scelte di politica tributaria.

Tra i fattori che, invece, non hanno favorito la neutralità sono da annoverare le esigenze di gettito. Ad esempio, negli anni ottanta il crescente fabbisogno erariale ha portato ad aumentare l'aliquota sui depositi, contribuendo ad acuire le distorsioni sul mercato finanziario. Un altro esempio è stato rappresentato dall'aumento dell'aliquota societaria, che ha innalzato il divario con gli altri paesi europei nella tassazione delle imprese.

Il processo verso la neutralità non è completo, come conferma, tra l'altro, la permanenza di due distinte aliquote di tassazione dei redditi delle attività finanziarie. Negli ultimi anni sono stati, anzi, introdotti nuovi elementi di non-neutralità, ad esempio con l'abolizione dell'equalizzatore per l'equiparazione della tassazione delle plusvalenze realizzate a quelle maturate, e nuovi incentivi, che andrebbero ripensati, come quelli a favore della previdenza complementare di recente introdotti (anche se a valere dal 2008). Vi sono poi alcuni arretramenti, come l'abolizione della *Dual income tax*, che ha contribuito a riaprire il divario tra finanziamento con capitale di debito e finanziamento con capitale di rischio.

A quest'ultimo proposito, sottolineo che non si può riformare la tassazione dei redditi finanziari disgiuntamente da quella societaria. L'intreccio tra i due elementi non può essere trascurato, e non potrà essere ignorato anche in eventuali proposte future di riforma.

Sotto questo profilo, ritengo che il lavoro dovrebbe essere integrato estendendo l'analisi alla tassazione societaria. Il paper, infatti, contiene solo qualche richiamo ai profili inerenti alla tassazione delle imprese. Una trattazione più sistematica di questo aspetto potrebbe rappresentare un utile completamento dell'analisi storica condotta dagli autori, soprattutto se si considerano le strette interazioni fra tassazione societaria e regime fiscale dei proventi finanziari in capo agli investitori.

La lettura di un paper così analitico stimola interrogativi su cosa accada negli altri paesi della UE, ovvero su quale rapporto vi sia all'estero tra fisco, prodotti e mercati. Anche questo aspetto potrebbe costituire un elemento da prendere in considerazione per futuri approfondimenti: se risulta più difficoltosa, per ovvie ragioni, una ricostruzione storica della tassazione delle attività finanziarie, sarebbe in ogni caso interessante esaminare lo *status quo* a livello comparato, con un lavoro simile a quello che gli stessi autori hanno effettuato sui fondi comuni nella UE.

Infine, tenuto conto del pregevole sforzo di ricostruzione delle variabili fiscali, nonché dei conti finanziari, effettuato in occasione di questa ricerca, in una prospettiva storica sufficientemente lunga e densa di eventi, sarebbe molto interessante se gli autori utilizzassero in futuro queste informazioni per approfondire, attraverso indagini econometriche, il contributo del fisco alla morfologia dei conti finanziari italiani, individuando i settori che hanno risentito di questo influsso in misura più significativa.

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

Bernheim, B.D. (2002), *Taxation and Savings*, in A. Auerbach e M. Feldstein (a cura di.), *Handbook of Public Economics*, vol. 3, Amsterdam, North Holland.

EFFETTI DELLA POLITICA MONETARIA SUI FLUSSI FINANZIARI: IL CASO ITALIANO

Riccardo Bonci e Francesco Columba**

1. Introduzione

Una ricca letteratura, iniziata con il lavoro di Sims (1980), ha analizzato con modelli regressivi autovettoriali (VAR) gli effetti degli shock esogeni di politica monetaria sul ciclo economico, considerando l'economia nel suo insieme. L'effetto di variazioni inattese della politica monetaria sulle decisioni di investimento/indebitamento finanziario delle singole categorie di agenti del sistema economico – imprese, famiglie, Amministrazioni pubbliche – non è stato, invece, approfondito in egual misura. Ciò nondimeno, l'analisi dei cambiamenti della domanda e dell'offerta di attività e passività finanziarie attuati dai diversi settori dell'economia, in risposta a movimenti inattesi del tasso di interesse di *policy*, è di sicuro interesse per approfondire ulteriormente l'analisi del meccanismo di trasmissione della politica monetaria.

Per cogliere la dimensione settoriale della propagazione degli impulsi di politica monetaria, Christiano, Eichenbaum ed Evans (di seguito CEE, 1996) studiano l'effetto della politica monetaria statunitense sull'attività economica con un modello VAR che utilizza i dati trimestrali dei *flow of funds* dal 1961 al 1991. Ciò consente un'analisi per settore delle variazioni delle attività e delle passività finanziarie (flussi finanziari attivi e passivi) e, nell'ambito di entrambi gli aggregati, delle differenti categorie di strumenti finanziari. Le ragioni per le quali la letteratura non ha successivamente approfondito questa linea di ricerca, per esempio estendendo l'analisi ad altri paesi, sono probabilmente da ricercarsi nella mancanza di serie storiche di profondità, frequenza e livello di dettaglio adeguati.

* Banca d'Italia, Servizio Studi. Desideriamo ringraziare Massimo Caruso, Riccardo De Bonis, Leonardo Gambacorta, Stefano Neri, Andrea Nobili, Luigi Federico Signorini e i partecipanti a due seminari presso la Banca d'Italia per utili commenti e discussioni, Massimo Coletta per il prezioso aiuto nella costruzione della base dati, Luisa Dell'Armi ed Edvige Lucci per l'assistenza editoriale. Le opinioni espresse sono esclusivamente degli autori e non coinvolgono la responsabilità dell'Istituto.

La recente disponibilità di serie storiche trimestrali dei conti finanziari italiani ricostruite dal 1980 consente, ora, di analizzare gli effetti della politica monetaria sulla domanda/offerta di fondi finanziari da parte degli agenti economici. A tal fine, questo lavoro utilizza un modello VAR che permette di sfruttare il valore informativo dell'eterogeneità delle risposte dei settori dell'economia agli shock della politica monetaria.

A nostra conoscenza questo lavoro dovrebbe rappresentare il primo tentativo di utilizzare uno schema contabile integrato e dettagliato come i conti finanziari per esaminare gli effetti della politica monetaria in Italia. Secondo l'analisi sviluppata nelle pagine seguenti, l'utilizzo di questa base dati arricchisce la valutazione empirica degli effetti della politica monetaria, fornendo elementi utili per una sua migliore comprensione e offrendo nuovi interessanti spunti di riflessione.

2. Letteratura

Negli ultimi anni l'utilizzo della metodologia VAR per valutare gli effetti degli shock inattesi di politica monetaria sul sistema economico si è molto diffuso¹. In questo paragrafo richiamiamo alcuni risultati della letteratura utili per la successiva analisi che si avvale dei dati dei conti finanziari.

La valutazione empirica della reazione dell'acquisizione di attività finanziarie e dell'emissione di passività finanziarie, da parte delle diverse categorie di agenti economici, agli shock di politica monetaria è stata effettuata per la prima volta da CEE (1996) con i dati sui *flow of funds* statunitensi. Secondo uno dei risultati, dopo una restrizione monetaria i fondi netti raccolti dalle imprese sui mercati finanziari, ovvero le passività emesse al netto delle attività acquisite, aumentano per circa un anno e iniziano a diminuire solo successivamente, quando l'effetto recessivo della restrizione inizia a produrre i suoi effetti. Tale risultato indicherebbe l'esistenza di attriti finanziari che impediscono alle imprese di adeguare immediatamente il livello delle loro scorte al nuovo e inferiore livello della domanda, come, invece, previsto dai modelli monetari standard del ciclo economico. Ciò sarebbe dovuto alla capacità limitata delle imprese di ridurre rapidamente il livello delle spese nominali, probabilmente per

¹ Per una rassegna della letteratura si vedano, tra gli altri, Bagliano e Favero (1998), Bernanke e Mihov (1998), Christiano, Eichenbaum ed Evans (1999) e Kim (1999; 2001).

l'esistenza di vincoli contrattuali. Un secondo risultato è che le famiglie non adeguano le proprie scelte di portafoglio agli shock di politica monetaria per alcuni trimestri, in linea con quanto previsto dai modelli di *limited participation*², nei quali si ipotizza un certo grado di rigidità nell'adeguamento delle attività e delle passività finanziarie delle famiglie alle mutate condizioni economiche. I tre economisti, infine, osservano, seppur in maniera non concordante con l'intuizione, una temporanea riduzione dei fondi netti raccolti dal settore pubblico, ovvero un miglioramento del suo saldo finanziario³.

Poiché siamo interessati a estendere lo schema di analisi di CEE (1996) al caso italiano, riteniamo importante confrontare i nostri risultati con quelli degli economisti che hanno utilizzato modelli VAR per lo studio del meccanismo di trasmissione della politica monetaria in Italia, richiamandone brevemente alcuni risultati.

Gaiotti (1999) individua nel tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principale tra la Banca d'Italia e il sistema creditizio l'indicatore più idoneo della politica monetaria in Italia⁴. Utilizzando un modello VAR strutturale, egli osserva che, in seguito a un aumento del tasso di interesse di *policy*, si ha una diminuzione della produzione e del livello dei prezzi, coerentemente con i risultati della letteratura internazionale.

De Arcangelis e Di Giorgio (2001) forniscono un ulteriore termine di paragone, proponendo un metodo di identificazione basato su una dettagliata analisi istituzionale della prassi operativa della politica monetaria italiana negli anni novanta. I risultati dell'analisi li persuadono a scegliere il tasso di interesse overnight come il miglior indicatore della politica monetaria. Il tasso di cambio, inoltre, ha un ruolo fondamentale nella loro specificazione, avendo essi classificato l'Italia come una piccola economia aperta.

² Si veda al riguardo Christiano, Eichenbaum ed Evans (1997).

³ Gli autori definiscono questo risultato *puzzling* e avanzano l'ipotesi che ciò sia da addebitarsi a un aumento delle entrate fiscali derivanti dall'imposizione sulle persone fisiche, atteso che la posizione finanziaria delle famiglie non varia nei primi trimestri seguenti lo shock.

⁴ Si rimanda a Gaiotti (1999) per un'accurata analisi della trasmissione della politica monetaria italiana dal 1967 al 1997; cfr. pure Buttiglione, Del Giovane e Gaiotti (1997), Passacantando (1996) e Gaiotti e Rossi (2004).

Dedola e Lippi (2005) analizzano il meccanismo di trasmissione della politica monetaria con dati disaggregati relativi a cinque paesi industrializzati, tra cui l'Italia. Essi individuano differenze significative degli effetti della politica monetaria a seconda del settore produttivo considerato. Le risposte della produzione nei diversi settori risultano sistematicamente correlate con la durata temporale del prodotto, il bisogno di finanziamento, la capacità di indebitamento e la dimensione delle imprese. Seguendo Christiano, Eichenbaum ed Evans (1999; nel seguito CEE, 1999), per identificare la componente inattesa della politica monetaria gli autori utilizzano l'assunzione di ricorsività nella causalità delle variabili, che sembra funzionare adeguatamente per il caso italiano.

Neri (2004) si concentra sulla relazione tra politica monetaria e corsi azionari, proponendo un VAR strutturale per studiare il caso italiano. Analogamente ad altri lavori, si sceglie uno schema identificativo *à la* Choleski per il blocco della matrice di varianza-covarianza dei residui di forma ridotta, corrispondente all'indice del prezzo delle materie prime, al tasso di cambio nominale, al prezzo dei beni al consumo e alla produzione industriale. Restrizioni non ricorsive vengono, invece, imposte sulle equazioni per il tasso di interesse a breve termine, per l'aggregato monetario e per l'indice del mercato azionario. I risultati del lavoro sono coerenti anche con lavori che utilizzano schemi identificativi differenti.

Per quanto concerne lo studio della reazione delle imprese italiane agli shock di politica monetaria, Gaiotti e Generale (2002) analizzano gli effetti della politica monetaria sul comportamento di investimento di alcune categorie di imprese italiane, utilizzando una base dati panel estratta dagli archivi della Centrale dei bilanci. I principali risultati ottenuti indicano che le variabili finanziarie sono rilevanti e che la differenza nella risposta dell'investimento dei diversi tipi di imprese non è trascurabile⁵.

3. I conti finanziari

I dati dei conti finanziari consentono di esaminare le relazioni che legano le posizioni finanziarie dei diversi settori dell'economia, rendendo possibile la riconciliazione a livello macroeconomico tra gli investimenti e il risparmio, pur prevedendo la possibilità per i singoli settori di investire

⁵ Si veda anche Guiso *et al.* (1999).

nel capitale tangibile somme diverse dall'ammontare del proprio risparmio. Per ogni settore, infatti, la differenza tra gli investimenti fissi e il risparmio lordo è, per definizione, pari all'indebitamento (o, se di segno positivo, all'accreditamento) finanziario netto. Per il generico settore i si ha:

$$I^i - S^i = FL^i - FA^i = \text{ricorso netto a nuovi finanziamenti} \quad (1)$$

dove S è il risparmio, ovvero l'eccesso del reddito disponibile sul consumo, I rappresenta gli investimenti fissi lordi (creazione di capitale tangibile e variazioni delle scorte), FL e FA sono, rispettivamente, i flussi di passività e attività finanziarie nette⁶.

