

L'innovazione finanziaria, i mercati internazionali e la gestione della politica monetaria

Intervento al Centro per gli Studi Monetari e Bancari Internazionali

Ginevra, 30 aprile 1986

1. Le caratteristiche principali e le cause dell'innovazione finanziaria

L'innovazione finanziaria può essere considerata il risultato di un investimento che aumenta la flessibilità finanziaria delle famiglie, delle imprese e degli intermediari, e che fornisce strumenti di credito e di investimento più adatti ai nuovi bisogni. Ne derivano minori costi e maggiore disponibilità di fondi per i mutuatari; più elevati profitti, maggiore liquidità e minori rischi per gli investitori; quote di intermediazione, margini e commissioni per gli intermediari.

Una caratteristica comune a molti nuovi strumenti e canali di intermediazione è quella di favorire l'elusione dei vincoli imposti agli intermediari finanziari ai fini del controllo monetario o della tutela della solvibilità. Non sorprende, quindi, che l'introduzione di innovazioni tenda ad intensificarsi in periodi di alti tassi di interesse e di politica monetaria restrittiva, in quanto in tali circostanze aumenta il costo-opportunità del rispetto dei vincoli esistenti. Tuttavia, una volta affermate, in generale le innovazioni non scompaiono al venire meno delle cause contingenti, ma divengono caratteristiche permanenti del processo di intermediazione. L'interazione tra forze di mercato e contesto normativo deve quindi essere riconosciuta come una importante determinante del profilo temporale e della direzione delle innovazioni.

La nascita e l'espansione dei mercati bancari internazionali, ad esempio, furono favorite dai «tetti» imposti sui tassi di interesse e dagli obblighi di riserva vigenti per le banche commerciali sui mercati nazionali. Analogamente, l'introduzione della *interest equalization tax* negli Stati Uniti agli inizi degli anni '60 condusse alla creazione del mercato delle euroobbligazioni. Su tali mercati la scelta della valuta di denominazione delle transazioni è stata resa indipendente dal

paese in cui lo strumento viene creato o le parti contraenti sono residenti.

Dopo aver proceduto con relativa lentezza negli anni '50 e '60, il processo di innovazione finanziaria subì un'accelerazione negli anni '70. L'insorgere di gravi squilibri nei pagamenti internazionali dopo il primo shock petrolifero condusse ad una crescita assai rapida dell'attività bancaria internazionale. Grazie alle accresciute dimensioni, efficienza e sofisticazione, i mercati bancari internazionali fornirono l'ambiente adatto allo sviluppo delle innovazioni e agirono anche come forza motrice dell'integrazione dei mercati finanziari nazionali.

Con l'accelerazione dell'inflazione, l'aumento e l'accresciuta variabilità dei tassi di interesse indussero le banche internazionali a ricercare il modo per rendere compatibile la domanda di credito a medio e a lungo termine con la preferenza degli investitori per attività liquide con un ridotto rischio di tasso di interesse. Una soluzione fu trovata con i cosiddetti crediti *roll-over*, crediti a medio termine a tasso di interesse variabile che consentirono alle banche di armonizzare la scadenza a medio termine del credito con un rischio di tasso di interesse a breve. I tassi di interesse variabili furono anche estesi al mercato dei titoli con l'introduzione della *floating-rate notes*, le quali, grazie alla elevata liquidità, contribuirono a mantenere l'afflusso di risparmio al comparto a lungo termine sul mercato finanziario.

L'aumento dei tassi di interesse portò con sé altre importanti innovazioni, in particolare negli Stati Uniti. Gli intermediari non bancari entrarono in diretta concorrenza con le banche nel campo tradizionalmente loro riservato, vale a dire la fornitura di servizi monetari, offrendo allettanti rendimenti di mercato. La creazione di *money market accounts* — strumenti assimilabili ai depositi bancari che fruttano tassi di interesse di mer-

cato — fu il più importante di questi sviluppi. Essa indusse ampie fughe di depositi dalle banche, le quali erano ancora soggette a limiti massimi sui tassi di interesse. Le banche reagirono introducendo i *money market certificates* (depositi vincolati non negoziabili con tassi di interesse massimi pari a quelli dei buoni del Tesoro a sei mesi), i conti *NOW* (conti correnti fruttiferi) e, dopo l'abolizione dei limiti ai tassi di interesse sui depositi vincolati, i conti *ATS* (con trasferimento automatico).

