

**ATIC - ASSOCIAZIONE TESORIERI ISTITUZIONI CREDITIZIE**

**10° CONGRESSO NAZIONALE**

**Roma, 3 marzo 1990**

1. La ricorrenza del decennio di vita dell'Associazione Tesorieri delle istituzioni creditizie coincide con la conclusione degli anni ottanta; ha un richiamo forte, proprio dei momenti che sembrano chiudere un'esperienza, un'epoca e aprire la successiva. Dico "sembrano" perché la periodizzazione non di rado è frutto della nostra esigenza di schematizzare, di suddividere in periodi definiti, per meglio analizzarli, il succedersi degli avvenimenti, che si susseguono senza soluzioni di continuità, senza pause precise e puntuali spartiacque.

Il decennio passato è denso di eventi, in parte già compiutamente realizzati, in parte in corso, che hanno modificato o stanno modificando sia le modalità di funzionamento del mercato monetario e di quello finanziario, sia il modus operandi della politica monetaria.

E' stato compiuto un lungo cammino verso mercati più trasparenti, più liberi, più efficienti. Importanti tasselli del mosaico sono stati inseriti negli ultimi tempi: per il mercato dei cambi, con l'adesione dell'Italia alla banda stretta dell'accordo di cambio nello SME, alla quale si aggiunge l'imminente totale liberalizzazione dei movimenti dei capitali; per il mercato dei titoli, con la discussione in corso in Parlamento di norme che regolano l'attività di intermediazione; per il mercato monetario, con l'avvio, in questi giorni, delle contrattazioni telematiche dei depositi interbancari.

Si tratta di innovazioni di rilievo. Esse ampliano

lo spessore e gli spazi operativi del mercato nazionale congiungendolo con quelli esteri, rendono più trasparenti le condizioni offerte e quelle applicate, accrescono la velocità di contrattazione e di esecuzione delle operazioni. Si innalzano il livello della concorrenza e il grado di rischio per gli operatori, che dovranno saper cogliere le opportunità offerte; potrà conseguirne una maggiore dispersione dei risultati nella gestione delle singole tesorerie: saranno premiati i più capaci e attenti. Il mercato che abbiamo costruito richiede più professionalità e prontezza nelle decisioni rispetto a quello che è alle nostre spalle.

Alcuni di questi effetti sono ancora nel campo delle aspettative, delle speranze, dei timori del nuovo. Ma abbiamo già dinanzi una lunga serie di risultati. In questa particolare occasione, desidero brevemente richiamarli: per la loro rilevanza e perché attestano, negli obiettivi e negli sforzi, l'unità di intenti tra le autorità monetarie e gli operatori per la crescita del mercato monetario e finanziario.

La realizzazione del mercato monetario è il risultato più importante di questa collaborazione.

La vostra associazione ha espresso con chiarezza i problemi della tesoreria; ha ricondotto a sintesi posizioni settoriali, ha operato quale canale di trasmissione degli impulsi delle autorità al mercato e, viceversa, delle reazioni e delle tendenze di quest'ultimo alle autorità. Il dialogo ha riguardato sia gli interventi di natura

strutturale, come il funzionamento dei mercati, sia quelli di ordine congiunturale, volti al controllo delle riserve bancarie.

L'ATIC ha svolto attivo impegno per la creazione delle strutture tecniche, cogliendo le opportunità nuove offerte dalla telematica, per la definizione delle prassi operative, per la formazione professionale. Essa ha fatto "girare" il mercato, animandone le strutture, usandone concretamente gli strumenti; ha esercitato, all'interno delle aziende di credito, un ruolo di stimolo e di riflessione sulla funzione della tesoreria, quale centro autonomo di reddito, piuttosto che come settore residuale di copertura degli sbilanci derivanti dagli altri settori dell'attività aziendale.

Nell'attività quotidiana la tesoreria è il settore dell'istituto di credito che ha il riscontro più immediato con l'azione della Banca centrale: essa interagisce con le operazioni di mercato aperto, recependo e trasmettendo all'interno dell'azienda bancaria gli impulsi espansivi o restrittivi che da quelle derivano; movimentata i conti aperti presso la Banca centrale e verifica con essa la regolare chiusura giornaliera della compensazione dei conti interbancari.