Poiché a ogni attività finanziaria di un settore corrisponde necessariamente una passività finanziaria di un altro settore⁷ (compreso il settore estero), per l'economia nel suo complesso l'eguaglianza $FL = FA$ e l'equazione (1) si riducono alla ben nota identità di contabilità nazionale $I = S$. La variabile "ricorso netto a nuovi finanziamenti" indica, se di segno positivo, un indebitamento del settore considerato verso gli altri settori, per finanziare un flusso di investimenti (reali) maggiore del proprio risparmio; se di segno negativo, la variabile indica il prestito netto di fondi che il settore i concede agli altri settori, disponendo di risparmio in eccesso rispetto alle proprie decisioni di investimento reale.

Adottando la classificazione propria dei conti finanziari, dividiamo l'economia nei seguenti settori⁸: (i) famiglie, (ii) imprese (società non finanziarie), (iii) società finanziarie, (iv) Amministrazioni pubbliche, (v) estero. Per ogni settore, oltre ai fondi finanziari netti raccolti, esaminiamo separatamente il totale delle attività (FA) e delle passività (FL) finanziarie. Inoltre nel caso delle famiglie e delle imprese effettuiamo alcuni

⁶ I flussi (o variazioni) dei conti finanziari sono "netti", nell'accezione per cui i flussi di attività finanziarie sono calcolati come acquisizioni di attività finanziarie al netto delle dismissioni delle stesse e analogamente per le passività.

⁷ O dello stesso settore, essendo i conti finanziari utilizzati in questo lavoro prodotti su base non consolidata.

⁸ In questo lavoro consideriamo nel settore famiglie le sole "famiglie consumatrici", avendo incluso le "famiglie produttrici" (società semplici o di fatto e imprese individuali) tra le imprese (società non finanziarie). Nei conti finanziari pubblicati dalla Banca d'Italia nel Supplemento trimestrale al Bollettino Statistico, invece, le "famiglie consumatrici" sono classificate insieme a quelle produttrici nel settore famiglie. Le società finanziarie includono le banche, i fondi comuni monetari, gli ausiliari finanziari, le compagnie di assicurazione e i fondi pensione (la Banca d'Italia non è inclusa). Fanno parte delle Amministrazioni pubbliche, l'Amministrazione centrale, gli enti locali e gli enti di previdenza e assistenza sociale. Il settore estero include le unità istituzionali non residenti in Italia.

approfondimenti su specifiche categorie di strumenti finanziari. Per le famiglie, per esempio, analizziamo distintamente, tra le attività, i depositi e il circolante, i titoli a breve termine, i titoli a lungo termine e le azioni (quotate e non quotate); tra le passività distinguiamo i prestiti a breve da quelli a medio-lungo termine. Con riferimento alle imprese, invece, ci concentriamo in maggior misura sulle passività, distinguendo tra breve e medio-lungo termine, e suddividendo queste ultime tra azioni e altri titoli (obbligazioni societarie e prestiti a lungo termine).

Utilizziamo una recente ricostruzione delle serie storiche dei conti finanziari italiani (flussi trimestrali attivi e passivi) dal 1980, realizzata dalla Direzione Statistica del Servizio Studi della Banca d'Italia.

La figura 4 mostra i dati trimestrali del ricorso netto a nuovi finanziamenti (valori positivi) o del prestito netto di fondi (valori negativi) per i settori dal 1980 al 2002. Le famiglie italiane sono prestatrici nette in tutto il periodo: questo settore, nel caso italiano, ha storicamente sperimentato un eccesso di risparmio rispetto alle proprie necessità di investimento; al contrario le Amministrazioni pubbliche e, con poche eccezioni, le imprese, mostrano regolarmente un fabbisogno di nuovi finanziamenti⁹.

4. Misure degli shock di politica monetaria

4.1 Identificazione

Seguendo CEE (1999) utilizziamo un VAR ricorsivo¹⁰ che include la produzione industriale, l'indice dei prezzi al consumo, il prezzo all'importazione delle materie prime, il tasso di cambio nominale tra la lira e il marco¹¹, il tasso di interesse di *policy* (il tasso sulle operazioni pronti contro termine¹²) e un aggregato monetario (M2). Nei modelli VAR

⁹ Si vedano al riguardo Fazio (2004) e Paiella (2002).

¹⁰ Il modello è descritto in dettaglio nell'Appendice.

¹¹ Il tasso di cambio dal gennaio 1999 è una costante a seguito dell'adozione delle parità irreversibili tra le valute dell'area dell'euro.

¹² Dal 1980 al 1991: tasso di interesse medio sulle anticipazioni a scadenza fissa; dal 1992 al 1998: tasso d'asta sulle operazioni pronti contro termine tra la Banca d'Italia e le istituzioni creditizie; dal 1999 al 2004: tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principale effettuate dal Sistema europeo di banche centrali. Quest'ultimo tasso di interesse è in sostanziale continuità con il tasso sulle operazioni pronti contro termine effettuate dalla Banca d'Italia alla fine del 1998. La

(continua)

ricorsivi è solo l'ordinamento delle variabili che rileva nella derivazione delle funzioni di risposta (IRF) agli shock di politica monetaria.

Nel nostro modello consideriamo il seguente vettore y_t di variabili endogene, ordinate secondo un grado di crescente endogeneità, dalla più esogena alla più endogena:

$$y_t' = (IP, PIMP, P, EXR, R, M2) \quad (2)$$

dove IP è l'indice della produzione industriale, $PIMP$ è il prezzo all'importazione (in lire) delle materie prime, P è l'indice dei prezzi al consumo, EXR è il tasso di cambio nominale tra la lira e il marco, R è il tasso di interesse di *policy*, $M2$ l'aggregato monetario. Tutte le variabili, a eccezione di EXR e R , sono corrette per la stagionalità.

L'ordinamento delle variabili nel vettore y_t corrisponde alla nostra ipotesi identificativa secondo la quale gli shock di politica monetaria hanno solo effetti ritardati (non contemporanei) sulle prime quattro variabili del vettore. Ciò nondimeno, ipotizziamo che le autorità monetarie conoscano queste variabili quando il livello del tasso di interesse viene determinato: esse fanno quindi parte del *set* informativo dell'autorità di politica monetaria. L'aggregato monetario, $M2$, è l'unica variabile che nel nostro modello si ipotizza risponda alle variazioni del tasso di interesse nello stesso trimestre in cui esse avvengono.

Dall'identificazione ottenuta con l'assunzione di ricorsività di CEE (1999) consegue che nel nostro modello la politica monetaria reagisce contemporaneamente alle seguenti variabili non di *policy*: produzione industriale, indice dei prezzi al consumo, prezzo all'importazione delle materie prime e tasso di cambio. Queste variabili reagiscono con ritardo alla politica monetaria, la cui misura è rappresentata dal tasso di interesse sulle operazioni pronti contro termine. Includiamo il tasso di cambio nella specificazione del modello, in linea con la considerazione secondo cui, nel periodo esaminato, l'Italia può essere considerata una piccola economia aperta¹³. Consideriamo l'aggregato monetario $M2$ come una variabile di

convergenza dei tassi di interesse nazionali verso un unico livello, iniziata nel 1993, ha accelerato fino a raggiungere il massimo nel 1998 (cerchiamo di considerare tale fenomeno inserendo una variabile dummy nel VAR).

¹³ Il tasso di cambio, la cui analisi esula dai principali obiettivi di questo lavoro, è considerato come una variabile non di *policy*, in linea con Neri (2004), per le difficoltà della politica monetaria nell'influenzare tale variabile, soprattutto nella prima metà degli anni ottanta. Anche considerando (continua)

policy, ovvero una variabile che reagisce contemporaneamente a uno shock di politica monetaria, ma alla quale quest'ultima risponde con ritardo¹⁴.

La nostra scelta delle variabili non di *policy* è parzialmente ispirata a Kim e Roubini (2000), che hanno studiato gli effetti delle innovazioni di politica monetaria nei paesi del G7 con un modello SVAR (VAR strutturale) che sembra affrontare con un certo successo i *puzzles* empirici che hanno afflitto gran parte della letteratura. Abbiamo scelto un tasso di interesse R come indicatore di politica monetaria, in linea con l'approccio di Bernanke e Blinder (1992) e di De Arcangelis e Di Giorgio (1998, 2001), i quali argomentano che gli indicatori basati su tassi di interesse funzionano meglio di quelli basati su aggregati monetari nell'identificazione degli shock di politica monetaria. La scelta del tasso di interesse sulle operazioni pronti contro termine tra la Banca d'Italia e le istituzioni creditizie è confortata dalle considerazioni di Gaiotti (1999) e Gambacorta e Iannotti (2005), secondo i quali è questo il tasso che descrive meglio le operazioni di politica monetaria effettuate dalla Banca d'Italia¹⁵.

Il processo di scelta del numero di ritardi temporali da includere nel VAR è stato guidato dai criteri di selezione riportati nella tavola 5 (rapporto tra le verosimiglianze ed errore finale di predizione) e della considerazione della frequenza trimestrale dei dati. Questi criteri ci hanno condotto a scegliere quattro trimestri come numero adeguato di ritardi (*lags*), in linea con la maggioranza dei VAR stimati con dati trimestrali.

I test sui residui delle varie equazioni del VAR escludono la presenza di autocorrelazione (i risultati del test LM sono riportati nella tavola 1) e di eteroschedasticità (i risultati del test di White sono riportati nella tavola 2). Anche l'ipotesi di normalità non è rigettata con un alto

il tasso di cambio come variabile di *policy*, cioè inserendola dopo il tasso di interesse nell'ordinamento del VAR, non abbiamo comunque osservato cambiamenti di rilievo nei risultati.

¹⁴ Abbiamo scelto di non effettuare un'analisi di cointegrazione, in linea con l'approccio empirico nel modellare gli effetti degli shock inattesi di politica monetaria abitualmente utilizzato nella letteratura. Inoltre, secondo Sims, Stock e Watson (1990) i test asintotici standard rimangono validi se il VAR è stimato in livelli, anche se le variabili sono cointegrate.

¹⁵ Abbiamo provato come indicatori alternativi della politica monetaria gli aggregati delle riserve, in linea con CEE (1996). Le difficoltà incontrate nell'interpretazione di questi dati, soprattutto all'inizio degli anni ottanta, ci hanno indotto, al pari di altri autori che hanno considerato la politica monetaria in quegli anni come non basata su un approccio orientato al mercato, a utilizzare indicatori basati su tassi di interesse.

livello di significatività per i residui di tutte le singole equazioni del VAR¹⁶ (si vedano i risultati del test di Jarque-Bera nella tavola 3). Tre variabili dummy puntuali sono state incluse nel modello, in modo da ottenere residui sufficientemente “bianchi” nelle sei equazioni stimate¹⁷.

4.2 Valutazione delle misure degli shock di politica monetaria

La nostra misura degli shock esogeni alla politica monetaria è uno shock ortogonale al tasso di interesse di *policy*, ovvero il tasso di interesse sulle operazioni pronti contro termine. La figura 1, dove le aree grigie corrispondono alle recessioni dell’economia italiana identificate da Altissimo, Marchetti e Oneto (2000), mostra che i residui dell’equazione del tasso di interesse sono piuttosto coerenti con la cronologia delle recessioni; con la possibile eccezione del primo periodo 1980-83, quando il tasso di *policy* è molto variabile, la *stance* di politica monetaria osservata è relativamente restrittiva prima di ogni recessione e diviene più accomodante durante la recessione.

Per un ulteriore controllo della corretta identificazione degli shock di politica monetaria, consideriamo la risposta a un aumento di una deviazione standard del tasso di interesse di *policy* delle variabili macroeconomiche direttamente influenzate dalla politica monetaria; la figura 2 mostra tutte le funzioni di risposta a impulso del VAR¹⁸.

La produzione industriale inizia a diminuire, anche se non subito in maniera significativa, nel trimestre successivo allo shock e continua a scendere per quasi due anni, per poi recuperare il livello di partenza tre

¹⁶ Per il caso multivariato, come succede spesso in questo tipo di applicazioni, non possiamo rigettare l’ipotesi che vi sia non normalità, a causa della presenza di curtosi (si veda la tavola 4).

¹⁷ Le tre dummy, inoltre, coincidono con le tre principali perturbazioni della politica monetaria nel periodo di osservazione. La dummy del terzo trimestre del 1992 tiene conto della restrizione di politica monetaria durante la crisi del tasso di cambio dell’autunno 1992; la seconda dummy, nel primo trimestre del 1995, corrisponde alla restrizione monetaria che ha contrastato le pressioni inflazionistiche e la svalutazione del tasso di cambio; la dummy del terzo trimestre del 1998 considera la serie di riduzioni dei tassi di interesse operati per ottenere la convergenza al livello dei tassi di interesse della nuova area valutaria nata nel 1999.