La maggiore pressione concorrenziale esercitata sul sistema bancario indusse le autorità a rimuovere limitazioni sui tassi di interesse passivi delle banche. Il processo di deregolamentazione fu così avviato dalla necessità di ripristinare la competitività delle banche e, insieme, di eliminare controlli che venivano elusi in misura sempre maggiore, con effetti distorsivi sul funzionamento dei mercati finanziari.

All'inizio degli anni '80 il processo di innovazione finanziaria accelerò bruscamente in tutti i più importanti centri finanziari internazionali, con modifiche di portata ancora maggiore nel tipo di strumenti e di servizi offerti, nonché nella struttura stessa dell'intermediazione. All'origine di questi sviluppi vi erano diversi fattori.

In primo luogo, c'era da registrare un mutamento fondamentale del quadro macroeconomico. In tutti i principali paesi industriali la politica monetaria fu volta alla riduzione dell'inflazione: essa non solo divenne restrittiva, determinando elevati tassi di interesse reali, ma restò tale per diversi anni. Inoltre, un'applicazione più rigida delle tecniche quantitative di controllo monetario e la mancanza di coordinamento delle politiche economiche nei maggiori paesi industriali provocarono una variabilità senza precedenti dei tassi di cambio nominali e reali. In questo contesto di instabilità e incertezza risultò fortemente incentivata la creazione di nuovi strumenti in grado di ridurre i rischi delle transazioni finanziarie.

Un secondo fattore che incoraggiò l'innovazione fu, nel nuovo clima più favorevole alla concorrenza e alla libertà dei mercati, la deregolamentazione dei mercati finanziari. Quelli nazionali furono aperti agli investitori, alle imprese e agli intermediari esteri. Furono inoltre rimosse molte limitazioni all'operatività degli intermediari, ivi incluse le tradizionali distinzioni tra i di-

versi tipi di intermediari. La deregolamentazione fu sollecitata inoltre non solo dalla necessità di modificare normative obsolete, ma anche dal riconoscimento del ruolo fondamentale delle strutture finanziarie nella determinazione della *performance* economica di un paese e della sua capacità di competere sui mercati mondiali.

I mercati finanziari reagirono a questi mutamenti sviluppando tecniche per separare i diversi rischi delle transazioni finanziarie: il tasso di interesse, la liquidità, la denominazione e la scadenza degli strumenti finanziari cominciarono ad essere quotati e negoziati su mercati separati, con una proliferazione senza precedenti delle possibilità di investire, prendere a prestito, coprire il rischio o speculare. Una più ampia quota dell'intermediazione cominciò a passare attraverso il mercato dei titoli, che fu in grado di rispondere rapidamente alla domanda di nuovi strumenti. È questa l'essenza del processo di *securitization*, che si riflette nell'aumento della quota di strumenti negoziabili nei portafogli finanziari.

Securitization e spostamento dell'intermediazione verso i mercati di credito diretto trovarono ulteriore impulso nel contemporaneo emergere della crisi debitoria dei paesi in via di sviluppo e di ampi squilibri nei pagamenti esterni tra i maggiori paesi industriali. La «corsa alla qualità» da parte dei risparmiatori e degli intermediari coincise così con un aumento della domanda di credito sui mercati internazionali da parte di prenditori pubblici e privati dei paesi industriali, i quali conservavano un buon *credit rating* e avevano perciò accesso al mercato dei titoli, riservato ai mutuatari di qualità primaria.