2. Ripercorrere gli sviluppi del mercato monetario in Italia negli anni ottanta significa ricordare momenti di un dialogo serrato e proficuo fra autorità monetarie e operato-

ri, che si propone ancora oggi come metodo di lavoro per completare i progetti di riforma del sistema dei pagamenti e di revisione della riserva obbligatoria, ancora in corso di definizione.

Prima degli anni ottanta il mercato monetario non aveva i requisiti di liquidità, spessore, trasparenza propri di un mercato efficiente; soprattutto, mancava della capacità segnaletica dello stato della liquidità attraverso variazioni dei tassi di interesse. Esperimenti di contrattazione continua dei BOT sul mercato secondario non avevano fornito, negli anni settanta, risultati soddisfacenti, per la scarsità delle transazioni e per l'assenza di intermediari operanti come brokers e dealers sul mercato della liquidità e dei titoli a breve termine.

I controlli diretti del credito, il vincolo di portafoglio, la sostanziale chiusura verso l'estero attenuavano gli stimoli alla concorrenza, irrigidivano gli attivi bancari, condizionavano la funzione dei mercati nell'adeguamento dei portafogli, sia degli intermediari sia degli operatori finali.

Le contrattazioni dei titoli a breve termine del Tesoro erano pressoché limitate alle operazioni promosse dalla Banca d'Italia. Essa acquistava all'asta i BOT non domandati dagli operatori e li vendeva successivamente, a tassi praticamente fissi, per assorbire liquidità. La stessa regolazione della liquidità da parte della Banca centrale incontrava non di rado difficoltà.

Le iniziative assunte hanno interessato, in modo coordinato, un ampio fronte di tematiche: gli obiettivi e gli strumenti della politica monetaria, le modalità di funzionamento dei mercati primario e secondario, le caratteristiche dei titoli, le tecniche di gestione del debito pubblico.

L'avvio, nell'autunno 1979, delle operazioni temporanee in titoli e la cessazione, nel luglio 1981, della prassi secondo cui la Banca acquistava all'asta i BOT non domandati dal pubblico hanno creato le condizioni per un legame più stretto e trasparente fra liquidità e tassi, sia sul mercato dei fondi interbancari sia su quello dei BOT.

A queste innovazioni nella regolazione della liquidità dell'economia si è accompagnato il graduale ritorno all'uso degli strumenti di controllo indiretto del credito. In un vero mercato, che si andava formando con la presenza di operatori professionali, sono state sperimentate e messe a punto le modalità di esecuzione di nuove operazioni, poi diffuse sugli altri mercati, quali l'offerta di quantità definite di liquidità o di titoli, prima ceduti a prezzo fisso, poi con l'asta competitiva.

Cruciale è stato il passaggio dalle operazioni definitive in titoli a quelle temporanee, correntemente usate per la gestione della liquidità dell'economia da parte delle principali banche centrali. Esse hanno dato più ampio respiro agli interventi di creazione e di assorbimento di base monetaria, per la dimensione dei fondi mobilizzabili, e maggiore efficacia, per l'immediatezza di esecuzione. Per le

autorità monetarie, il "pronti contro termine" ha rappresentato uno strumento capace di assorbire o immettere base monetaria nel sistema per importi anche di ingente dimensione e per il tempo desiderato, con riflessi modesti sui tassi di interesse a lungo termine. Per le banche, l'uso di titoli a lungo termine per operazioni di brevissimo periodo si è tradotto in un miglioramento della liquidità dei loro portafogli; la possibilità di impiegare proficuamente momentanee eccedenze di liquidità ha accresciuto la redditività delle loro tesorerie.

