

A.T.I.C.
Associazione Tesorieri Istituzioni Creditizie
11° Congresso

**POLITICA MONETARIA, MERCATI FINANZIARI
E GESTIONE BANCARIA NEL CONTESTO
DELL'UNIONE MONETARIA EUROPEA**

Milano, 21 giugno 1991

1. Il tema delle implicazioni che il mercato unico europeo avrà sulla politica monetaria dei singoli paesi, scelto per celebrare l'11° congresso annuale dell'Associazione dei Tesorieri delle Istituzioni Creditizie, è di particolare attualità in questa fase della costruzione europea. La riflessione sugli obiettivi e sugli strumenti della politica monetaria, condotta in un ambiente di operatori professionali del mercato monetario, contribuisce alla comprensione delle ragioni che hanno ispirato il cammino fin qui fatto; può offrire suggerimenti per il tratto di strada che resta da compiere.

La presenza di eminenti rappresentanti di Banche centrali di altri paesi della Comunità offre l'occasione per un confronto fra modalità ed efficacia della politica monetaria, fra gradi di sviluppo e di funzionamento dei mercati monetario e finanziario, nonché su come le Banche centrali si stiano preparando al mercato unico e alla politica monetaria comune.

Si tratta di un lavoro iniziato da tempo, condotto con impegno e continuità nelle naturali sedi del Comitato dei Governatori a Basilea e di quello Monetario a Bruxelles; esso si sta articolando, come è noto, nei lavori della Conferenza Intergovernativa sull'Unione economica e monetaria, avviata con la riunione di Roma dei Capi di Stato e di Governo nel dicembre del 1990.

L'aspetto specifico di questa occasione è rappresentato dal fatto che gli operatori bancari del mercato monetario, sentendo ormai prossimo il completamento del disegno,

ritengono necessaria una riflessione sull'impatto che una politica monetaria condotta su un orizzonte più ampio produrrà nella gestione delle tesorerie delle banche italiane. Ciò dimostra il grado di sensibilità di un'Associazione che merita un plauso per l'impegno mostrato e la collaborazione offerta alle Autorità monetarie per lo studio e la soluzione dei problemi del sistema dei pagamenti e del mercato monetario in Italia.

2. Quando si esamini la storia recente dell'economia italiana, non si può non apprezzare la portata delle trasformazioni che hanno interessato il settore finanziario e i mutamenti intervenuti nel modo di operare della politica monetaria.

All'inizio degli anni ottanta l'Italia presentava un'inflazione superiore al 20 per cento, tasso all'incirca doppio di quello medio degli altri paesi industriali; un fabbisogno pubblico in rapida crescita e finanziato in ampia misura in forma monetaria; mercati finanziari poco sviluppati, segmentati, scarsamente integrati con quelli esteri. Per perseguire i propri obiettivi, la politica monetaria faceva ricorso a controlli diretti sui movimenti di capitale e sul credito bancario.

Il cammino che ha condotto allo smantellamento di questi controlli e all'integrazione finanziaria con il resto dell'Europa prese avvio con l'adesione allo SME nel marzo del 1979. Da allora il tasso di cambio cessò di avallare le spinte alla svalutazione che rispondevano all'intento di ripristinare, sia pure su basi effimere, la competitività di breve periodo in presenza di una indicizzazione diffusa delle retribuzioni.

A sostegno del cambio, la politica monetaria assume

all'inizio degli anni ottanta, un'intonazione restrittiva; contemporaneamente si sviluppò un'azione riformatrice lungo due direttrici: la revisione dei rapporti istituzionali tra Banca d'Italia e Tesoro, il progressivo affidamento a strumenti di mercato per il controllo degli aggregati monetari.

L'aumento dei tassi d'interesse reali ha favorito il collocamento di titoli di Stato direttamente presso i risparmiatori; ha contribuito a ridurre il grado di liquidità della ricchezza finanziaria: la percentuale di questa detenuta sotto forma di depositi bancari è scesa nettamente, dal 65 per cento del 1980 al 37 per cento del 1990. Con lo sviluppo del mercato monetario, è divenuto più affidabile il meccanismo di trasmissione degli impulsi monetari, si è ampliato lo spazio per le regole di mercato nella conduzione della politica monetaria e nella determinazione dei tassi d'interesse; a questi ultimi è demandato di sollecitare gli aggiustamenti necessari a preservare la stabilità del cambio.