Alcuni cambiamenti della struttura dell'intermediazione rafforzarono ancor più la tendenza alla *securitization*. Sia sul mercato obbligazionario sia su quello azionario il risparmio veniva incanalato in misura crescente attraverso istituzioni quali le compagnie di assicurazione, i fondi pensione e di investimento. Dirette da sofisticati finanziari, queste istituzioni non hanno bisogno dell'assistenza dei tradizionali intermediari nella gestione dei loro portafogli e tendono ad operare per elevati ammontari direttamente con le banche di investimento e con le società di brokeraggio. Anche l'attività di sottoscrizione dei titoli ha subito profondi cambiamenti. L'aumento della variabilità dei mercati finanziari ha fatto sì che nel-

l'emissione di obbligazioni i prenditori preferiscano evitare di dover attendere, dopo la sottoscrizione, la costituzione di ampi sindacati di collocamento. Questo metodo è stato sostituito con quello del collocamento «in blocco» in base a offerte competitive, metodo questo che aumenta notevolmente l'impegno finanziario richiesto ai sottoscrittori. Di conseguenza si è manifestata una tendenza alla concentrazione su entrambi i lati del mercato.

Di fronte al declino del loro campo di azione tradizionale e a più severe regole di vigilanza sulla qualità dei loro attivi, le banche hanno cercato il modo di ridurre la necessità di capitale mantenendo al tempo stesso la propria quota di intermediazione. Esse hanno perciò potenziato la loro attività di offerta di servizi sui mercati dei capitali e su quelli valutari; in particolare, fornendo ai loro clienti servizi di assistenza finanziaria, finalizzati ad esempio all'emissione di titoli, che non aumentano le dimensioni dei loro bilanci. La rapida espansione delle operazioni bancarie «fuori bilancio» che ne è derivata è uno dei più rilevanti sviluppi degli ultimi anni.

L'aumentata importanza dei servizi finanziari e di consulenza nell'ambito dell'attività delle banche e degli altri intermediari ha prodotto inoltre un'altra conseguenza che, sebbene meno visibile, può rivelarsi di fatto la più importante. Negli odierni mercati finanziari, dove ha perso rilevanza la tradizionale distinzione degli intermediari secondo la funzione svolta, la concorrenza finisce per svilupparsi nella capacità degli intermediari di creare nuovi strumenti e nuove operazioni. Questi, tuttavia, possono essere rapidamente imitati, cosicché non è possibile mantenere a lungo i vantaggi concorrenziali dell'innovazione. Il successo sul mercato è perciò legato alla capacità di produrre continuamente ulteriori innovazioni. L'innovazione diventa così una caratteristica permanente della concorrenza nei mercati finanziari.

Un elemento assai importante, che ha facilitato l'innovazione e l'integrazione dei mercati finanziari a livello mondiale, è stato, infine, il progresso tecnologico nelle comunicazioni e nell'elaborazione dei dati. La valutazione degli strumenti, l'analisi di posizioni e di sviluppi di mercato che devono essere costantemente aggiornate, il rapido scambio di strumenti in quantità senza precedenti

sarebbero stati inconcepibili senza i progressi che hanno avuto luogo nelle comunicazioni e nella tecnologia dei computers. Il progresso tecnologico, inoltre, ha abolito le barriere spaziali e temporali tra i mercati nazionali, di modo che gli operatori dei principali centri finanziari dispongono contemporaneamente delle stesse informazioni. L'attività finanziaria si svolge lungo tutto l'arco delle ventiquattr'ore in un unico mercato mondiale in cui l'informazione viene istantaneamente diffusa.

Una breve descrizione delle caratteristiche di alcuni dei nuovi strumenti aiuterà a comprendere il modo in cui essi assolvono le nuove funzioni. Il rischio di mercato — vale a dire il rischio di variazioni sfavorevoli del tasso di interesse o del tasso di cambio — può essere coperto attraverso le *options*, i *financial futures* e i *forward rate agreements (FRA)*. Questi ultimi consentono di prefissare un tasso di interesse per una data futura, proteggendo così l'operatore da un livello indesiderato dei tassi a quella data. Naturalmente, lo stesso scopo potrebbe essere raggiunto negoziando un deposito o un credito a termine. La caratteristica veramente innovativa consiste nel fatto che i *FRA* possono proteggere contro tale rischio senza necessariamente dar luogo a operazioni di credito o di indebitamento: la funzione di finanziamento viene così separata da quella di copertura del rischio.