¹⁸ Le risposte delle variabili a uno shock di politica monetaria sono state calcolate con 1000 simulazioni Monte Carlo su 16 trimestri; seguendo Sims e Zha (1999), le bande di confidenza sono di larghezza pari a un errore standard, che corrisponde a un intervallo di confidenza del 68 per cento, poiché “[...] per caratterizzare la forma della verosimiglianza, bande che corrispondono al 50 per cento o 68 per cento di probabilità a posteriori sono spesso più utili di bande al 95 per cento o al 99 per cento, e gli intervalli di confidenza con una così bassa probabilità di copertura delle probabilità non hanno generalmente probabilità a posteriori vicine alle loro probabilità di copertura.”

anni dopo lo shock. Questo risultato è coerente con i risultati empirici per l'Italia e con quelli dei VAR stimati per altri paesi. I prezzi, misurati dall'indice dei prezzi al consumo, si riducono in maniera persistente a partire da due trimestri dopo lo shock; diversamente da quanto si osserva spesso in letteratura, non si manifesta un "*price puzzle*". Il tasso di cambio si apprezza (per come è definita la variabile *EXR*, un valore più basso corrisponde a una rivalutazione della lira), anche se con una significatività statistica molto bassa, raggiungendo il massimo apprezzamento tre trimestri dopo lo shock¹⁹. L'aggregato monetario M2 risponde subito alla restrizione inattesa (lo scostamento dalla *base-line* è significativo nel corso del primo anno dopo lo shock), coerentemente con la presenza di un effetto liquidità e risale successivamente. È interessante notare come la risposta dell'aggregato monetario sia significativa negli stessi trimestri nei quali lo è anche l'aumento del tasso d'interesse, ovvero durante il primo anno successivo allo shock.

Per controllare ulteriormente la correttezza della nostra identificazione degli shock di politica monetaria, seguendo CEE (1996) esaminiamo anche le risposte di altri aggregati macroeconomici, non inclusi nella specificazione del VAR finora analizzato. Come riportato nella figura 3, i consumi privati scendono persistentemente dopo un aumento inatteso del tasso di interesse, raggiungendo la contrazione massima dopo 5 trimestri; i consumi pubblici reagiscono positivamente, anche se in maniera poco significativa. Come atteso, sia dal punto di vista teorico sia da quello empirico, la reazione negativa degli investimenti fissi lordi allo shock di politica monetaria, massima a due anni dallo shock, è più intensa di quella dei consumi privati: -1 per cento a fronte di una diminuzione dello 0,3 per cento dei consumi privati. Anche il tasso di disoccupazione, come atteso dalla teoria e analogamente ai risultati di CEE (1996), aumenta dopo la restrizione monetaria. I salari scendono, probabilmente come risultato di un calo della produzione e di un aumento della disoccupazione. Le reazioni di queste variabili macroeconomiche sembrano confermare la bontà della nostra identificazione del tasso di interesse sulle operazioni pronti contro termine come indicatore della politica monetaria e rafforzano la nostra fiducia in una corretta identificazione degli shock di politica monetaria.

¹⁹ Questo risultato mitigherebbe l'*exchange rate puzzle* evidenziato in Chiades e Gambacorta (2004) e in De Arcangelis e Di Giorgio (2001), probabilmente perché il periodo analizzato in questo lavoro include anche gli anni precedenti il 1984 e quelli successivi al 1998.

Complessivamente i risultati sono coerenti con le previsioni della teoria sugli effetti degli shock inattesi di politica monetaria e con la letteratura empirica sui VAR. È da rilevare che i risultati non sono significativamente influenzati dai *puzzle* che si trovano spesso nella letteratura VAR per l'economia italiana e così riassumibili: dopo uno shock restrittivo di politica monetaria si ha un "*price puzzle*" quando si osserva un aumento dei prezzi, un "*liquidity puzzle*"²⁰ se aumentano gli aggregati monetari e un "*exchange rate puzzle*" se si riscontra un deprezzamento del cambio.

4.3 Robustezza

Traendo ispirazione dalla letteratura disponibile, abbiamo confrontato diverse specificazioni del modello. I nostri risultati principali restano sostanzialmente invariati dal punto di vista delle risposte qualitative e quantitative delle variabili considerate. In particolare, abbiamo considerato diversi tassi di interesse, come un tasso a breve termine (tre mesi), un tasso di interesse overnight (parzialmente ricostruito) e diverse loro medie e il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principale. In alternativa alla produzione industriale abbiamo incluso nel VAR misure del prodotto interno lordo (PIL). Abbiamo provato a utilizzare anche altri aggregati monetari, quali M1 e M3 (ricostruiti), calcolati sia come media semplice sia come media mobile, e diverse definizioni di ciascun aggregato²¹. Abbiamo anche considerato una diversa misura dell'inflazione (il deflatore del PIL) e dei prezzi delle materie prime (al netto o al lordo del prezzo del petrolio) e, infine, varie definizioni del tasso di cambio: effettivo, reale, nominale e rispetto al dollaro statunitense. Abbiamo anche considerato l'ipotesi di esogeneità dei prezzi delle materie prime²², ma ne è conseguito un peggioramento della qualità della risposta di M2, senza osservare miglioramenti nella risposta delle altre variabili: abbiamo dunque abbandonato tale ipotesi. Infine, abbiamo effettuato delle stime escludendo gli ultimi quattro anni del campione, così da tenere conto del probabile cambiamento nel regime di politica monetaria causato dall'avvio dell'area

²⁰ Si veda al riguardo Strongin (1995).

²¹ Durante il periodo esaminato, a parte la principale discontinuità metodologica del 1999, quando nuove definizioni degli aggregati monetari sono state adottate, la definizione di M2 stessa è variata; anche di M1 sono disponibili diverse definizioni. Inoltre, entrambi gli aggregati possono essere considerati come valori alla fine del periodo, come valori medi (media aritmetica o mobile) e possono essere corretti per la stagionalità o meno.

²² Si veda Pesaran e Smith (1998).

dell'euro. In conclusione, pur non avendo osservato variazioni sostanziali nei risultati con i cambiamenti appena descritti, un'analisi completa della stabilità dei parametri potrà certamente costituire materia di ulteriore approfondimento.

5. Effetti degli shock di politica monetaria sui flussi finanziari dei settori economici

Seguendo CEE (1996), il nostro scopo è valutare gli effetti degli shock di politica monetaria, vale a dire di un aumento inatteso del tasso di interesse di *policy* pari a una deviazione standard (corrispondente a 92 punti base), sulle attività di prendere/dare a prestito fondi finanziari da parte dei vari settori dell'economia²³. A questo scopo, fiduciosi di aver identificato una misura sufficientemente attendibile degli shock di politica monetaria, passiamo all'analisi dei dati dei conti finanziari per individuare la risposta dinamica delle imprese (società non finanziarie), delle famiglie, delle Amministrazioni pubbliche, delle società finanziarie e del settore estero, relativamente alle decisioni di domanda e offerta di risparmio finanziario sul mercato.

A tale scopo utilizziamo il cosiddetto metodo "marginale", aggiungendo volta per volta come ultima variabile nel VAR il ricorso a nuovi finanziamenti (sia come totale che per classe di strumenti finanziari dell'attivo e del passivo) da parte di un settore. Dato il nostro schema ricorsivo di identificazione, la politica monetaria non reagisce nel breve termine alle variazioni dell'andamento di questa variabile, mentre il settore considerato risponde agli shock di politica monetaria nello stesso trimestre in cui si manifestano.

Nel resto del paragrafo descriviamo i principali risultati ottenuti per i diversi settori dell'economia italiana.

Imprese (società non finanziarie). – La risposta del settore delle imprese non finanziarie allo shock di politica monetaria può essere analizzata osservando la figura 5. CEE (1996) hanno sottolineato l'esistenza di un certo grado di inerzia nel livello della spesa nominale delle imprese. I nostri risultati sono simili: non c'è una reazione forte dei

²³ Si veda anche Anzuini e Levy (2004) che analizzano la relazione tra struttura finanziaria e trasmissione della politica monetaria per alcuni paesi dell'Europa orientale.

fondi netti raccolti dalle imprese. Ciò è conseguenza di due reazioni opposte: si riducono, infatti, sia l'acquisizione di nuove attività finanziarie sia l'emissione di nuove passività. Il calo dei flussi delle attività è significativo nei primi due trimestri dopo lo shock, mentre l'emissione netta di nuove passività diminuisce per circa due anni.

L'emissione di azioni da parte delle imprese (quotate e non quotate) diminuisce significativamente solo nel trimestre successivo allo shock. La diminuzione osservata nelle altre passività a medio-lungo termine (obbligazioni societarie e prestiti), si prolunga invece per un anno e mezzo. La mancata diminuzione dell'indebitamento a breve termine, che anzi aumenta a seguito di un aumento del tasso di interesse, anche se con scarsa significatività, potrebbe essere spiegata da rigidità delle spese nominali delle imprese, probabilmente causate da contratti già in vigore, che provocano un'accumulazione delle scorte in presenza di un calo delle vendite conseguente alla recessione indotta dallo shock. L'impossibilità (o i costi troppo alti) di un rapido ridimensionamento del livello della spesa nominale impedirebbe alle imprese di adeguare velocemente l'emissione di passività al nuovo, più basso, livello di attività economica. L'effetto osservato in questo lavoro, tuttavia, è inferiore a quello identificato da CEE (1996) per gli Stati Uniti²⁴.

Famiglie. – Il ricorso netto a nuovi finanziamenti da parte delle famiglie diminuisce significativamente nel primo anno successivo allo shock; in altre parole, la loro posizione finanziaria (o saldo finanziario) netta migliora, come risultato di un minor ricorso all'indebitamento (minori flussi finanziari passivi) e di una maggiore quantità di fondi prestati agli altri settori (maggiori flussi attivi). Come si può vedere nella figura 6, le famiglie diminuiscono l'ammontare di fondi presi a prestito nel primo anno successivo allo shock, con un effetto massimo ottenuto nel secondo trimestre; l'acquisizione netta di attività finanziarie, invece, aumenta nei primi due-tre trimestri, dopo i quali l'effetto svanisce.

Tra le attività finanziarie, che nondimeno aumentano a livello aggregato, si osserva una diminuzione dei depositi e dell'acquisto di azioni nel primo trimestre dopo lo shock. La risposta sembra ragionevole per l'investimento in azioni, dato il peggioramento delle prospettive

²⁴ CEE (1996) osservano che negli Stati Uniti esistono attriti che impediscono alle imprese di adeguare immediatamente il livello di scorte alla minore domanda come, al contrario, i modelli monetari standard del ciclo economico prevedrebbero. Sull'argomento si vedano anche Bernanke e Blinder (1992) e Gertler e Gilchrist (1993).

economiche che potrebbe essere percepito dalle famiglie dopo l'aumento dei tassi di interesse. La riduzione potrebbe anch'essa essere considerata ragionevole per i depositi, la cui diminuzione potrebbe essere la conseguenza del maggiore costo opportunità di questo strumento finanziario, se assumiamo che gli istituti di credito non adeguano i tassi di interesse passivi con la stessa rapidità degli strumenti liquidi alternativi disponibili sul mercato, quali i titoli di Stato a breve termine (BOT)²⁵. L'acquisto di tali titoli, in gran parte BOT, da parte delle famiglie risulta in effetti accresciuto nei primi due trimestri dopo l'aumento del tasso di *policy*; durante il secondo anno si ha una diminuzione significativa, gradualmente riassorbita quando, probabilmente, anche il tasso di interesse sui depositi, più rigido rispetto ai tassi di mercato, è cresciuto sufficientemente da far ridiventare questo strumento relativamente appetibile. Ciò sarebbe confermato dalla risposta dei flussi di contante e depositi acquisiti dalle famiglie, che, dopo la riduzione iniziale, tornano ai livelli pre-shock a partire dal secondo anno. L'acquisto di titoli a medio-lungo termine (obbligazioni societarie, BTP e CCT), dopo un modesto incremento iniziale non sembra reagire in maniera significativa allo shock.

Dal lato delle passività, i prestiti a breve termine (bancari e di società di finanziamento) aumentano leggermente nel primo anno, mentre le famiglie riducono significativamente l'indebitamento a medio-lungo termine tre trimestri dopo la restrizione monetaria. Ipotizzando che soltanto la parte a breve termine della curva del tasso di interesse si sposti verso l'alto (nel caso l'aumento del tasso di interesse fosse percepito come temporaneo), il maggiore ricorso all'indebitamento a breve da parte delle famiglie nel primo trimestre dopo lo shock potrebbe indicare qualche difficoltà nel riposizionamento dai prestiti a breve termine verso quelli a scadenza più lunga. Se, invece, l'aumento fosse percepito come permanente e fosse quindi l'intera curva dei tassi a spostarsi verso l'alto (la convenienza relativa dei prestiti a lungo termine rispetto al breve termine resterebbe dunque invariata), probabilmente non osserveremmo attriti finanziari, ma una rapida ottimizzazione razionale della struttura delle passività delle famiglie. È evidente, tuttavia, che questo costituisce solo un primo e approssimativo schema interpretativo e che l'argomento merita un'analisi più approfondita.

²⁵ Evidenza di una certa lentezza nella risposta dei tassi di interesse sui depositi bancari è stata fornita da Gambacorta e Iannotti (2005), specialmente prima dell'introduzione del Testo unico bancario del 1993.