Nella seconda metà degli anni ottanta, la stabilizzazione del cambio nominale della lira nel sistema monetario europeo è divenuta il fulcro dell'azione della Banca d'Italia, tanto sul versante sia della lotta all'inflazione quanto su quello dell'apertura internazionale del nostro mercato dei capitali. Nei riallineamenti intervenuti nei primi sei anni di vita dello SME la lira era stata svalutata del 32 per cento rispetto all'ecu; nel quinquennio successivo il suo valore è rimasto pressoché immutato, ponendo le premesse per l'ingresso nella banda stretta, all'inizio del 1990, e per il completamento della liberalizzazione valutaria, nel maggio dello stesso anno. Queste misure hanno rafforzato la credibilità del vincolo di cambio, impartito un impulso all'integrazione con l'estero dei nostri mercati. Ne sono seguiti ingenti afflussi netti di capitali e una significativa riduzione del differenziale fra i tassi d'interesse interni e quelli esteri.

Nel 1990, l'aumento della domanda di titoli pubblici ha consentito, per la prima volta dopo il "divorzio", di finanziare il Tesoro interamente sul mercato senza creazione di base monetaria, pur in un anno reso difficile dal venire a scadenza di titoli per un ammontare pari quasi al 50 per cento del debito pubblico complessivo. Per la prima volta la Banca d'Italia ha sottoscritto titoli di Stato sul mercato primario per un ammontare inferiore ai rimborsi; la regolazione della base monetaria è avvenuta prevalentemente attraverso interventi sul mercato secondario.

3. Il finanziamento non monetario del fabbisogno pubblico e un'efficace gestione della politica monetaria richiedono mercati efficienti. Ad essi le Autorità monetarie hanno rivolto particolare attenzione. Il disegno di riforma dei mercati finanziari ha investito gli aspetti normativi, organizzativi e operativi. Alle iniziative delle Autorità monetarie si è unita la partecipazione attiva delle categorie professionali.

Il collocamento di titoli di Stato è stato facilitato dall'affinamento delle tecniche di emissione, dall'allargamento della gamma dei titoli offerti, dall'adattamento delle loro caratteristiche alle condizioni di mercato e alle preferenze dei risparmiatori. Nell'ultimo biennio il metodo di collocamento tramite asta è stato esteso a tutte le emissioni. Sono stati offerti titoli con durata fino a 10 anni sul mercato interno e a 20 anni in ecu su quello internazionale. L'intero ventaglio dei titoli è riproposto con regolarità al mercato.

La creazione, nel 1988, del mercato all'ingrosso dei titoli di Stato, organizzato su circuito telematico, sul quale operano primary dealers che fanno mercato con proposte di

acquisto e di vendita a prezzi definiti, ha dato luogo a un significativo progresso. Sia la predisposizione di regole di contrattazione certe e uguali per tutti, sia le negoziazioni a trattativa continua e multilaterale assicurano trasparenza di condizioni, concorrenza nel processo di determinazione dei prezzi e dei tassi negoziati.

Il mercato è cresciuto rapidamente: oggi i titoli quotati sono 67, gli aderenti 230, le contrattazioni medie giornaliere ammontano a circa 3.600 miliardi, e i prezzi negoziati costituiscono punti di riferimento per la formazione della domanda in asta. Vi operano 20 primary dealers, altri 9 sono in lista d'attesa per limitazioni connesse con la rete telematica. Gli scarti fra le quotazioni lettera e denaro si sono ridotti; per i titoli guida sono ora in linea con quelli prevalenti sui mercati più evoluti.

Un ulteriore passo avanti è stato effettuato nel febbraio del 1990 con la costituzione del mercato telematico dei depositi interbancari; esso ha consentito maggiore fluidità al mercato dei titoli, eliminato opacità di condizioni nelle transazioni di fondi tra banche e segmentazioni tra il mercato della base monetaria e quello dei titoli, reso più pronto l'adeguamento dell'intera struttura dei tassi d'interesse agli impulsi della politica monetaria. Lo schema organizzativo di questo mercato ricalca, con meno vincoli, quello dei titoli pubblici, con negoziazione a trattativa continua e multilaterale e contratti standardizzati. I tassi d'interesse hanno acquistato significatività. Lo spessore degli scambi è rapidamente cresciuto: le contrattazioni medie giornaliere si sono attestate in aprile su poco meno di 9.000 miliardi, oltre il doppio di quelle registrate all'avvio del mercato.

La recente mobilitazione della riserva obbligatoria ha consolidato queste tendenze: ha fatto crescere l'intermediazione di fondi fra banche, poiché ha ampliato i margini di

autonomia nella gestione delle tesorerie avendone allentato i vincoli giornalieri; ha incentivato le banche a utilizzare le riserve liquide in funzione dell'assolvimento degli impegni di pagamento e del rispetto mensile di riserva obbligatoria, nonché dell'opportunità offerta dal mercato di massimizzare il rendimento degli investimenti di tesoreria.