Questa caratteristica è comune anche alle *options*, un altro strumento ideato per coprirsi dal rischio connesso con le oscillazioni del tasso di interesse o del cambio, il cui mercato si è andato espandendo assai rapidamente. Una *option* è un contratto che riconosce il diritto, ma non impone l'obbligo, di comprare o vendere uno specifico strumento finanziario a un prezzo prefissato entro una certa data; è così possibile, pagando una commissione, limitare entro un predeterminato ammontare il rischio massimo di cambio o d'interesse di una transazione.

Il rischio di mercato e quello di credito possono anche essere gestiti, senza modificare gli aggregati di bilancio, mediante il ricorso ad uno *swap*. Uno *swap* di interessi, ad esempio, può essere usato per scambiare un flusso di pagamenti legato a tassi di interesse variabili con un altro legato a tassi fissi. Entrambe le parti ricevono un beneficio dalla transazione, nella misura in cui

esse riescono a raccogliere i fondi di cui necessitano sul mercato in cui possono ottenere condizioni migliori, convertendo poi i finanziamenti così ottenuti in una forma tecnica più adatta alle loro esigenze. Questo esempio mostra che gli *swaps* svolgono anche la funzione di aprire mercati a mutuatari per i quali l'accesso diretto sarebbe più difficile e costoso: per questo motivo gli *swaps* sono diventati un importante fattore di integrazione dei mercati finanziari mondiali.

Una menzione particolare va riservata alle cosiddette *NIF* (*Note Issuance Facilities*) e *RUF* (*Revolving Underwriting Facilities*), in quanto esse ampliano le tradizionali funzioni dei prestiti sindacati dell'euromercato. Si tratta di linee di credito offerte per alcuni anni dalle banche sottoscriventi in relazione ad emissioni di titoli. I mutuatari raccolgono fondi attraverso emissioni ripetute di titoli a breve, collocati presso altri intermediari o direttamente sul mercato, e si rivolgono alle banche solo se i titoli stessi non possono essere collocati e rinnovati o se un incremento dei tassi di interesse ne rende il collocamento troppo oneroso. Anche in questo caso l'innovazione consiste in una separazione di funzioni: il finanziamento proviene da fonti diverse dalle banche che organizzano la linea di credito; gli investitori sono protetti dal rischio di rialzi dei tassi di interesse in quanto forniscono finanziamenti acquistando titoli a breve termine negoziabili, pur rimanendo soggetti al rischio di credito dell'operazione; i mutuatari possono disporre con flessibilità delle linee di credito *back-up* come riserva di liquidità.

II. Le implicazioni delle innovazioni per la politica monetaria

In conseguenza dell'introduzione di innovazioni finanziarie e del processo di deregolamentazione e integrazione dei mercati finanziari su scala mondiale, i flussi internazionali di capitale sono diventati assai più mobili e sensibili alle fluttuazioni dei differenziali d'interesse e alle modifiche delle aspettative sui cambi. Di conseguenza, il cambio assume oggi un ruolo assai importante nella trasmissione degli impulsi della politica monetaria, in quanto cambiamenti effettivi o percepiti delle condizioni monetarie dei principali mercati tendono a riflettersi in breve tempo sul suo livello. Il settore dell'economia aperto alla con-

correnza internazionale assume perciò un maggior peso nella determinazione degli effetti della politica monetaria sull'inflazione, sui prezzi relativi, sui livelli e sulla composizione del reddito.

D'altro canto, le diverse velocità di aggiustamento del settore reale e di quello monetario dell'economia implicano una tendenza del tasso di cambio all'*overshooting*. Aumenta perciò il pericolo che un uso attivo della politica monetaria possa rendere meno stabili i tassi di cambio e, per questa via, l'economia reale. La maggiore sensibilità dei tassi di cambio alle politiche dei singoli paesi implica inoltre che potrebbero determinarsi ripercussioni su economie terze, in particolare quando siano coinvolte le principali valute.

Anche i canali e gli strumenti tradizionali della politica monetaria hanno subito l'impatto dell'innovazione finanziaria. Quando l'intermediazione finanziaria si concentrava nel sistema bancario, quasi ovunque i controlli sulle banche — obblighi di riserva, massimali sui tassi di interesse, limiti alla crescita e alla composizione degli attivi bancari — hanno svolto un ruolo importante nelle tecniche di controllo monetario. Spesso meccanismi di razionamento del credito hanno contribuito a rendere più efficace l'aumento dei tassi di interesse. Lo sviluppo di forme sostitutive di finanziamento e il declino della quota di intermediazione attraverso il sistema bancario hanno ridotto il peso relativo di questi meccanismi.