La maggiore flessibilità delle operazioni temporanee in titoli rispetto alle forme tradizionali di rifinanziamento e la loro maggiore efficacia per risolvere problemi di liquidità del sistema creditizio ne spiegano la rapida diffusione. Esse si sono mostrate lo strumento più appropriato per compensare gli squilibri nella liquidità dell'economia provocati dalla concentrazione in brevi periodi di incassi o pagamenti della tesoreria statale, dalla frequenza quindicinale o mensile delle operazioni di debito pubblico, dai movimenti di capitali con l'estero.

Inoltre, le operazioni temporanee in titoli si sono rivelate adatte, per flessibilità e prontezza, a imprimere impulsi espansivi o restrittivi alla politica creditizia. Sono entrate ormai, per frequenza e continuità d'uso, tra gli strumenti ordinari d'intervento. Nel 1989 sono state effettuate 75 operazioni, in media una ogni tre giorni, per complessivi 180.000 miliardi di lire. I tassi del "pronti

contro termine" sono diventati un riferimento per quelli interbancari e un buon indicatore degli orientamenti della politica monetaria di breve periodo.

A mano a mano che la Banca centrale modificava le modalità di esecuzione delle operazioni di mercato aperto, il Tesoro rivedeva le tecniche di emissione dei titoli, per lasciare agli operatori maggiore possibilità di esprimere le proprie schede di preferenze sulle variabili quantità-prezzo.

Nelle aste dei BOT, in particolare, è stata dapprima sostituita l'assegnazione a prezzo uniforme con quella a prezzi molteplici, che stimola la professionalità degli operatori e persegue con più efficacia l'obiettivo del minor costo per l'emittente. Nell'ultimo biennio, poi, sono stati aboliti i prezzi base d'asta, sia per favorire il collocamento delle quantità desiderate dei titoli, sia per non porre limiti alla variabilità dei tassi di interesse, diventati meno controllabili in un contesto di totale apertura internazionale dei mercati. Un sostegno alla buona riuscita delle aste è stato fornito proprio dalle operazioni di mercato aperto, che hanno concentrato in quella sede la liquidità che si forma quotidianamente, e dall'assistenza creditizia, offerta in sede d'asta, dalla Banca centrale ai maggiori operatori.

L'avvio di un mercato secondario all'ingrosso dei BOT costituisce l'avanzamento recente di un disegno perse-



guito negli anni. Le connotazioni del mercato sono però oggi diverse da quelle degli anni settanta. Da titoli delle tesorerie di banche e imprese, i BOT sono diventati titoli ampiamente diffusi tra le famiglie, che ne detengono, insieme con le imprese, oltre l'80 per cento. Ciò irrigidisce la domanda di titoli, con forti fluttuazioni dei prezzi in risposta a modeste variazioni dell'offerta, e segmenta questo comparto del mercato monetario rispetto a quelli del "pronti contro termine" e dei fondi interbancari. Occorrerà riflettere su questi aspetti per dare al mercato dei BOT la flessibilità e la trasparenza richieste dalla elevata presenza di piccoli risparmiatori.

Anche nel comparto dei titoli a medio e a lungo termine le tecniche di emissione sono state affinate, movendo dall'offerta in pubblica sottoscrizione a prezzo fisso verso il metodo dell'asta e ricorrendo a consorzi di collocamento e garanzia per i titoli nuovi, che non hanno ancora un mercato. La capacità di collocare titoli all'emissione ha tratto giovamento dalla istituzione, nella primavera del 1988, del mercato secondario telematico per i titoli di Stato a medio termine.

Sul piano più generale della politica del debito pubblico gli sviluppi sono stati non meno importanti, anche se la crescita del debito e le difficoltà incontrate dal mercato per superare la fase di assestamento manifestatasi nel 1987 in coincidenza con l'arresto della tendenza alla discesa dei tassi hanno condizionato il perseguimento degli

obiettivi di minimizzare il costo e di allungare la vita media del debito.

L'obiettivo di collocare i titoli direttamente presso il pubblico è stato conseguito: famiglie e imprese, che detenevano il 15 per cento dei titoli di Stato nel 1975, ne possiedono oggi quasi il 70 per cento.