Con la mobilitazione della riserva si è creato un legame fra i mercati giornalieri della base monetaria nell'arco del periodo di calcolo: un valore basso o alto delle riserve "in eccesso" detenute dalle banche rispetto all'obbligo medio in un dato giorno non denota di per sé una situazione restrittiva o espansiva. I tassi interbancari sono influenzati, oltre che dalle condizioni di liquidità del giorno, dalle aspettative degli operatori sulla posizione media nel periodo di mantenimento. Si è in conseguenza fortemente ridotta la variabilità dei tassi d'interesse a breve termine, divenuti indicatori più attendibili della condotta monetaria e, al contempo, segnalatori essi stessi dell'opportunità d'interventi da parte della Banca d'Italia.

La Banca d'Italia ha intensificato il ricorso al meccanismo di troncamento delle domande in asta sulle operazioni temporanee di liquidità a tassi ritenuti indesiderabili; ciò ha determinato una sensibile riduzione dell'erraticità dei tassi di aggiudicazione e ne ha accresciuto il valore segnalativo.

4. Dal quadro che ho presentato emerge che il sistema finanziario italiano si presenta alle soglie del Mercato unico con strutture rafforzate, più efficienti, per alcuni aspetti più avanzate rispetto a quelle medie dei paesi della Comunità.

Ciò è vero per il mercato monetario e per quello dei

titoli a reddito fisso, sui quali transitano ingenti volumi di fondi. Non altrettanto può affermarsi per il mercato azionario. Sono state poste le basi di una sua radicale riforma, in corso di attuazione, ma il mercato è tuttora caratterizzato da un limitato numero di azioni quotate, da un volume di transazioni esiguo, dal modesto interesse dei risparmiatori. Il rapido sviluppo del mercato delle azioni italiane a Londra, dove negli ultimi mesi sono sensibilmente aumentati sia il numero di titoli quotati sia gli scambi, testimonia dell'interesse di operatori italiani ed esteri per le azioni italiane e dell'inadeguatezza della struttura della Borsa italiana.

Entro il cinque di luglio prossimo verranno emanati dalla Consob e dalla Banca d'Italia i regolamenti di attuazione della legge sulle attività in valori mobiliari. Nei prossimi mesi la Consob completerà la realizzazione del nuovo sistema di scambi di azioni quotate, basato sull'utilizzo di strumenti telematici; esso permetterà di effettuare negoziazioni lungo l'intero arco della seduta borsistica. È all'esame della Consob e della Banca d'Italia la trasformazione del sistema di liquidazione da mensile a giornaliero.

Dall'insieme di questi interventi trarranno beneficio sia le imprese, che potranno più facilmente accedere al capitale di rischio, sia i risparmiatori, che saranno in grado di operare una più efficace diversificazione dei portafogli finanziari. Un mercato più liquido favorirà il collocamento presso gli investitori privati di quote di imprese pubbliche.

Il completamento della riforma del mercato richiede tuttavia l'istituzione di nuove figure di investitori istituzionali, quali i Fondi pensione e i Fondi comuni chiusi; la creazione di mercati dei prodotti derivati (futures e options) che sostengano lo spessore e l'elasticità degli scambi a pronti; l'istituzione di nuove figure di intermediari

(inter-dealer brokers) per migliorare la concorrenza e la flessibilità nei processi di determinazione dei prezzi; la diffusione di nuovi strumenti di impiego del risparmio a breve termine (commercial papers e accettazioni bancarie), anche per accrescere la concorrenza tra banche e mercato.

5. Nella transizione verso l'Unione economica e monetaria, la politica monetaria nei paesi dello SME sarà interessata da profondi mutamenti. Essi investiranno gli obiettivi, gli strumenti, le modalità di intervento sui mercati.

Un vincolo di cambio più stringente e un'accentuata mobilità dei capitali rendono ancor più necessario che l'azione monetaria in Italia sia coerente con quella dei principali partners comunitari, negli indirizzi generali così come nelle prassi operative. Nel più lungo andare, essa verrà a identificarsi con la politica monetaria unica, che ogni paese concorrerà a determinare.

Gli orientamenti prevalenti in ambito comunitario pongono la stabilità dei prezzi come l'obiettivo fondamentale della politica monetaria. Il consenso che emerge su questo punto è frutto di una valutazione comune delle vicende economiche internazionali dell'ultimo ventennio, in cui alla fase recessiva e inflazionistica degli anni settanta è seguito un periodo di crescita e di inflazione calante. Questa esperienza ha rafforzato la convinzione che non esista, se non nel breve periodo, incompatibilità tra crescita e stabilità dei prezzi. I due obiettivi possono e devono essere perseguiti congiuntamente, con una sana politica fiscale, oltre che attraverso il governo del credito. L'autonomia delle banche centrali è il presupposto irrinunciabile per realizzare con continuità una politica monetaria volta alla stabilità.