Il razionamento degli impieghi bancari tende infatti ad essere compensato con il ricorso a nuove operazioni che non possono essere contenute con gli strumenti tradizionali o con l'espansione dei prestiti da istituzioni finanziarie non sottoposte a razionamento. Più in generale, la creazione di strumenti monetari non soggetti ad obblighi di riserva e a limiti sui tassi di interesse tende a ridurre l'impatto «meccanico» delle variazioni della base monetaria sull'offerta globale di credito e sulle condizioni monetarie. Naturalmente, la rilevanza di questo aspetto può variare in misura notevole da paese a paese e può essere valutata solo con riferimento a situazioni e a contesti istituzionali specifici.

In effetti, la nozione stessa di politica monetaria poggia sull'esistenza di attività «esterne» (la base monetaria) la cui offerta ricade sotto il controllo delle autorità. Si è sostenuto che l'innova-

zione tecnologica, consentendo di ridurre i costi di transazione, renderà nulla nel lungo periodo la domanda di base monetaria. Questa argomentazione, tuttavia, non dovrebbe essere portata fino alle estreme conseguenze. Sebbene i costi di transazione si siano abbassati considerevolmente negli ultimi anni, il contante risulta ancora un efficiente mezzo di pagamento per molte categorie di transazioni. Anche nei paesi in cui più ampia è stata l'applicazione delle nuove tecnologie non si vedono segni di una tendenza del contante a scomparire.

È vero, tuttavia, che i vincoli imposti tradizionalmente alle banche per fini di vigilanza e di politica monetaria hanno contribuito a rendere il credito bancario relativamente meno conveniente rispetto ad altre forme di finanziamento, cosicché i clienti delle banche sono stati indotti a cercare fonti alternative di finanziamento.

È difficile prevedere fin dove la disintermediazione bancaria possa giungere. E' stato osservato che l'erosione della quota di mercato detenuta dalle banche toccherà ben presto il suo limite a causa dello specifico contenuto informativo del credito bancario. Secondo questa tesi, il credito concesso dalle banche si basa su informazioni che sono al contempo più dettagliate e più riservate di quelle liberamente disponibili sul mercato. Alcune categorie di mutuatari, si sostiene, non hanno alternative al credito bancario, perché le asimmetrie di informazione e i costi di transazione impediscono loro un accesso diretto al mercato finanziario.

Storicamente le banche hanno indirettamente contribuito a produrre informazione attraverso l'attività di prestito, ma da alcuni indizi si desume che la situazione sta cambiando. Le società di *rating* che offrono una soluzione alternativa al problema informativo sopra richiamato, stanno crescendo di numero. Le banche stesse stanno gradualmente mobilizzando le loro attività: il fenomeno del *loan stripping* negli Stati Uniti contiene già le potenzialità per la creazione di un mercato secondario dei crediti bancari.

Nel complesso, non sembra esservi dubbio che la diminuzione del ruolo dei controlli diretti sul sistema bancario non subirà un'inversione, nemmeno se il fenomeno della disintermediazione bancaria dovesse cessare. In generale, con ogni probabilità la capacità degli intermediari di fun-

gere da cuscinetto e di assorbire gli impulsi restrittivi è aumentata e il controllo monetario è divenuto meno preciso. In effetti, la definizione stessa di «moneta» diventa molto più incerta e il riferimento, nelle procedure di controllo monetario, a specifici aggregati monetari o creditizi quali obiettivi intermedi, diviene più difficile e soggetto a errori di valutazione. Perciò la politica monetaria dovrà fare maggiore affidamento, per raggiungere i propri obiettivi, su strumenti indiretti, espressi in termini di tasso di interesse.