Il costo nominale si è andato riducendo, in linea con la tendenza dell'inflazione, dai primi anni ottanta fino alla primavera del 1987, ed è stato stazionario nel biennio 1988-89; quello reale è andato crescendo nella prima parte del decennio, raggiungendo negli ultimi anni valori del 5-6 per cento, come è accaduto in tutti i paesi industriali. Nella media del decennio 1980-89 i tassi reali a breve e a medio termine in lire, misurati sull'inflazione ex-post, sono stati del 3,5 per cento, valore che si colloca attorno alla media dei maggiori paesi della Comunità Europea, dove peraltro fabbisogno e debito dello Stato hanno dimensione ben minore.

La vita media del debito pubblico si è allungata da 1 a 4 anni fra il 1982 e il 1987; si è accorciata a 2 anni e mezzo alla fine del 1989. Questa durata, che nel confronto internazionale risulta piuttosto breve, è dovuta all'inflazione, tuttora più elevata che negli altri paesi, al volume stesso del debito e del fabbisogno pubblico, al ruolo modesto svolto in Italia dagli investitori istituzionali.

Gli obiettivi di costo e di durata nella gestione del debito pubblico sono stati perseguiti anche adeguando le

caratteristiche dei titoli, per ridurre i rischi dell'incertezza in quelli a più lungo termine; è stata ampiamente utilizzata la tecnica dell'indicizzazione finanziaria; si è fatto ricorso all'emissione di titoli a tasso variabile, con opzione per il tasso fisso, a titoli basket, con tasso in parte variabile e in parte fisso, a titoli in ECU e più di recente a titoli con opzione di rimborso anticipato.

La crescita dei mercati secondari è stata rapida fino all'inizio del 1987, sospinta, in particolare, dalla lunga fase di riduzione dei tassi, più faticosa e lenta nell'ultimo triennio; essa è stata guidata in alcuni comparti dagli operatori di maggiori dimensioni, più pronti a intravedere le tendenze del mercato, in altri, dalla stessa Banca centrale.

I primi hanno colto le possibilità offerte da circuiti telematici per "fare" il mercato della liquidità, creando il comparto dell'overnight e quelli dei depositi interbancari a tempo e del "pronti contro termine", predisponendo le forme contrattuali, le procedure tecniche e le prassi operative.

L'azione della Banca centrale è stata rivolta soprattutto alla formazione dei mercati sui quali essa interviene per regolare la liquidità e al sostegno e all'incoraggiamento delle iniziative degli operatori per il mercato interbancario. Mercati efficienti, per spessore, continuità e

trasparenza delle contrattazioni, accrescono l'efficacia della politica monetaria.

Uno sguardo al più recente passato conferma che il rafforzamento delle strutture, consolidate con il mercato secondario all'ingrosso dei titoli di Stato e arricchitesi in questi giorni con quello, pure telematico, dei fondi interbancari, era il presupposto di significativi progressi. Nell'ultimo biennio, nonostante la forte pressione dell'offerta di titoli, il mercato ha operato in condizioni ordinate, senza soluzioni di continuità, riflettendo puntualmente lo stato delle aspettative. L'alternanza e la "volatilità" di queste ultime non potevano che essere registrate con ricorrenti fasi ora di eccesso, ora di carenza di domanda. Il fatto nuovo, rappresentato da un mutamento di composizione degli attivi bancari, che per intensità non ha precedenti, è stato assorbito con capacità in qualche misura inaspettata. Il sistema bancario, che fino al 1987 aveva alimentato e sostenuto la domanda di titoli, ha ridotto nel biennio 1988-89 il proprio portafoglio titoli di 17 mila miliardi, per finanziare impieghi in crescita molto più rapida rispetto alla raccolta.

Ciò conferma la solidità raggiunta dal mercato, che ha fronteggiato sia questi contraccolpi, sia quelli derivanti dal riaggiustamento delle quote in valuta dei portafogli dei risparmiatori, resi possibili dall'apertura ai mercati esteri. Ma gli effetti attesi dal compimento del processo di integrazione europea saranno rilevanti sia per l'attività di

intermediazione bancaria, sia per la politica monetaria. Su quest'ultima intendo svolgere ora alcune riflessioni.