Altri settori. – L'insieme degli effetti di una restrizione monetaria inattesa sul ricorso a nuovi finanziamenti da parte degli altri settori dell'economia può essere esaminato con le funzioni di risposta a impulso della figura 7. Le Amministrazioni pubbliche evidenziano un deterioramento del saldo finanziario (si potrebbe dire che aumenta il deficit pubblico), aumentando le risorse finanziarie prese a prestito sul mercato; l'effetto è statisticamente significativo durante il secondo anno seguente lo shock e potrebbe essere dovuto a una riduzione delle entrate fiscali e all'aumento dell'onere del servizio del debito. Tale risultato, coerente con la letteratura, rappresenterebbe un miglioramento rispetto a CEE (1996), che hanno ottenuto un risultato opposto (cioè un minor deficit), ritenuto dagli stessi autori di difficile interpretazione.

La modesta entità del livello assoluto dei fondi finanziari netti raccolti dalle società finanziarie, il cui ruolo principale è l'intermediazione e che quindi manifestano flussi attivi di entità simile a quelli passivi, unita all'elevata volatilità (si veda la fig. 4), non consentono di trarre conclusioni chiare per questo settore.

Il saldo finanziario dell'estero (fig. 7), infine, non rivela una significativa risposta all'aumento inatteso del tasso di interesse di *policy*, con l'eccezione di un modesto aumento dell'indebitamento sull'Italia un anno dopo lo shock.

6. Conclusioni

Dall'analisi della risposta del sistema economico a un incremento inatteso del tasso d'interesse di *policy* di 92 punti base (pari a una deviazione standard) si possono trarre le seguenti conclusioni.

I risultati dell'analisi del VAR per le principali variabili macroeconomiche sono coerenti con le previsioni della teoria e con la letteratura empirica. Nei primi quattro trimestri successivi alla variazione del tasso di interesse di *policy* la produzione industriale scende di 0,42 punti percentuali, i prezzi e la moneta (M2) di 0,11 e di 0,34 punti, rispettivamente. I nostri risultati non mostrano il "*price puzzle*", il "*liquidity puzzle*" né, seppur con un basso livello di significatività, l'"*exchange rate puzzle*", riscontrati in altri contributi.

Le imprese nei primi quattro trimestri seguenti lo shock riducono sensibilmente sia l'acquisizione di nuove attività finanziarie sia l'emissione

di nuove passività. Le passività a breve termine, in particolare, aumentano, mentre diminuisce l'indebitamento a medio e lungo termine. Tali andamenti sono sostanzialmente in linea con l'evidenza empirica per le imprese degli Stati Uniti e sembrano indicare l'esistenza, nel breve periodo, di alcuni attriti di natura finanziaria, che impedirebbero alle imprese di adeguare velocemente il proprio livello di spesa nominale a seguito della restrizione monetaria.

Le famiglie, nel trimestre immediatamente successivo allo shock, aumentano l'indebitamento a breve termine e riducono l'acquisizione delle attività finanziarie più liquide, preferendo investire in titoli. L'aggiustamento relativamente rapido del proprio portafoglio da parte delle famiglie farebbe valutare con cautela l'ipotesi di lento aggiustamento tipico dei modelli di "*limited participation*", nei quali, al contrario, non si osserva un cambiamento significativo nelle scelte delle famiglie nei mesi immediatamente successivi alla variazione del tasso d'interesse.

Il settore pubblico aumenta il ricorso alle nuove fonti di finanziamento (una proxy del deficit) per quasi 2 anni dopo lo shock, come conseguenza di un aumento del costo del servizio del debito e di una contrazione delle entrate fiscali. Questo risultato, coerente con la letteratura, costituisce un miglioramento rispetto al lavoro originario di CEE (1996), i quali ottengono, contrariamente a quanto ci si potrebbe aspettare, un miglioramento del saldo finanziario del settore pubblico.

In conclusione, pur riconoscendo che sono necessari ulteriori approfondimenti dei nostri risultati, per esempio riguardo all'opportunità di procedere ad altri test di robustezza, o alla possibilità di tenere conto di differenti regimi di politica monetaria nel periodo di osservazione (in particolare a causa dell'adozione della moneta unica), il presente lavoro può contribuire a una maggiore comprensione dei meccanismi di trasmissione della politica monetaria, fornendo risultati empirici aggiuntivi sui suoi effetti sui flussi finanziari dell'economia.

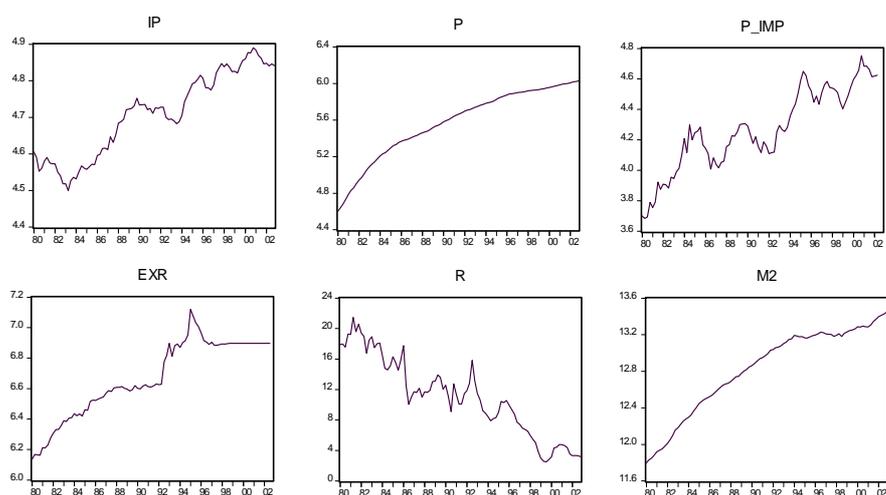
APPENDICE I

I dati

Variabili endogene utilizzate nel VAR:

- IP: indice della produzione industriale destagionalizzato (logaritmo).
P: indice dei prezzi al consumo destagionalizzato (logaritmo).
PIMP: indice dei prezzi (in lire) delle importazioni di materie prime destagionalizzato (logaritmo).
EXR: tasso di cambio nominale lira/marco (lire italiane per marchi tedeschi; costante dal 1999).
R: tasso di interesse a breve (dal 1980 al 1981: tasso medio sulle anticipazioni a scadenza fissa; dal 1982 al 1998: tasso di interesse sulle operazioni contro termine tra la Banca d'Italia e le istituzioni creditizie; dal 1999: tasso d'interesse sulle operazioni di rifinanziamento principale della BCE).
M2: aggregato monetario M2 destagionalizzato (logaritmo).

Variabili endogene del VAR



Serie dei conti finanziari (trasformate in miliardi di lire del 1995 con il deflatore del PIL, e destagionalizzate quando necessario) per i vari settori dell'economia:

- Imprese (società non finanziarie): ricorso a nuovi finanziamenti (NFNET=NFTLI-NFTAS), totale attività finanziarie (NFTAS), totale passività finanziarie (NFTLI=NFSLI+NFLLI), passività a breve termine (NFSLI), passività a medio/lungo termine (NFLLI=NFELI+NFDLI), azioni e partecipazioni (NFELI), altri debiti a medio/lungo termine (NFDLI);

- Società finanziarie: ricorso a nuovi finanziamenti (FCNET=FCTLI-FCTAS), totale attività finanziarie (FCTAS), totale passività finanziarie (FCTLI);

- Famiglie: ricorso a nuovi finanziamenti (HTNET=HTTTLI-HTTAS), totale attività finanziarie (HTTAS), contante e depositi (HTDAS), titoli a breve termine (HTSAS), titoli a medio/lungo termine (HTBAS), azioni e partecipazioni (HTEAS), totale passività finanziarie (HTTTLI), prestiti a breve termine (HTSLI), prestiti a medio/lungo termine (HTLLI);

- Settore pubblico: ricorso a nuovi finanziamenti (GGNET=GGTTLI-GGTAS), totale attività finanziarie (GGTAS), totale passività finanziarie (GGTTLI);

- Settore estero: ricorso a nuovi finanziamenti (RWNET=RWTTLI-RWTAS), totale attività finanziarie (RWTAS), totale passività finanziarie (RWTTLI).

APPENDICE II

Note metodologiche

Si assume che l'economia sia rappresentabile da una relazione strutturale del tipo:

$$A(L)y_t = u_t \quad (1)$$

dove $A(L)$ è un polinomio nell'operatore ritardo L , cioè $A(L) = A_0 + A_1L + A_2L^2 + \dots$, y_t è il vettore $n \times 1$ delle variabili considerate e u_t è il vettore $n \times 1$ dei disturbi strutturali. Sia $\Omega = \text{var}(u_t) = E[u_t u_t']$ la matrice $n \times n$ delle covarianze dei disturbi strutturali; poiché i termini u_t si assumono reciprocamente indipendenti, la matrice Ω è diagonale e gli n elementi sulla diagonale principale sono le varianze degli n shock strutturali.

Riscrivendo la (1) in forma ridotta si ha:

$$y_t = B(L)y_t + e_t \quad (2)$$

che può essere stimata applicando semplicemente i minimi quadrati ordinari alle singole equazioni. $B(L)$ è un polinomio di matrici nell'operatore ritardo L e i termini e_t nella (2) sono i residui del VAR (o residui di forma ridotta) che risultano dalla stima delle n regressioni. Sia $\Sigma = \text{var}(e_t) = E[e_t e_t']$ la matrice delle covarianze dei residui di forma ridotta.

Con 2 ritardi, la (1) è $A_0 y_t = -A_1 y_{t-1} - A_2 y_{t-2} + u_t$, con forma ridotta $y_t = -(A_0^{-1} A_1) y_{t-1} - (A_0^{-1} A_2) y_{t-2} + A_0^{-1} u_t$, cioè la (2) con $B(L) = -(A_0^{-1} A_1 L + A_0^{-1} A_2 L^2)$; inoltre si verifica immediatamente che i disturbi strutturali u_t e i residui di forma ridotta e_t sono legati alla relazione:

$$e_t = A_0^{-1} u_t \quad (3)$$

dove i coefficienti della matrice A_0 descrivono le relazioni contemporanee tra le variabili del VAR, cioè tra gli elementi del vettore y_t . Dalla (3) e

ricordando che $\text{var}(e_t) = \Sigma$ e $\text{var}(u_t) = \Omega$, si ricava $\text{var}(e_t) = E(e_t e_t') = E(A_0^{-1} u_t u_t' A_0^{-1}) = A_0^{-1} E(u_t u_t') A_0^{-1}$, e quindi:

$$\Sigma = A_0^{-1} \Omega A_0^{-1} \quad (4)$$

Il problema ora è risalire dalle stime dei coefficienti della forma ridotta (2) ai parametri della forma strutturale (1). Le stime di Σ possono essere utilizzate per ottenere stime di massima verosimiglianza delle matrici Ω e A_0 . Poiché Σ è una matrice $n \times n$ simmetrica, essa contiene $n \times (n+1)/2$ parametri che possono essere stimati con il metodo OLS. Nei termini a destra dell'uguale nella (4), invece, compaiono n^2 parametri da stimare in A_0 e n in Ω , ovvero un totale di $n \times (n+1)$ parametri liberi. Ciò implica che sono necessarie almeno $[n \times (n+1) - n \times (n+1)/2] = n \times (n+1)/2$ restrizioni sui termini di destra della (4) per ottenere l'identificazione: se n di queste restrizioni derivano semplicemente dalla normalizzazione ad 1 degli elementi diagonali di A_0 , le restrizioni necessarie si riducono a $n \times (n-1)/2$.

In questo lavoro facciamo uso di una fattorizzazione *a-la* Choleski per rendere ortogonale la matrice delle varianze-covarianze Σ . Ciò equivale ad imporre appunto $n \times (n-1)/2$ restrizioni sulla matrice A_0 , che si ipotizza diagonale inferiore (tutti gli elementi sopra la diagonale principale sono 0); ne consegue che in questo modo il VAR è esattamente identificato.