L'azione monetaria nella Comunità trae forza e credi-

bilità dal fatto di iscriversi in un disegno sovranazionale del quale siano chiaramente individuati gli intenti, e a cui si associno paesi con una salda tradizione di rigore monetario. Ma l'appartenenza a un accordo di cambio e a un'area finanziariamente integrata rende allo stesso tempo più arduo attuare una politica monetaria antinflazionistica nei paesi, come l'Italia, con più alta crescita dei prezzi. In questi paesi, tassi d'interesse nominali più elevati dovrebbero riflettere il divario di inflazione e mirare a ridurlo. In Italia i differenziali di tasso sono rimasti positivi in presenza delle imperfezioni dei mercati tuttora esistenti, soprattutto nel segmento a breve termine, e dell'incertezza degli operatori circa i valori di equilibrio di più lungo periodo sul mercato dei cambi. Finché l'integrazione europea non sarà completa sussisteranno gradi di libertà, ma essi tendono a restringersi. In presenza di attese di stabilità del cambio, i differenziali di interesse necessari a favorire la convergenza dell'inflazione, in assenza di un'azione efficace da parte degli altri strumenti della politica economica, possono determinare un accumulo di riserve valutarie e alla lunga essere essi stessi erosi dagli afflussi di capitale.

La credibilità della politica antinflazionistica e di difesa del cambio non può dunque essere sostenuta dalla sola politica monetaria; essa richiede che nei contratti di lavoro sia prevista fin da ora una crescita dei redditi nominali in linea con quella degli altri paesi comunitari; richiede altresì che sia attuato il risanamento della finanza pubblica previsto dal Documento di programmazione economica e finanziaria del Governo.

L'Unione economica e monetaria avrà implicazioni anche per la significatività degli aggregati monetari e creditizi come guida per la politica monetaria. Per alcuni paesi i flussi intermediati attraverso le frontiere già comportano problemi per la definizione degli aggregati. È il caso della

Germania, in cui l'elevata sostituibilità fra i depositi presso le banche residenti e quelli detenuti sull'euromercato è tale da mettere in dubbio la significatività dell'aggregato di moneta oggetto del controllo della Bundesbank. Per l'Italia il fenomeno non ha ancora raggiunto proporzioni importanti; si è tuttavia sviluppato con intensità, soprattutto dopo il completamento della liberalizzazione valutaria: nei dodici mesi terminanti nel marzo di quest'anno i depositi di non residenti presso le nostre banche sono aumentati di 28.500 miliardi, pari al 35 per cento del totale della nuova raccolta da clientela ordinaria.

In seno al Comitato dei Governatori della CEE vi è un ampio consenso sull'utilità di definire obiettivi quantitativi nella politica monetaria della Comunità, nonostante le difficoltà tecniche che ciò implica. Verrebbe altrimenti a mancare al sistema l'ancora nominale necessaria alla stabilità dei prezzi. Nella formulazione di questi obiettivi è iniziato già da quest'anno quel più stretto coordinamento fra le politiche monetarie che costituisce il tratto distintivo della prima fase dell'Unione monetaria. Il controllo degli aggregati monetari rimane però strumento valido solo se effettuato avendo come riferimento il complesso dei paesi aderenti agli accordi di cambio. Ciò richiede che nella fissazione di obiettivi, concordati a livello comunitario, questi vengano definiti con riferimento alla sola componente interna della creazione di moneta.

6. Per un più stretto coordinamento delle politiche monetarie nella Comunità i paesi membri devono dotarsi di strumenti di intervento più omogenei. Non sarebbe realistico, né appare necessario, puntare in tempi brevi a un'uniformità di strumenti e di procedure operative. È però indispensabile individuare sin d'ora quegli strumenti e quelle caratteristiche dei mercati che dovranno essere resi più affini.

In Italia, sul piano istituzionale è necessario in primo luogo modificare le competenze in materia dei tassi ufficiali, attualmente attribuite al Ministro del Tesoro che in questo campo delibera su proposta della Banca d'Italia. Un primo passo importante in questa direzione è stato compiuto con il provvedimento del maggio scorso, che ha dato facoltà alla Banca d'Italia di variare le maggiorazioni d'interesse sulle anticipazioni a scadenza fissa entro un limite di 1,75 punti percentuali. È stato così superato il vecchio sistema, nel quale la maggiorazione era determinata automaticamente in proporzione all'intensità del ricorso al rifinanziamento da parte di ogni singola banca. La Banca centrale dispone ora di un più efficace strumento per legare il costo del finanziamento alle condizioni del mercato, per segnalare agli operatori le modifiche negli orientamenti della politica monetaria.