Le conseguenze dell'innovazione per gli effetti di variazioni dei tassi di interesse sulla domanda aggregata sono anch'esse dibattute. In linea di principio, un più ampio ricorso a forme di finanziamento a tasso variabile e a nuove tecniche di gestione del rischio rende il sistema finanziario più reattivo alle azioni di politica monetaria. Le modifiche dei tassi di interesse che ricadono sotto il controllo delle autorità si riflettono più rapidamente e più completamente sull'intera struttura dei tassi. In particolare, un aumento dei tassi di interesse si ripercuoterà su una più ampia quota dei finanziamenti in essere, con rapidi effetti sul *cash flow* dei debitori. I mutuatari con elevato *leverage* possono perciò incorrere in problemi di liquidità che aumentano sia l'intensità della restrizione monetaria sia la conseguente reazione della domanda aggregata.

In taluni casi il rischio che ciò avvenga può addirittura diventare un fattore limitativo della volontà o capacità di imporre condizioni monetarie restrittive, per il timore che le ripercussioni sui flussi di cassa e sulla liquidità assumano proporzioni macroeconomiche. Possiamo ricordare, a questo riguardo, l'influenza diretta esercitata in periodi recenti dal problema del debito dei paesi in via di sviluppo sulla politica monetaria americana; similmente, in alcuni paesi l'esistenza di un ampio stock di debito pubblico a tassi variabili ha reso le banche centrali più attente a evitare ampi rialzi dei tassi di interesse.

D'altro lato, alcuni degli effetti dell'innovazione finanziaria tendono a indebolire il legame tra politica monetaria ed economia reale attraverso i tassi di interesse. La maggior flessibilità dei nuovi strumenti finanziari ha reso possibile per un numero crescente di imprese non finanziarie l'adozione di sofisticate tecniche di gestione della liquidità. I debitori possono così ottenere

una protezione parziale contro un aumento dei tassi di interesse. Inoltre, la politica monetaria può fare minore affidamento su effetti di tipo *locking-in*: in passato, quando i tassi di interesse erano «alti», e si riteneva dovessero restare a quel livello solo temporaneamente, il settore privato era indotto a rinviare l'indebitamento nel timore di rimanere «bloccato» con tassi di interesse più onerosi. Il ricorso a tassi di interesse variabili ha reso meno comune questo comportamento.

Di conseguenza, anche se gli impulsi della politica monetaria si diffondono più rapidamente al sistema finanziario, il loro impatto può risultare attenuato da aggiustamenti di portafoglio. Le autorità monetarie troveranno più difficile influire sui differenziali tra i tassi. In particolare, la presenza di attività monetarie a tassi di mercato renderà difficile influenzare la domanda di moneta attraverso il controllo del tasso di interesse.

Ciò che importa in fin dei conti, ovviamente, è se la politica monetaria è in grado di alterare i differenziali di rendimento tra attività finanziarie e attività reali. In caso affermativo, essa continuerà ad avere un impatto sulla domanda aggregata, la cui entità tenderà da un lato a ridursi per la più elevata flessibilità finanziaria del sistema e dall'altro ad ampliarsi per la maggiore reattività degli operatori e dei mercati a variazioni dei tassi di interesse.

III. Le implicazioni delle innovazioni per la stabilità del sistema

Come si è osservato, l'innovazione finanziaria può essere considerata in primo luogo come una risposta del mercato a esigenze specifiche di alcune categorie di operatori e alla loro interazione con i vincoli operativi imposti sugli intermediari. In generale, pertanto, l'innovazione tenderà ad aumentare l'efficienza dei mercati finanziari, consentendo agli operatori economici di far corrispondere meglio attività e passività alle proprie preferenze, finalità e aspettative. Tuttavia, l'innovazione finanziaria può determinare anche un aumento del rischio e dell'instabilità per il sistema nel suo complesso, dato che essa conduce all'elusione e alla rimozione di disposizioni normative spesso destinate a migliorare la stabilità e la solvibilità degli intermediari.

L'innovazione finanziaria può riflettersi sulla stabilità del sistema in diversi modi. In primo luogo, quando il mercato di una nuova attività finanziaria si sviluppa rapidamente, la valutazione precisa del rischio insito nell'operazione diventa più difficile, soprattutto per mancanza del metro di misura dell'esperienza passata. Gli operatori tenderanno ad adottare, nella determinazione del prezzo della nuova attività, regole di comportamento basate sull'analogia con gli strumenti finanziari tradizionali. È quello che è accaduto, per esempio, sul mercato delle *currency options*, nel 1984 e 1985, conducendo a considerevoli perdite per molti operatori.