APPENDICE III

Tavole e grafici

Fig. 1

Shock di politica monetaria stimati

(percentuale, media mobile centrata a 3 termini del tasso annualizzato)

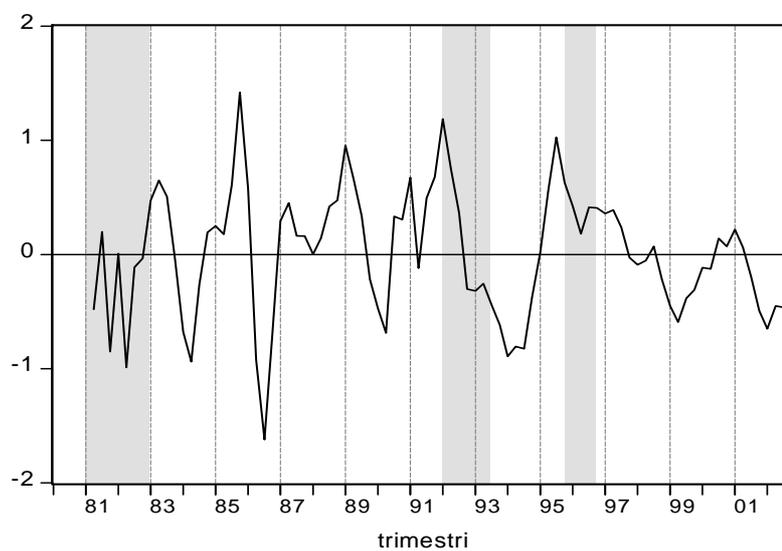
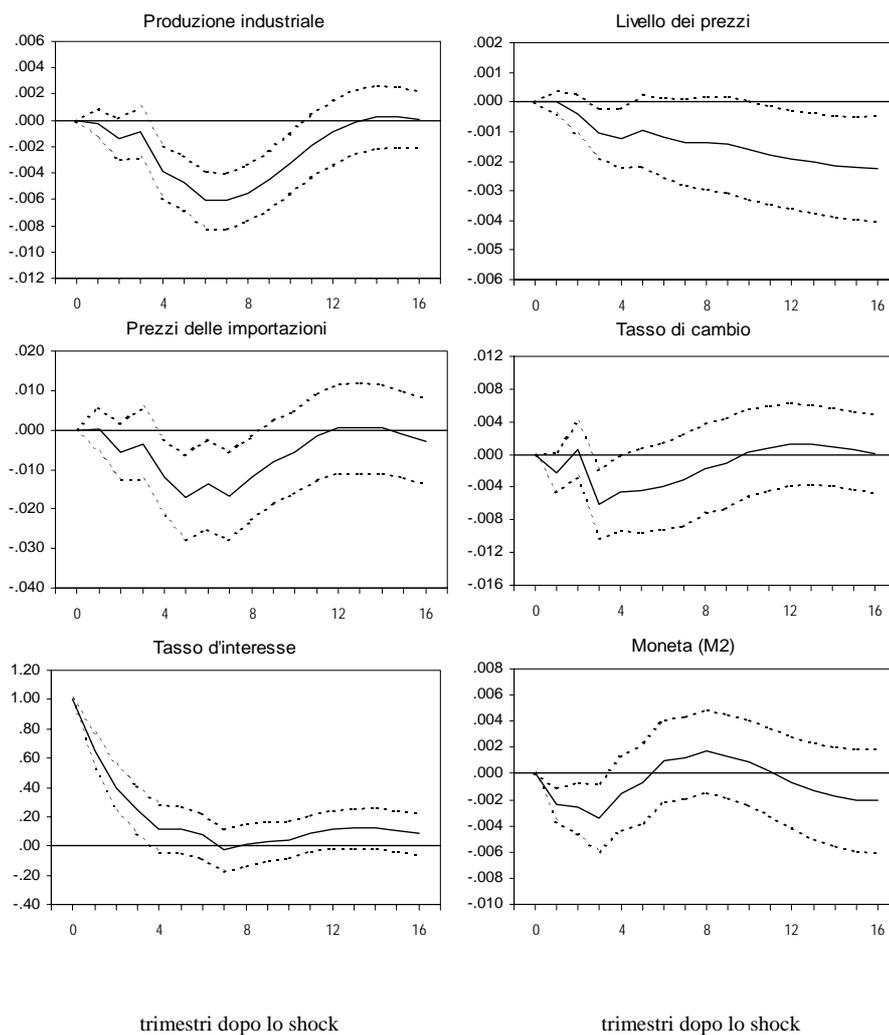


Fig. 2

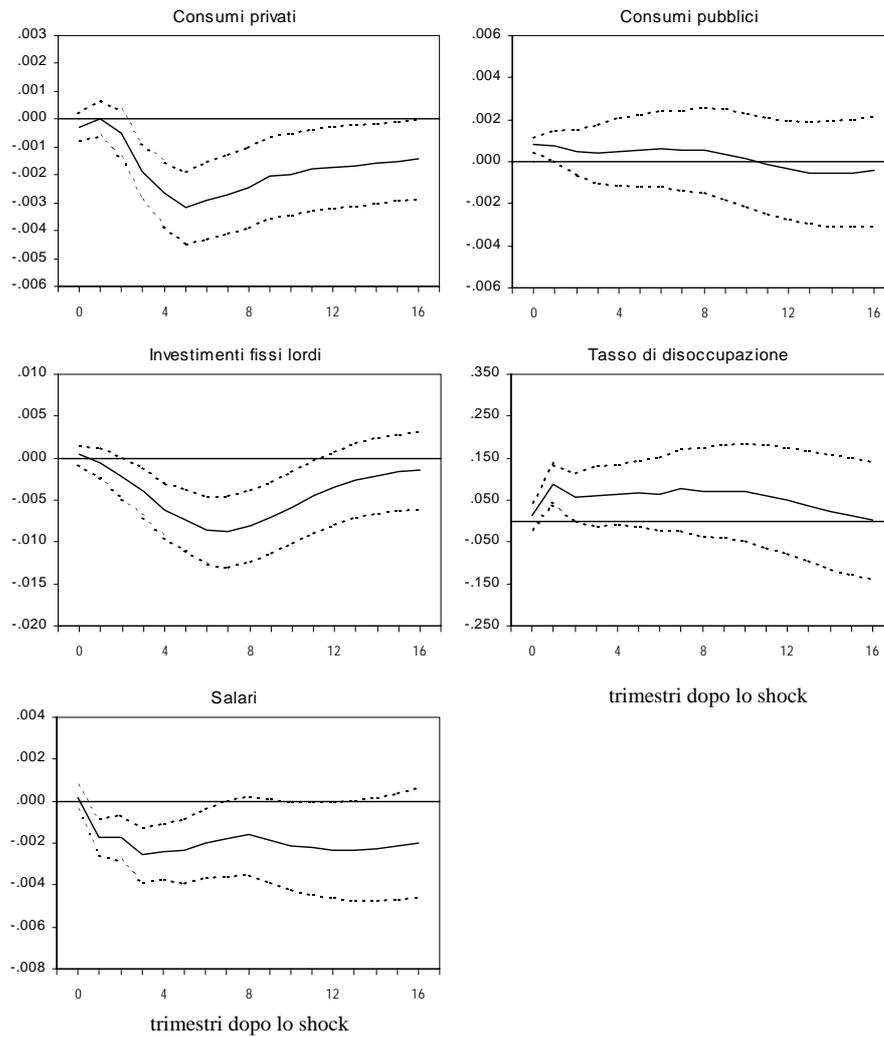
**Effetti di uno shock restrittivo di politica monetaria
sulle variabili del VAR**
(deviazioni percentuali dalla base-line)



Nota: stima delle *impulse response functions* successive a un incremento del tasso di interesse pari a una deviazione standard. Le linee tratteggiate delimitano le bande di confidenza di ampiezza pari all'errore standard della stima, calcolato con ripetizioni Monte Carlo come in Sims e Zha (1999).

Fig. 3

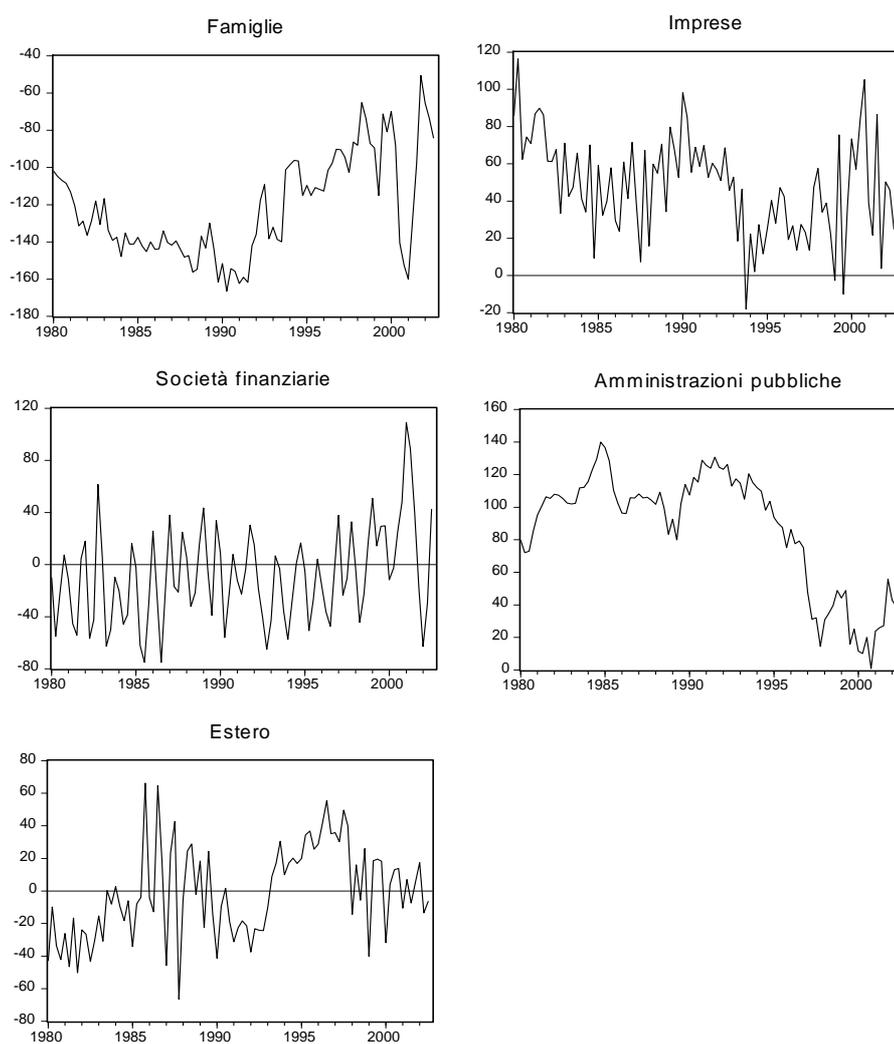
**Effetti di uno shock restrittivo di politica monetaria
su altre variabili economiche a prezzi costanti del 1995**
(deviazioni percentuali dalla base-line)



Nota: le *impulse response functions* sono stimate su un VAR con 7 variabili nel quale abbiamo aggiunto, rispetto al VAR iniziale con 6 variabili, nell'ultima posizione una variabile alla volta, tra quelle riportate sopra. Le linee tratteggiate delimitano le bande di confidenza di ampiezza pari all'errore standard della stima, calcolato con ripetizioni Monte Carlo come in Sims e Zha (1999).

Fig. 4

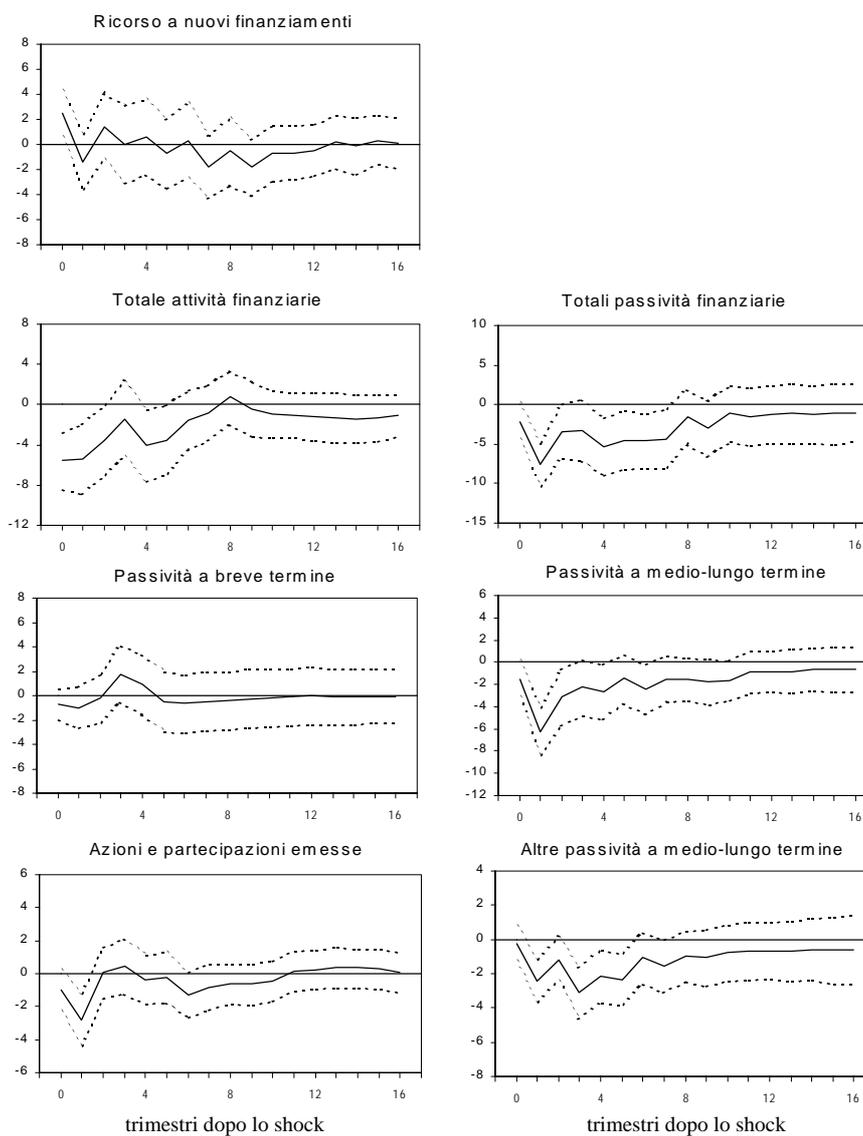
Ricorso a nuovi finanziamenti* da parte dei settori
(miliardi di lire del 1995)



* Nuove passività emesse (flussi finanziari passivi) al netto delle nuove attività acquisite (flussi finanziari attivi) dai settori dell'economia.