Soprattutto, la coerenza con il disegno di costruzione della Banca centrale europea rende anche necessaria l'abolizione del finanziamento diretto del Tesoro da parte della Banca d'Italia. Il conto corrente di tesoreria, originariamente concepito per limitare l'indebitamento presso la Banca centrale alla copertura di temporanei sfasamenti tra incassi e pagamenti, è divenuto nel corso del tempo un canale continuo di finanziamento monetario del Tesoro. Negli anni ottanta esso ha creato il 45 per cento dell'incremento totale di base monetaria. Anche se nel periodo più recente il limite di indebitamento è aumentato meno che in passato, l'accesso diretto al finanziamento monetario non trova comunque riscontro nei maggiori paesi. In Gran Bretagna il conto non può presentare un saldo debitore; in Germania il ricorso necessita di un'approvazione formale da parte della banca centrale; in Francia e in Spagna il limite all'indebitamento è fissato in un modesto valore assoluto.

La riforma del conto corrente dovrà seguire le linee concordate in sede comunitaria; l'elasticità di cassa del Tesoro dovrà essere assicurata nel rispetto di quelle linee. La sistemazione delle consistenze in essere potrà avvenire trasformando il saldo debitore in titoli del Tesoro a lunga scadenza, con un graduale piano di rimborsi. Date le scadenze europee, i tempi della riforma sono stretti: è opportuno che la legge di modifica venga presentata già in occasione della prossima Legge finanziaria.

La revisione del conto corrente di tesoreria rappresenta il presupposto necessario per ridurre l'onere di riserva obbligatoria, che indebolisce la posizione del sistema bancario nazionale nei confronti della concorrenza estera. Secondo ipotesi attualmente allo studio, il coefficiente di riserva applicato sui flussi della raccolta bancaria potrà essere ridotto per portarne l'onere a un livello prossimo a quello dei principali partners. Per evitare aggravii eccessivi per la finanza pubblica e turbamenti degli equilibri monetari e finanziari, la riserva eccedente il nuovo coefficiente potrà essere liberata con gradualità, negli stessi tempi previsti per lo smaltimento del credito che la Banca d'Italia ha accumulato sul conto corrente di tesoreria.

La revisione della riserva obbligatoria dovrà inoltre accompagnarsi a modifiche nella fiscalità sull'attività bancaria e finanziaria. Anch'essa è in Italia più elevata rispetto ad altri paesi nella Comunità.

Non possono essere sottaciute le distorsioni provocate dalla ritenuta sugli interessi interbancari. Essa ha generato crediti d'imposta nei confronti dell'erario, che complessivamente si situano oggi al di sopra dei 9.000 miliardi. La ritenuta, inoltre, altera i calcoli di convenienza degli istituti, ostacola la fluidità degli scambi interbancari, introduce elementi di segmentazione tra i diversi strumenti e

tra le varie scadenze, con possibili riflessi anche sulla significatività dei tassi d'interesse.

Col permanere di oneri fiscali sull'operatività bancaria discosti dalla media comunitaria, le aziende di credito italiane si troverebbero in condizioni di svantaggio competitivo in Europa, tenderebbero a contrarsi le operazioni più tassate, con dislocazione verso altri mercati; a sua volta, ciò provocherebbe un'erosione dell'imponibile per l'erario.

7. Dal quadro che ho tracciato emergono le luci della crescita, dell'apertura e del buon grado d'efficienza di settori importanti del sistema finanziario italiano. Ma emergono anche le ombre di un mercato azionario che tarda a superare tradizionali carenze e strozzature, di una fiscalità su transazioni e redditi finanziari che tende a penalizzare, nell'ambito internazionale, gli operatori e le piazze finanziarie italiane.

Gli interventi sul mercato azionario, la modifica dei meccanismi di revisione dei tassi ufficiali e la riforma del conto corrente di tesoreria e della riserva obbligatoria devono rappresentare i momenti culminanti dell'azione volta a equiparare l'efficienza dei mercati e l'efficacia della politica monetaria a quelle dei principali paesi europei.

Su questi aspetti si sta lavorando e per alcuni di essi sono state tracciate le vie di soluzione. Più complesso è il problema della tassazione dei frutti delle attività finanziarie. Esso s'inscrive in un'auspicata armonizzazione comunitaria, in mancanza della quale emergerebbero distorsioni inaccettabili oppure un livellamento sui regimi più tenui, con perdita di gettito per l'erario.