Inoltre, la concorrenza tra intermediari può favorire la tendenza a sottovalutare alcuni rischi. Di ciò si hanno già alcuni segnali: per esempio, le commissioni sulle *NIF* sono generalmente poco più della metà di quelle sui crediti *stand-by* relativi a carta commerciale, anche se le due operazioni sono assai simili nella funzione e nel rischio.

Un'altra importante caratteristica dei nuovi strumenti finanziari è che essi sono più facilmente negoziabili sul mercato. Quando però la catena delle transazioni comincia ad allungarsi, diventa sempre più difficile per l'ultimo acquirente avere un quadro preciso del merito di credito del debitore finale. Una simile «diluizione» della valutazione del rischio si verificò nella seconda metà degli anni settanta per i crediti sindacati, i quali, per il fatto di essere negoziati per ingenti ammontari sul mercato interbancario, indussero molte banche di dimensioni ridotte e con una limitata esperienza sul piano internazionale ad impegnarsi in quello che sembrava un settore di attività sicuro e redditizio.

Un problema di diversa natura sorge con strumenti quali le opzioni, che implicano rischi asimmetrici per le parti interessate. Non c'è limite, per esempio, al profitto che l'acquirente di una *option* può ricavare se i prezzi si muovono nella direzione a lui favorevole, mentre la perdita è limitata al premio corrisposto all'emittente se i prezzi si muovono nella direzione sfavorevole. Per contro, il profitto dell'emittente è limitato al premio, mentre non c'è limite alla sua perdita potenziale, a meno che naturalmente egli non provveda a sua volta a coprirsi. Lo sviluppo del mercato delle *options* è stato in effetti caratterizzato dalla presenza di un gran numero di acquirenti e da una quantità

relativamente limitata di grandi istituzioni operanti come emittenti, cosicché si può ritenere che il trasferimento del rischio sia anche risultato in una sua maggiore concentrazione.

L'atteggiamento degli operatori nei confronti delle nuove tecniche è in ultima analisi determinante per stabilire se l'innovazione finanziaria conduca o meno a più elevati rischi per il sistema. Premesso che il rischio resta un elemento imprescindibile delle transazioni, qualcuno dovrà alla fine farsene carico. Anche se alcuni dei nuovi strumenti sembrano migliorare la liquidità dei singoli operatori e la loro posizione di rischio, essi non eliminano, e non possono eliminare, l'elemento rischio dai mercati finanziari.

L'innovazione finanziaria può inoltre avere in una certa misura diminuito la capacità delle banche di fornire un sostegno di liquidità per gli altri operatori. Infatti, in anni recenti, oltre a perdere quote di mercato, le banche commerciali hanno sperimentato un deterioramento della qualità dei loro attivi, poiché i loro clienti più solidi hanno potuto ottenere condizioni migliori rivolgendosi direttamente al mercato, ovvero ad altri intermediari finanziari. Inoltre, esse sono più dipendenti per il proprio approvvigionamento dal *liability management* a condizioni di mercato. Come ha dimostrato il caso della Continental Illinois, una banca che faccia eccessivo affidamento su tecniche di *liability management*, detenendo al contempo attività di qualità non primaria, è esposta a possibili tensioni di liquidità.

IV. Il ruolo della normativa e dei controlli prudenziali

Alla luce degli sviluppi descritti, le autorità di vigilanza temono che la parte maggiore del rischio ricada sul sistema bancario, con pregiudizio per la sua stabilità.