Fig. 5

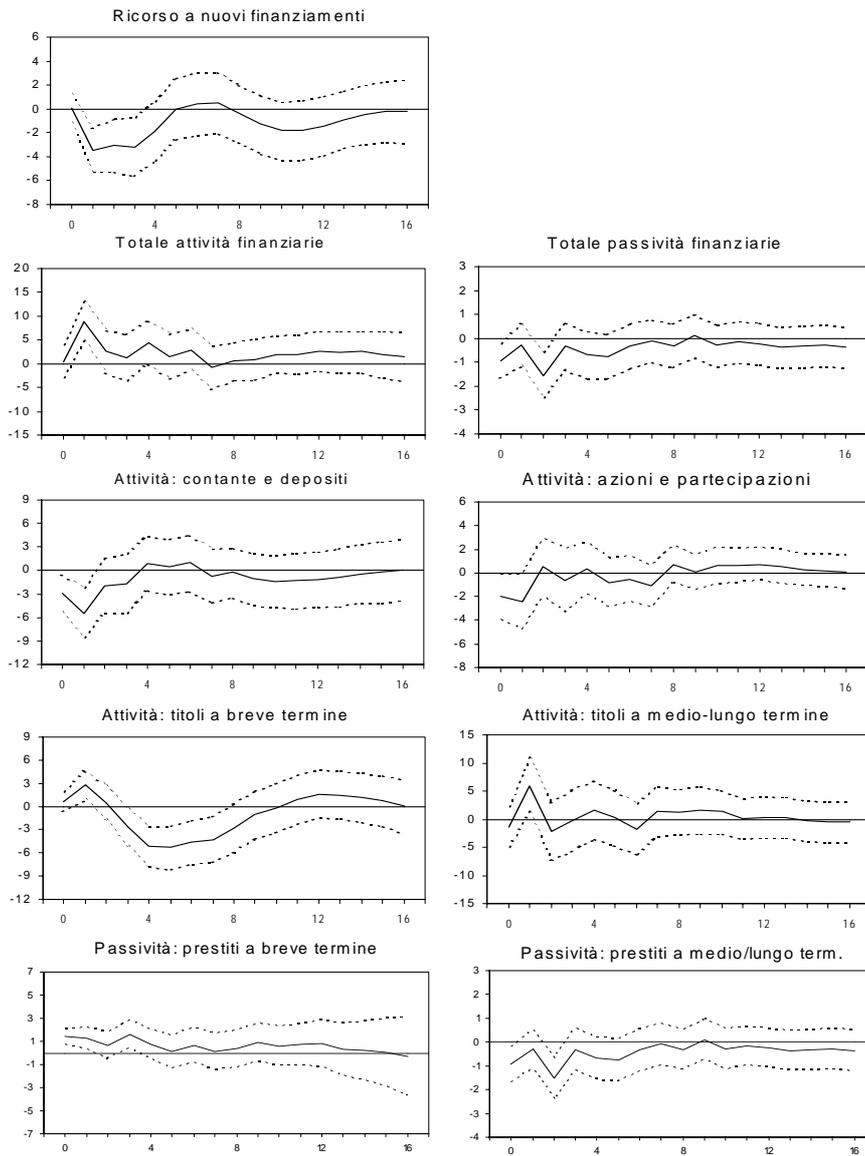
**Effetti di uno shock restrittivo di politica monetaria
sulle attività e passività finanziarie delle imprese**
(miliardi di lire del 1995)



Si veda la nota alla figura 3.

Fig. 6

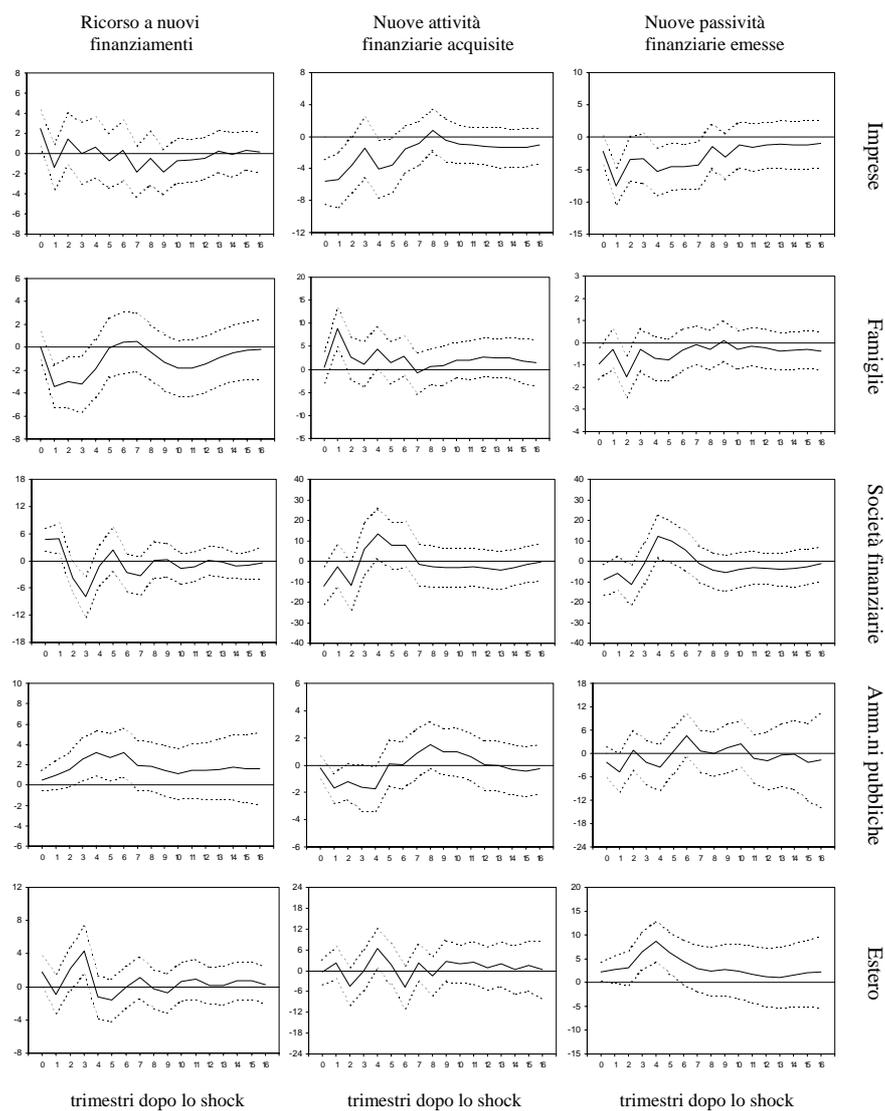
**Effetti di uno shock restrittivo di politica monetaria
sulle attività e passività finanziarie delle famiglie**
(miliardi di lire del 1995)



Si veda la nota alla figura 3.

Fig. 7

Effetti di uno shock restrittivo di politica monetaria sui flussi finanziari dei settori
(miliardi di lire del 1995)



Si veda la nota alla figura 3.

Tav. 1**Test diagnostici sul VAR: test LM per l'autocorrelazione
(H_0 : assenza di correlazione seriale al ritardo h-imo)**

Ritardi	Statistica LM	Probabilità
1	42.3	0.22
2	36.5	0.45
3	43.1	0.19
4	38.7	0.35
5	23.6	0.94
6	40.0	0.30
7	30.9	0.71
8	31.3	0.69

Probabilità da una distribuzione χ^2 con 36 gradi di libertà.

Tav. 2**Test diagnostici sul VAR: test di White per l'eteroschedasticità**

Test congiunto:

Chi ²	gdl	Prob.
1097.60	1071	0.28

Singole componenti:

Residui nella equazione di:	R ²	F(51,34)	Probabilità	Chi ² (51)	Probabilità
IP	0.39	0.44	0.99	34.22	0.97
P	0.77	2.18	0.01	65.88	0.08
PIMP	0.64	1.17	0.31	54.85	0.33
EXR	0.77	2.27	0.01	66.50	0.07
R	0.65	1.22	0.27	55.69	0.30
M2	0.55	0.82	0.74	47.57	0.61

Tav. 3

**Test diagnostici sul VAR: statistiche descrittive sui residui
e test di normalità univariata**

Residui nella equazione di:	IP	P	PIMP	EXR	R	M2
Media	2.32E-15	-1.25E-15	1.96E-13	3.91E-14	-3.64E-12	-8.03E-15
Mediana	-0.0007	6.39E-05	0.0013	0.0004	-0.0006	-0.0004
Max	0.0273	0.0083	0.1076	0.0446	2.7194	0.0230
Min	-0.0246	-0.0085	-0.0967	-0.0502	-2.2028	-0.0255
Dev. Std.	0.0090	0.0030	0.0418	0.0177	0.9212	0.0093
Somma	2.00E-13	-1.07E-13	1.69E-11	3.36E-12	-3.13E-10	-6.91E-13
N..oss..	86	86	86	86	86	86
Skewness	0.237	-0.208	0.041	0.063	0.125	0.133
Curtosi	3.496	3.186	2.821	3.835	3.587	3.469
Jarque-Bera	1.687	0.744	0.139	2.558	1.461	1.046
Probabilità	0.430	0.689	0.933	0.278	0.482	0.593

Tav. 4

Test diagnostici sul VAR: normalità dei residui (Lutkepohl)
(ipotesi nulla: residui normali)

Compon.	Skew.	Chi ²	gdl	Prob.	Kurt.	Chi ²	gdl	Prob.	Jarque-Bera	gdl	Prob.
1	0.13	0.25	1	0.62	1.59	7.12	1	0.01	7.37	2	0.02
2	-0.12	0.19	1	0.66	1.55	7.52	1	0.01	7.71	2	0.02
3	-0.02	0.01	1	0.95	1.24	11.03	1	0.01	11.03	2	0.01
4	0.04	0.03	1	0.87	1.91	4.30	1	0.04	4.32	2	0.12
5	0.06	0.05	1	0.82	1.56	7.39	1	0.01	7.44	2	0.02
6	0.09	0.13	1	0.72	1.64	6.65	1	0.01	6.77	2	0.03
Cong.		0.649	6	0.99		44.01	6	0.00	44.66	12	0.00

Tav. 5

Test diagnostici sul VAR: selezione del numero dei ritardi

Ritardo	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	325.650	NA	3.33e-11	-7.0977	-6.4079	-6.8202
1	1090.81	1350.27	1.19e-18	-24.254	*-22.530	*-23.561
2	1128.94	61.9144	1.15e-18	-24.305	-21.545	-23.195
3	1168.47	58.5918	1.11e-18	-24.387	-20.594	-22.862
4	1208.92	*54.2555	*1.08e-18	-24.492	-19.664	-22.550
5	1246.37	44.9327	1.19e-18	*-24.526	-18.664	-22.168

* indica il ritardo selezionato da quel criterio. LR: statistica del test LR sequenziale (ogni test al 5 per cento); FPE: Final prediction error; AIC: Akaike *information criterion*; SC: Schwarz *information criterion*; HQ: Hannan-Quinn *information criterion*.

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

- Altissimo, F., Marchetti, D.J. e G.P. Oneto (2000), *The Italian Business Cycle: Coincident and Leading Indicators and Some Stylized Facts*, Banca d'Italia, Temi di discussione, n. 377.
- Anzuini, A. e A. Levy (2004), *Financial Structure and the Transmission of Monetary Shock: Preliminary Evidence for the Czech Republic, Hungary and Poland*, Banca d'Italia, Temi di discussione, n. 514.
- Bagliano, F.C. e C.A. Favero (1998), *Measuring Monetary Policy with VAR Models: an Evaluation*, in "European Economic Review", vol. 42, pp. 1069-1112.
- Bernanke, B.S. e A.S. Blinder (1992), *The Federal Funds Rate and the Channels of Monetary Transmission*, in "American Economic Review", vol. 82, n. 4, pp. 901-921.
- Bernanke, B.S. e I. Mihov (1998), *Measuring Monetary Policy*, in "Quarterly Journal of Economics", vol. 113, pp. 869-902.
- Buttiglione, L., Del Giovane, P. e E. Gaiotti (1997), *The Role of the Different Central Banks in the Transmission of Monetary Policy*, Banca d'Italia, Temi di discussione, n. 305.
- Chiades, P. e L. Gambacorta (2004), *The Bernanke and Blinder Model in an Open Economy: the Italian Case*, in "German Economic Review", vol. 5, n. 1, pp. 1-34.
- Christiano, L., Eichenbaum, M. e C. Evans (1996), *The Effects of Monetary Policy Shock: Evidence from the Flow of Funds*, in "Review of Economics and Statistics", vol. 78, pp. 16-34.
- _____ (1997), *Sticky Price and Limited Participation Models of Money: a Comparison*, in "European Economic Review", vol. 41, n. 6, pp. 1201-1249.
- _____ (1999), *What Have We Learned and to What End?*, in J.B. Taylor e M. Woodford (a cura di), *Handbook of Macroeconomics*, vol. 1A, Amsterdam, North-Holland, pp. 65-148.
- De Arcangelis, G. e G. Di Giorgio (1998), *In Search of a Monetary Policy Measure: the Case of Italy in the '90s*, in "Giornale degli Economisti e Annali di Economia", vol. 57, n. 3-4, pp. 297-324.