Nell'agenda degli adempimenti per la costruzione eu-

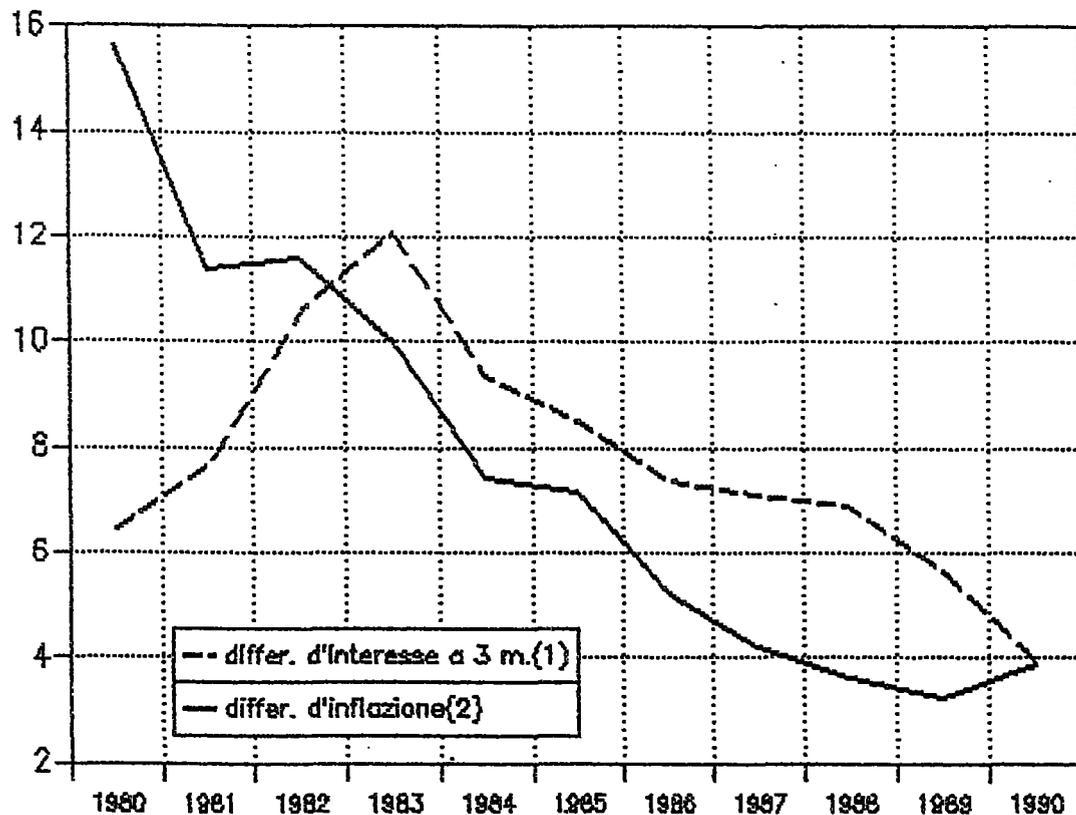
ropea restano però prioritarie per il nostro paese due aree d'intervento: il risanamento della finanza pubblica e il contenimento della dinamica dei redditi nominali.

Il recente Documento di programmazione economico-finanziaria del Governo ha ribadito le due fondamentali tappe della politica di bilancio dei prossimi anni: l'inversione della tendenza alla crescita del rapporto tra debito pubblico e prodotto lordo nel corso del 1993, l'azzeramento del disavanzo di parte corrente entro il 1996. Si tratta di un impegno irrinunciabile per partecipare all'Unione economica e monetaria.

Per il 1991, in coerenza con questi obiettivi è stato assunto un disavanzo di 132.000 miliardi che, alla luce dei recenti andamenti delle entrate fiscali, appare di difficile realizzazione. Ma quell'obiettivo va rispettato assumendo gli interventi correttivi che dovessero, anche a breve, rendersi necessari.

Secondo il Documento di programmazione economico-finanziaria, l'inflazione dovrebbe scendere al 4,5 per cento nel 1992, al 4 e al 3,5 per cento nei due anni successivi. Perché questi obiettivi siano conseguiti è necessario che la crescita delle retribuzioni unitarie nel settore pubblico non superi il tasso programmato d'inflazione e che la riforma dei metodi di contrattazione e delle modalità d'indicizzazione in discussione in questi giorni assuma come punto di riferimento l'azione del Governo volta a orientare le aspettative sui prezzi.