3. Gli sviluppi che si prefigurano nell'Europa comunitaria per il prossimo futuro aprono prospettive nuove per la politica della Banca centrale; essa ne risulta coinvolta nel modo di operare, nella scelta degli obiettivi, nell'efficacia.

Due sono i principali fattori che spingono al cambiamento: l'integrazione dei mercati finanziari, dovuta in primo luogo alla rimozione dei vincoli ai movimenti internazionali di capitali, e la stabilizzazione dei tassi di cambio, conseguenza del rafforzamento dello SME.

In Italia, entrambi i fattori hanno operato con intensità crescente negli ultimi anni: la liberalizzazione è stata attuata in modo graduale ma con tenacia, prima nel segmento a medio e a lungo termine, successivamente in quello dei capitali bancari a breve; la stabilità del cambio è stata perseguita attraverso la presenza continua della Banca d'Italia sui mercati valutari, con comportamenti fermi nelle fasi, che non sono mancate, di forti tensioni. Sotto entrambi i profili, il processo giunge a compimento proprio in questi mesi: la liberalizzazione dei movimenti dei capitali sarà completata entro il semestre in corso; l'adesione alla "banda stretta" dello SME è già avvenuta agli inizi di gennaio.

Per la Banca centrale l'effetto di questi mutamenti

sarà di grande rilievo; essi prefigurano una svolta ben maggiore, pur se forse più graduale nei tempi, di quella che accompagnò, nel 1983, l'abbandono dei controlli amministrativi sul credito. La politica della Banca centrale, già a partire dagli inizi di questi anni novanta avrà due caratteristiche nuove rispetto a quella del decennio precedente: anzitutto una ridotta flessibilità dei tassi di cambio, come strumento di politica economica; in secondo luogo, il progressivo restringersi, per l'Italia come per tutti gli altri paesi della CEE, della possibilità di usare la politica monetaria per obiettivi essenzialmente interni, in termini sia di attività economica sia dei prezzi, indipendentemente dal contesto comunitario.

La prima caratteristica segue logicamente alla riduzione dei margini di fluttuazione fra le monete; un processo, il cui stadio finale è la "fissazione irrevocabile delle parità": l'unione monetaria.

La seconda caratteristica è altrettanto chiara, ma forse meno esplicitamente riconosciuta. In un'area sempre più integrata sul piano finanziario e con cambi tendenzialmente fissi, sarà sempre meno possibile per ogni singolo paese usare le leve della politica monetaria per ottenere un livello dei tassi di interesse interni discosto da quello vigente negli altri paesi; movimenti dei capitali agiranno in modo da annullare i differenziali. Si restringerà progressivamente il canale attraverso cui, in un'economia chiusa o con cambi flessibili, l'autorità monetaria riesce a influenzare la

domanda interna di beni e servizi, e cioè l'effetto di variazioni nei tassi di interesse sulle decisioni di spesa degli operatori.

Sarebbe errato concludere che la politica monetaria emergente da questi sviluppi sia, per così dire, disarmata; si tratta, invece, di una sua trasformazione graduale, con il passaggio dall'ambito nazionale a quello comunitario.

L'esperienza stessa dello SME dimostra che un vincolo credibile sul tasso di cambio costituisce un efficace segnale per tutti gli operatori, dell'area pubblica come di quella privata, in grado di disciplinare i comportamenti che conducono alla formazione dei costi e dei prezzi nell'intero sistema economico.

Da un accordo di cambio, giudicato credibile dal mercato, discende necessariamente, nel lungo andare, una convergenza dei tassi di inflazione nei paesi che vi partecipano; il livello comune a cui i prezzi e i tassi di interesse tendono è l'espressione della politica monetaria dell'area nel suo complesso.

L'accento che viene posto, nelle sedi comunitarie in cui si dibattono le linee costitutive della Banca centrale europea, sulla sua indipendenza e sull'obiettivo prioritario della stabilità dei prezzi riflette proprio la preoccupazione, largamente condivisa, di assicurare che la politica monetaria comune abbia un chiaro orientamento antinflazionistico.