- _____ (2001), *Measuring Monetary Policy Shock in a Small Open Economy*, in "Economic Notes", vol. 30, n. 1, pp. 81-107.
- Dedola, L. e F. Lippi (2005), *The Monetary Transmission Mechanism: Evidence from the Industries of Five OECD Countries*, in "European Economic Review", vol. 49, pp. 1543-1569.
- Fazio, A. (2004), *Indagine conoscitiva sui rapporti tra il sistema delle imprese, i mercati finanziari e la tutela del risparmio*, Testimonianza di Antonio Fazio, Governatore della Banca d'Italia, innanzi alle Commissioni riunite VI e X della Camera dei Deputati e 6° e 10° del Senato della Repubblica, Banca d'Italia, Bollettino Economico, n. 42, marzo.
- Gaiotti, E. (1999), *The Transmission of Monetary Policy Shock in Italy, 1967-1997*, Banca d'Italia, Temi di discussione, n. 363.
- Gaiotti, E. e A. Generale (2002), *Does Monetary Policy Have Asymmetric Effects? A Look at the Investment Decisions of Italian Firms*, in "Giornale degli Economisti e Annali di Economia", giugno.
- Gaiotti, E. e S. Rossi (2004), *La politica monetaria italiana nella svolta degli anni '80*, in S. Colarizi, P. Craveri, S. Pons, G. Quagliariello (a cura di) *Gli anni '80 come storia*, Rubettino, Soveria Mannelli (CZ).
- Gambacorta, L. (2005), *Inside the Bank Lending Channel*, in "European Economic Review", vol. 49, pp. 1737-1759.
- Gambacorta, L. e S. Iannotti (2005), *Are There Asymmetries in the Response of Bank Interest Rates to Monetary Shock?*, Banca d'Italia, Temi di discussione, n. 566.
- Gertler, M. e S. Gilchrist (1993), *The Cyclical Behaviour of Short-Term Business Lending: Implications for Financial Propagation Mechanisms*, in "European Economic Review", vol. 37, n. 2-3, pp. 623-631.
- Guiso, L., Kashyap, A.K., Panetta, F. e D. Terlizzese (1999), *Will a Common European Monetary Policy Have Asymmetric Effects*, in "Economic Perspectives", n. 9, pp. 56-75.
- Kim, S. (1999), *Do Monetary Policy Shock Matter in the G-7 Countries? Using Common Identifying Assumptions About Monetary Policy Across Countries*, in "Journal of International Economics", vol. 48, pp. 387-412.

- _____ (2001), *International Transmission of U.S. Monetary Policy Shock: Evidence from VAR's*, in "Journal of Monetary Economics", vol. 48, pp. 339-372.
- Kim, S. e N. Roubini (2000), *Exchange Rate Anomalies in the Industrial Countries: a Solution with a Structural VAR Approach*, in "Journal of Monetary Economics", vol. 45, pp. 561-586.
- Neri, S. (2004), *Monetary Policy and Stock Prices: Theory and Evidence*, Banca d'Italia, Temi di discussione, n. 513.
- Paiella, M. (2002), *Recent Trends in Italian Household Net Worth*, Banca d'Italia, lavoro preparatorio per la Relazione sul 2001.
- Passacantando, F. (1996), *Building an Institutional Framework for Monetary Stability: the Case of Italy (1979-1994)*, in "BNL Quarterly Review", vol. 49, n. 196, pp. 83-132.
- Pesaran, M.H. e R.P. Smith (1998), *Structural Analysis of Cointegrating VARs*, in "Journal of Economic Surveys", vol. 12, n. 5, pp. 471-505.
- Sims, C.A. (1980), *Macroeconomics and Reality*, in "Econometrica", vol. 48, n. 1, pp. 1-48.
- Sims, C.A., Stock, J.H. e M.W. Watson (1990), *Inference in Linear Time Series Model with Some Unit Roots*, in "Econometrica", vol. 58, n. 1, pp. 113-144.
- Sims, C.A. e T. Zha (1999), *Error Bands for Impulse Responses*, in "Econometrica", vol. 67, n. 5, pp. 1113-1155.
- Strongin, S. (1995), *The Identification of Monetary Policy Disturbances: Explaining the Liquidity Puzzle*, in "Journal of Monetary Economics", vol. 35, pp. 463-497.

DISCUSSIONE DEL LAVORO DI R. BONCI E F. COLUMBA

*Francesco Nucci**

1. Introduzione

Il progetto della Banca d'Italia di ricostruire le serie dei conti finanziari dei settori istituzionali costituisce un'iniziativa benemerita che concorre a migliorare in modo significativo il quadro informativo in campo economico e finanziario. Ne è testimonianza il convegno organizzato dalla Banca, in cui si ha avuta la riprova di come la varietà degli aggregati resa disponibile sia estremamente utile per analizzare le caratteristiche della struttura finanziaria italiana e la sua evoluzione nel tempo.

Anche il lavoro di Riccardo Bonci e Francesco Columba si inserisce nell'ampio filone di analisi che mira a investigare la struttura finanziaria italiana attraverso le variazioni degli stock finanziari dei settori dell'economia. Tuttavia, la domanda alla base del loro lavoro ha un carattere specifico, che colloca il contributo in un filone di ricerca diverso da quello degli altri saggi inseriti in questo volume.

L'obiettivo è, infatti, studiare gli effetti di uno shock esogeno alla politica monetaria sulle decisioni di prendere e dare a prestito dei vari settori dell'economia. L'area di interesse è dunque quella degli effetti della politica monetaria sul sistema economico. La motivazione di fondo che muove gli autori è decifrare meglio il meccanismo di trasmissione degli shock monetari, allargando il campo alla considerazione di come rispondano le attività e le passività finanziarie delle famiglie, delle imprese e delle Amministrazioni pubbliche. In questo modo, si può valutare il merito, in termini empirici, dei modelli teorici in circolazione ed, eventualmente, tener conto delle evidenze documentate per formulare un nuovo modello monetario delle fluttuazioni cicliche che fornisca predizioni sulla risposta degli aggregati in linea con le risposte empiriche ottenute dagli autori.

Nella parte rimanente di questa nota si discutono i principali risultati del lavoro, soffermando l'attenzione sull'approccio seguito per l'identificazione dello shock monetario, sul meccanismo di trasmissione

* Università di Roma "La Sapienza".

dell'impulso in assenza degli aggregati finanziari e, infine, sul grado di coerenza tra la risposta delle attività e delle passività stimata dagli autori e la risposta documentata in altri studi empirici o rinvenuta nei principali modelli teorici.

2. L'approccio seguito e l'identificazione degli shock

Nel primo stadio del lavoro gli autori si pongono l'obiettivo di misurare in maniera adeguata gli shock alla politica monetaria. L'approccio adottato è quello di stimare un modello VAR di tipo strutturale (*structural vector autoregression*, SVAR), la cui caratteristica è consentire l'identificazione degli effetti sugli aggregati economici di shock alla politica monetaria. La ragione per cui tale approccio è largamente usato è che, per isolare gli effetti della politica monetaria, occorre far riferimento alle innovazioni alla politica monetaria e non all'azione di *policy*. Quest'ultima, infatti, risulta endogena rispetto allo stato dell'economia. Come hanno ben argomentato Christiano *et al.* (1996), la risposta degli aggregati dell'economia alle azioni di una Banca centrale che reagisce ai segnali esterni riflette l'effetto combinato sia dell'azione di *policy* sia della dinamica delle variabili a cui la Banca centrale risponde. Allo scopo di isolare gli effetti della sola politica monetaria, occorre dunque identificare la componente dell'azione di *policy* che non rappresenti la reazione ad altre variabili. Tale componente è la componente esogena, non sistematica, della politica monetaria e a essa si contrappone la componente sistematica, ossia la *policy reaction function*.

In teoria, anche la componente sistematica può essere studiata attraverso il VAR. Infatti, la parte sistematica dell'equazione del VAR riferita alla variabile di *policy* (quale, ad esempio, il tasso sui *fed funds* per l'economia USA) può essere interpretata come funzione di reazione dell'autorità monetaria (Walsh, 2003). In realtà, Rudebusch (1998) ha dimostrato come la funzione di reazione desumibile da un VAR strutturale abbia una configurazione ben diversa rispetto a quella che emerge laddove si formulino funzioni di reazione di tipo standard. Questo risultato induce qualche elemento di critica nei confronti dell'approccio VAR anche perché, come osserva Sims (1998), la stragrande parte della variazione nello strumento di politica monetaria è spiegata dalla reazione delle autorità alle condizioni dell'economia e non dai "disturbi casuali" all'azione di *policy*.

Nella specificazione del loro modello SVAR, Bonci e Columba scelgono il tasso sulle operazioni pronti contro termine di rifinanziamento quale strumento di *policy*, conformemente a precedenti studi effettuati sull'economia italiana (per esempio, Gaiotti, 1999). Anche le scelte sulla dimensione del modello e sulle variabili da includervi risultano standard per l'economia italiana nel periodo considerato (1980-2002). La produzione industriale (y), i prezzi al consumo (p), i prezzi all'importazione delle materie prime (pm), il tasso di cambio lira-marco (e), il tasso di interesse di *policy* (*repo rate*, r) e l'aggregato monetario M2 sono le sei variabili che formano il modello di base. Quest'ultimo viene in seguito accresciuto con l'inclusione di una settima variabile, che può essere un'altra variabile macroeconomica (ad esempio, i salari) oppure il flusso di attività o passività finanziarie di uno dei settori istituzionali.

Allo scopo di identificare le innovazioni alla politica monetaria occorrono assunzioni opportune. Nel lavoro viene seguito l'approccio della scomposizione di Choleski, che si basa sull'imposizione di restrizioni alla matrice A_0 che lega gli errori della forma strutturale del VAR, ε_t , a quelli della sua forma ridotta, u_t :

$$(1) \quad A_0 u_t = \varepsilon_t$$

Le restrizioni sulla matrice A_0 sono inserite in modo da imporre un ordine causale ricorsivo per le variabili inserite nel modello (*recursiveness assumption*), in base al quale la variabile inserita per prima nel VAR è quella ritenuta più esogena, al contrario dell'ultima che, invece, si ritiene essere la più endogena. La scelta adottata è quella di inserire prima le variabili non di *policy* e dopo le rimanenti variabili, seguendo lo stesso ordine con cui, poco sopra, ho enumerato le variabili inserite dagli autori nel modello di base. Operativamente, l'implicazione dell'assunzione adottata è che tutte le variabili che precedono lo strumento di *policy* (il tasso repo) sono quelle che rispondono allo shock con un ritardo temporale di un periodo. Al contrario, le variabili che nell'ordine di inserimento nel VAR appaiono dopo lo strumento di *policy* sono quelle la cui risposta si manifesta già nello stesso periodo in cui l'impulso viene impartito. Pertanto, nel VAR analizzato da Bonci e Columba solo l'aggregato M2 risponde allo shock nello stesso periodo in cui questo si registra.

Riguardo alla specificazione del VAR, una questione che si ritiene critica riguarda il tasso di cambio, che Bonci e Columba inseriscono nel modello empirico antepoendolo rispetto al tasso d'interesse di *policy*.

L'inclusione del tasso di cambio all'interno del sistema è certamente opportuna, data l'importanza del vincolo esterno per l'economia italiana in larga parte del periodo temporale considerato. L'inserimento del tasso di cambio quale variabile *non-policy*, tuttavia, implica che il cambio reagisca con ritardo all'impulso monetario. Sebbene questo aspetto non sia centrale rispetto agli obiettivi del paper, orientati verso l'effetto della politica monetaria sulle attività di dare e prendere a prestito dei vari settori, tuttavia è importante che le innovazioni monetarie (e il loro meccanismo di trasmissione) siano identificati nel modo più appropriato.

A tal proposito, sarebbe forse opportuno consentire una causalità simultanea tra il tasso di interesse e il tasso di cambio. Per far ciò sarebbe necessario conferire "più struttura" al modello, invece di limitarsi all'ordinamento ricorsivo delle variabili. Una strategia possibile è quella proposta da Smets (1997) e Gaiotti (1999) che, allo scopo di identificare il modello altrimenti sotto-identificato, prescelgono opportune variabili strumentali per il tasso di cambio nell'equazione del VAR relativa al tasso d'interesse di *policy*. Se si esprimono le due equazioni del VAR del tasso di interesse (r) e del tasso di cambio (e) facendo riferimento ai residui della forma ridotta:

$$(2) \quad u_r = \beta_0 \cdot u_e + \beta_1 \cdot u_y + \beta_2 \cdot u_p + \dots \varepsilon_r$$

$$(3) \quad u_e = \delta_0 \cdot u_r + \delta_1 \cdot u_y + \delta_2 \cdot u_p + \dots \varepsilon_e$$

risulta chiaro che la variabile u_e nella (2) deve essere strumentata per consentire l'identificazione.

Per la scelta di strumenti appropriati, l'esperienza dello SME può fornire utili indicazioni. Infatti, almeno negli anni in cui questo sistema era in vigore, risulta condivisa la visione che la politica monetaria della Germania abbia spiegato larga parte della politica monetaria in Italia. Lo strumento di *policy* in mano alle autorità monetarie veniva largamente utilizzato per assicurare il rispetto del vincolo esterno, ossia la stabilità del cambio all'interno dei suoi margini di oscillazione (Dornbusch, Favero e Giavazzi, 1998). Pertanto, alla luce delle caratteristiche dello SME si potrebbero adottare, quali variabili strumentali rilevanti per il tasso di cambio lira-marco, le misure di shock al tasso di *policy* tedesco nonché il tasso di cambio dollaro-marco (si vedano Smets, 1997 e Gaiotti, 1999).