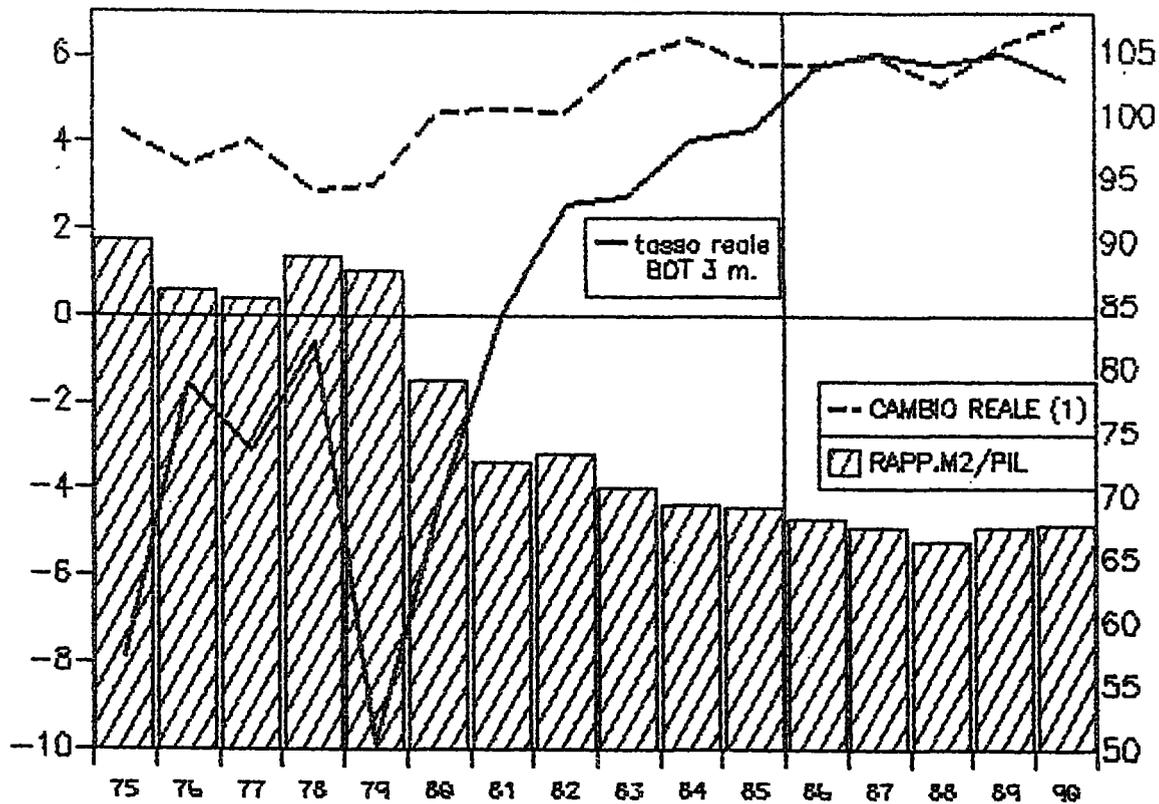
DIFFERENZIALE D'INTERESSE
E D'INFLAZIONE ITALIA-GERMANIA
(dati medi annuali)



(1) Differenziale tra il tasso semplice sui BOT a 3 mesi e il tasso interbancario a 3 mesi tedesco.

(2) Differenziale sui prezzi al consumo.

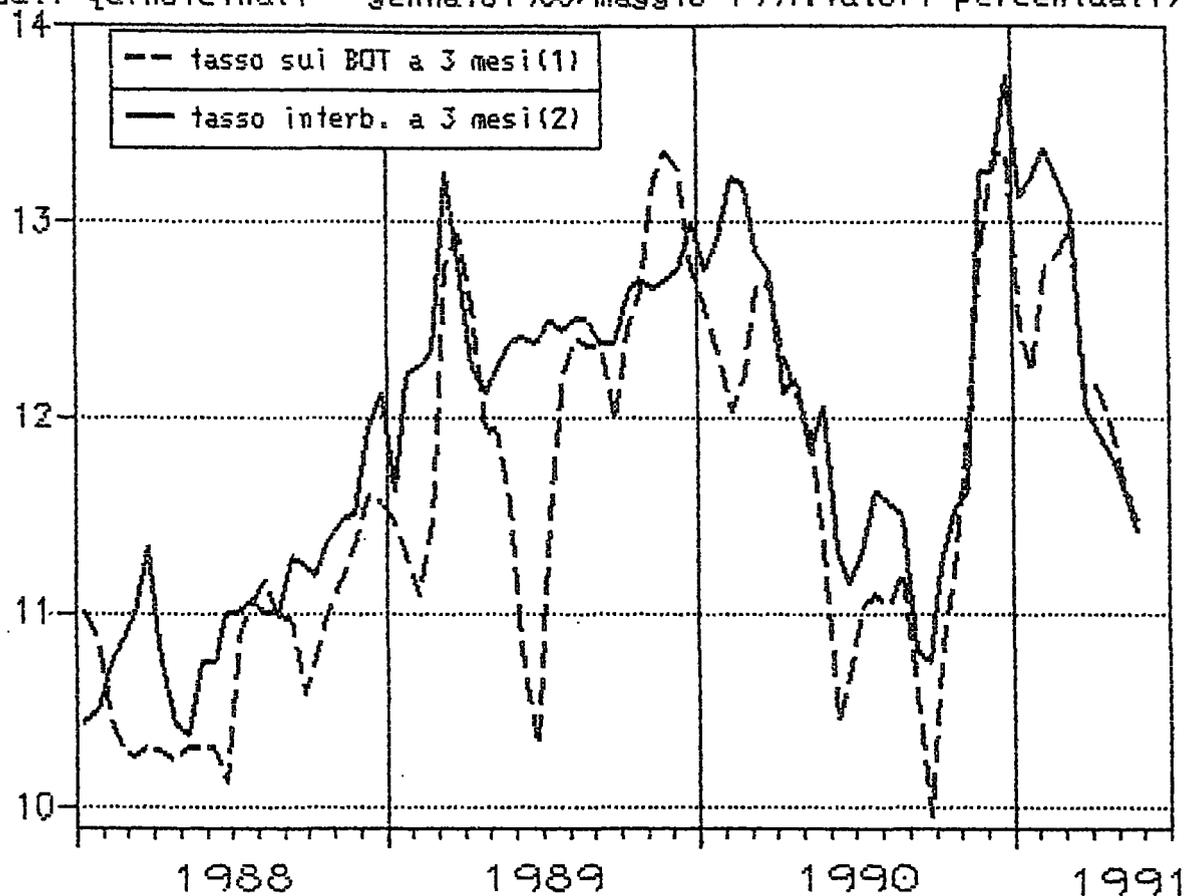
RAPPORTO M2/PIL, TASSO REALE SUI BOT
 TASSO DI CAMBIO REALE
 (dati medi annuali)



(1) 1980=100

TASSO INTERBANCARIO E TASSO SUI BOT A TRE MESI

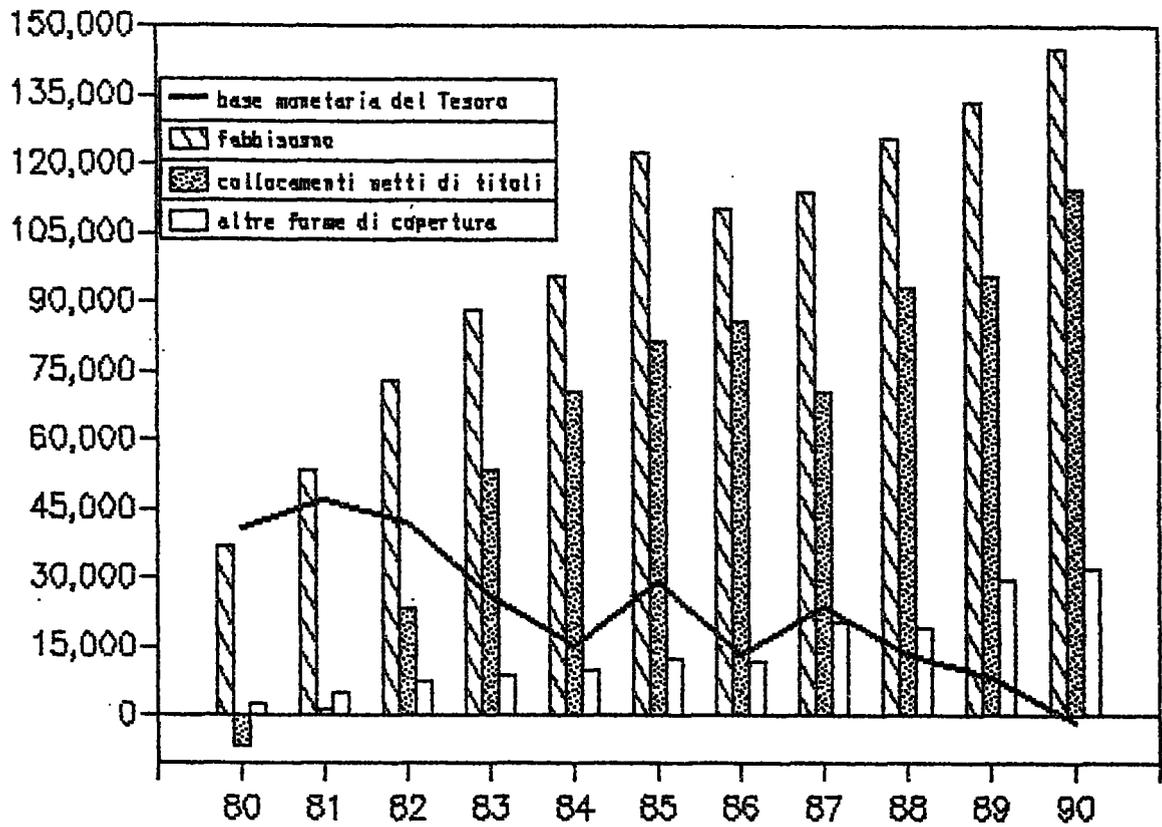
(dati quindicinali - gennaio 1988/maggio 1991, valori percentuali)



(1) Tasso semplice medio ponderato di aggiudicazione al lordo della ritenuta fiscale.

(2) Media del tasso denaro sul mercato telematico nei tre giorni precedenti l'asta dei BOT.

Finanziamento del fabbisogno e
base monetaria del Tesoro
(miliardi di lire)



Base monetaria del Tesoro.
(miliardi di lire)