3. I risultati

3.1 *Il meccanismo di trasmissione senza i flow of funds*

Prima di introdurre all'interno del VAR le attività e le passività finanziarie dei vari settori dell'economia, gli autori stimano il modello originario ed esaminano le risposte dei principali aggregati a un impulso restrittivo di politica monetaria. In generale, tali risposte risultano in linea con gli a priori forniti dalla teoria economica e da altri studi empirici.

In particolare, dall'analisi delle risposte allo shock monetario non sembra emergere alcun paradosso, che invece si è manifestato in altri studi simili. Ad esempio, non vi è un *liquidity puzzle*, in quanto si documenta che la restrizione monetaria dà luogo a una riduzione della liquidità. Inoltre, il livello dei prezzi, sia pur debolmente, mostra una tendenza ad abbassarsi a seguito della restrizione monetaria, conformemente a quanto suggerito dalla teoria. Infine, il tasso di cambio mostra una debole tendenza iniziale all'apprezzamento, per poi ritornare ai livelli di partenza. Non vi è dunque un *exchange rate puzzle*, che vi sarebbe stato in presenza di un deprezzamento generato dalla restrizione monetaria. È opportuno osservare, tuttavia, che la risposta del tasso di cambio documentata nel lavoro, pur essendo a grandi linee coerente con la teoria dell'*overshooting*, risulta assai debole. La strategia alternativa di identificazione del modello indicata nella sezione precedente potrebbe forse condurre a una risposta del tasso di cambio più marcata e dunque ancora più in linea con il meccanismo dell'*overshooting* (Gaiotti, 1999).

Si ritiene, inoltre, che un utile esercizio aggiuntivo, in grado di accrescere il quadro informativo del lavoro, consista nella scomposizione della varianza dell'errore di previsione (FEDV) e nell'esame, dunque, di quale sia la frazione della variabilità ciclica riconducibile a shock di tipo monetario.

Nel lavoro, risulta anche d'interesse la parte in cui il modello VAR originario a sei variabili viene accresciuto per includervi una settima variabile. Vari esercizi vengono effettuati e documentati nel saggio con riferimento all'aggiunta di una variabile alla volta nel VAR e, in particolare, di indicatori di attività economica. Si tratta dei consumi privati e di quelli pubblici, degli investimenti fissi lordi, del tasso di disoccupazione e dei salari. Un risultato appare alquanto sorprendente, visto che è ottenuto per l'economia italiana: a seguito della restrizione

monetaria i salari nominali scendono e, dal momento che i prezzi risultano rigidi nel breve periodo, i salari reali esibiscono di fatto una lieve flessione. Tale evidenza è in linea con quanto documentato per l'economia americana (cfr., per esempio, Christiano *et al.*, 1996) ma non appare conforme rispetto ad altri studi empirici per l'Italia (cfr., per esempio, Gaiotti, 1999).

Una questione di carattere tecnico che si vuole segnalare è che ciascuna di queste variabili aggiuntive inserite nel VAR quale settima variabile è assimilabile a una variabile *non-policy* e in quanto tale, alla luce della discussione fatta prima, andrebbe inserita prima del tasso d'interesse, così come avviene per output e prezzi. Al contrario, nel lavoro di Bonci e Columba ciascuna di esse viene inserita nel VAR dopo lo strumento di *policy*, generando così una possibile incoerenza riguardo alla logica adottata per l'identificazione dell'intero modello.

3.2 *Il meccanismo di trasmissione con i flow of funds*

La parte centrale del lavoro è quella che riguarda gli effetti della politica monetaria sulle attività di dare e prendere a prestito dei vari settori dell'economia. Prendiamo in considerazione innanzitutto il settore delle imprese non finanziarie ed esaminiamo i risultati empirici associati alla stima di diversi modelli VAR. In ciascuno di essi si inserisce alternativamente, quale settima variabile, il flusso di attività finanziarie detenute da questo settore, il flusso di passività finanziarie ovvero il saldo di queste due grandezze.

Le principali evidenze che Bonci e Columba ricavano per questo settore sono le seguenti. Il livello delle attività e delle passività finanziarie delle imprese mostra una flessione nel trimestre in cui viene impartito lo shock monetario restrittivo e nei due trimestri successivi. Esaminando il saldo di queste due grandezze, ossia la raccolta netta di fondi (NFR), la risposta di questa variabile non risulta mai significativa, tranne che all'impatto, dove mostra un incremento. Anche se si vanno a inserire nel VAR specifiche tipologie di passività finanziarie, ad esempio quelle a breve o a lungo termine, il quadro rimane sostanzialmente immutato: la restrizione monetaria genera un ridimensionamento delle passività più o meno sensibile.

Per valutare il grado di plausibilità dei loro risultati, Bonci e Columba fanno continuo riferimento al lavoro di Christiano *et al.* (1996) citato in precedenza, che, per primo, affronta la questione degli effetti della politica monetaria sull'andamento delle attività e passività finanziarie dei

vari settori mediante la metodologia VAR. Studiando l'economia americana, Christiano *et al.* (1996) ottengono risultati empirici che appaiono alquanto diversi da quelli documentati da Bonci e Columba.

Iniziamo con il settore delle imprese non finanziarie. Gli autori americani mostrano che, a seguito della restrizione monetaria, si osserva un accrescimento sia delle passività sia delle attività finanziarie di questo settore nonché della raccolta netta di fondi (NFR). Per tentare di riconciliare questo risultato empirico con qualche modello teorico, Christiano *et al.* (1996) invocano un quadro di analisi in cui sia contemplata una certa inerzia nei costi delle imprese dovuta a frizioni finanziarie. In base a questo meccanismo, la restrizione monetaria, accompagnandosi a condizioni cicliche meno favorevoli e a una riduzione del *cash-flow*, implica un maggior indebitamento per far fronte alle spese relative a impegni contrattuali pregressi e, come tali, difficilmente comprimibili.

Questa visione risulterebbe dunque compatibile con un aumento delle passività delle imprese a seguito dello shock monetario, ma non trova supporto empirico nell'analisi di Bonci e Columba. Nonostante questo chiaro segnale che emerge dai dati italiani, Bonci e Columba cercano di riconciliare i loro risultati con quelli di Christiano *et al.* (1996). A tal fine utilizzano la disaggregazione delle passività per scadenza e, pur ottenendo di fatto gli stessi risultati ricavati per il totale delle passività, giungono a concludere che i loro risultati empirici sono coerenti con quelli dell'economia americana e con le predizioni teoriche dei modelli con frizioni finanziarie e inerzia nell'aggiustamento dei costi d'impresa.

Sarebbe, al contrario, opportuno che Bonci e Columba rimarcassero le differenze tra i loro risultati empirici sulle imprese non finanziarie e quelli ottenuti da Christiano *et al.* (1996). Peraltro, è da sottolineare come la riduzione, a seguito di restrizione monetaria, dei prestiti contratti dalle imprese risulti perfettamente coerente con i meccanismi di trasmissione dei principali modelli in circolazione. Tra questi si citano quelli ispirati alla c.d. "*money view*" (ad esempio, il modello IS-LM), quelli ispirati alla "*credit view*" (cfr., per esempio, Bernanke e Blinder, 1988) o ai modelli monetari del ciclo del tipo DSGE (*dynamic stochastic general equilibrium model*; si veda, ad esempio, Fuerst, 1994).

Similmente, anche la riduzione delle attività finanziarie delle imprese in seguito a una contrazione monetaria risulta perfettamente in

linea con le predizioni standard della maggior parte dei modelli in circolazione.

Passando a esaminare la risposta delle attività e passività del settore delle famiglie a fronte di uno shock alla politica monetaria, viene spontaneo muovere a Bonci e Columba una critica che attiene all'interpretazione dei risultati e, come tale, equivalente a quella mossa per il settore delle imprese. Vediamo nel dettaglio. Gli autori documentano una riduzione significativa della raccolta netta di fondi delle famiglie a seguito della restrizione. Tuttavia, esaminando la risposta separata del totale delle passività e delle attività, la loro dinamica risulta debole e poco significativa dal punto di vista statistico. Al contrario, nel lavoro di Christiano *et al.* (1996) la risposta di entrambi questi aggregati risulta molto più forte. Eppure, in tale lavoro sui dati americani si afferma che i risultati sarebbero coerenti con i modelli di "*limited participation*" formulati, tra gli altri, da Christiano ed Eichenbaum (1992). In base a questa teoria, lo ricordiamo, le famiglie non aggiusterebbero le loro attività e passività finanziarie nella fase immediatamente successiva allo shock di politica monetaria.

Se tale teoria viene invocata per interpretare i risultati ottenuti per gli USA, a maggior ragione essa potrebbe essere invocata per spiegare le evidenze empiriche trovate da Bonci e Columba per l'economia italiana. Se si guarda, infatti, agli aggregati (totale attività e passività finanziarie) la risposta debole e poco significativa risulterebbe coerente con quanto affermato dai modelli di "*limited participation*". Al contrario, Bonci e Columba affermano l'opposto, semplicemente perché guardano alla risposta della raccolta netta di fondi, che è effettivamente diversa da zero, invece che alle due componenti che la costituiscono (le attività e le passività).

In realtà, esaminando con maggiore attenzione i risultati di Bonci e Columba e, in particolare, la distinzione effettuata dagli autori per tipologia di *asset* e *liability*, si riscontra un aggiustamento significativo nel portafoglio finanziario. A seguito della restrizione, infatti, il portafoglio viene modificato detenendo meno depositi e azioni, da un lato, e più titoli obbligazionari, sia a breve sia a lunga scadenza, dall'altro. Sono queste, e non altre, le evidenze che rendono incoerente il *limited participation model* con i risultati del loro paper. Tale aspetto andrebbe esplicitamente messo in rilievo, unitamente alla circostanza che i risultati documentati dagli autori non risultano affatto incoerenti con le predizioni teoriche dei principali modelli in circolazione.

Infine, viene esaminato nel lavoro il settore delle Amministrazioni pubbliche (AP) e anche per esso si esamina come le attività e le passività rispondano nel tempo a una politica monetaria restrittiva. Nel lavoro di Christiano *et al.* (1996) il risultato empirico ottenuto a tal riguardo è quantomeno sorprendente e certamente contro-intuitivo. Gli autori americani, infatti, documentano che uno shock restrittivo di politica monetaria riduce in modo significativo la raccolta netta di fondi (NFR) delle AP, che, sostanzialmente, riflette il fabbisogno pubblico. Nel lavoro di Bonci e Columba, al contrario, la raccolta netta delle AP sale leggermente a seguito dello shock e questo, a prima vista, implicherebbe l'assenza nei loro risultati di quel paradosso inspiegabile che invece si ricava dallo studio di Christiano *et al.* (1996).

Tuttavia, un'analisi più attenta dei risultati empirici di Bonci e Columba evidenzia che la risposta allo shock delle sole passività finanziarie delle AP (di fatto il debito pubblico) risulterebbe non significativa e talvolta di segno negativo. Dato il peso della spesa per interessi nella finanza pubblica italiana, è lecito domandarsi se, alla luce di questa evidenza aggiuntiva, il puzzle sia del tutto venuto meno, ovvero se continui a permanere, sia pur in forma attenuata.

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

- Bernanke, B. e A. Blinder (1988), *Credit, Money, and Aggregate Demand*, in "American Economic Review", vol. 78, n. 2, pp. 435-439.
- Christiano, L. e M. Eichenbaum (1992), *Liquidity Effects and the Monetary Transmission Mechanism*, in "American Economic Review", vol. 82, n. 2, pp. 346-353.
- Christiano, L., Eichenbaum, M. e C. Evans (1996), *The Effects of Monetary Policy Shocks: Evidence from the Flow of Funds*, in "Review of Economics and Statistics", vol. 78, pp.16-34.
- Dornbusch, R., Favero, C. e F. Giavazzi (1998), *Immediate Challenges for the European Central Bank*, in "Economic Policy", vol. 26, pp. 17-64.
- Fuerst, T. (1994), *The Availability Doctrine*, in "Journal of Monetary Economics", vol. 34, pp. 429-444.
- Gaiotti, E. (1999), *The Transmission of Monetary Policy Shocks in Italy, 1967-1997*, Banca d'Italia, Temi di discussione, n. 363.
- Rudebusch, G.D. (1998), *Do Measures of Monetary Policy in a VAR Make Sense?*, in "International Economic Review", vol. 39, n. 4, pp. 907-931.
- Sims, C.A. (1998), *Comment on Rudebusch's 'Do Measures of Monetary Policy in a VAR Make Sense?'*, in "International Economic Review", vol. 39, n. 4, pp. 933-941.
- Smets, F. (1997), *Measuring Monetary Policy Shocks in France, Germany and Italy: The Role of the Exchange Rate*, Bank for International Settlements, Working Paper n. 4.
- Walsh, C.E. (2003), *Monetary Theory and Policy*, Cambridge, Mass., The MIT Press.