In generale, i rischi connessi con le nuove operazioni sono simili a quelli normalmente associati con l'attività di credito. Tuttavia, gli impegni relativi alle *NIFe*, più in generale, alle linee di credito *stand-by* devono essere continuamente riesaminati alla luce della liquidità del mercato e della probabilità di un loro effettivo utilizzo. Oltre a quello della liquidità, possono profilarsi altri rischi. In alcune circostanze può materializzarsi un rischio

di credito, poiché le *NIF* e le *RUF* possono coinvolgere le banche in finanziamenti alla clientela rifiutata dal mercato. Rischi d'interesse e di cambio si manifestano ogni volta che le banche effettuano operazioni di *swaps*, in *options* e a termine allo scopo non tanto di coprirsi quanto di assumere una posizione aperta. Ciò che rileva è la combinazione di rischi molteplici che spesso si presenta, combinazione che rende difficile valutare la rischiosità di singole operazioni e che può indurre un ingiustificato ottimismo negli operatori o convincerli ad accettare livelli di prezzo non redditivi.

Si potrebbero portare altri esempi, ma quelli già illustrati sono sufficienti a dimostrare che la presenza di personale qualificato e di dirigenti esperti nello svolgimento delle nuove attività costituisce un requisito essenziale per ogni banca che intenda operare in questo settore. La conoscenza specialistica, però, non è tutto. Le banche devono anche istituire sistemi di rilevazione e controllo interni in grado di classificare le nuove operazioni a seconda del tipo e della rischiosità, così da consentire una gestione centralizzata dei rischi e delle loro interconnessioni. La necessità di tale controllo è naturalmente ancora più pressante per i gruppi bancari, per i quali l'esposizione globale deve essere valutata su base consolidata.

Al fine di determinare la propria posizione globale di rischio, le banche devono superare altre difficoltà e prendere ulteriori misure precauzionali. La liquidità derivante dalla trasformazione dei crediti in strumenti negoziabili può venir meno, se cambiano le condizioni di mercato, proprio nel momento in cui si manifesta una necessità di fondi. Inoltre, le banche non possono cessare di valutare il merito di credito dei mutuatari solo perché il debito è diventato negoziabile; tale debito è negoziabile solo se gode di un alto *rating*.

Il mantenimento della stabilità dipende perciò sia dalla capacità delle banche di dotarsi di adeguate risorse manageriali e di sistemi di controllo interno, sia dalla solidità del loro capitale. L' ammonimento dei Governatori del G-10 dello scorso settembre è stato esplicito su quest'ultimo aspetto.

Le misure precauzionali richieste alle banche non esimono le autorità di vigilanza dal loro compito di seguire attentamente i nuovi strumenti. Le

informazioni di vigilanza devono essere ampliate così da consentire alle autorità di estendere le proprie valutazioni al settore dei rischi fuori bilancio. La prima risposta ai problemi sollevati dall'introduzione di innovazioni finanziarie, dunque, è di adeguare la regolamentazione di ciò che è già regolamentato, vale a dire il settore bancario. In effetti, le autorità di vigilanza dei vari paesi hanno già stabilito di includere le operazioni fuori bilancio nel calcolo dei rapporti patrimoniali.

Sono inoltre necessarie misure complementari atte a difendere la stabilità finanziaria e a evitare l'insorgere di svantaggi competitivi per le banche, che si troverebbero in tal caso di fronte all'alternativa di perdere quote di mercato o di aggirare le norme. In generale, un declino della quota di attività sottoposta a regolamentazione indebolirebbe l'efficacia globale dell'azione di vigilanza. Inoltre, i tentativi per migliorare la stabilità di un sistema integrato, concentrando i controlli su una singola parte di esso, possono essere resi vani dall'insorgere di possibili situazioni di crisi, il cui focolaio si trovi nel settore non regolamentato. Gli agglomerati finanziari, naturalmente, sono a tale riguardo particolarmente vulnerabili. Infine, l'istituzione di rapporti patrimoniali prudenziali a livello consolidato è realizzabile solo in presenza di particolari strutture di gruppo e nell'ambito di specifiche normative di vigilanza. Tale approccio diventa sempre meno soddisfacente a mano a mano che le attività del gruppo si estendono al di fuori del settore bancario. Bisognerebbe perciò riconoscere che la deregolamentazione dell'attività bancaria deve essere accompagnata da una intensificazione dei controlli su altre parti del sistema finanziario ora sottoposte ad una regolamentazione scarsa o inesistente.

In paesi con un'industria dei servizi finanziari altamente integrata si è manifestato un maggiore interesse nei confronti della vigilanza di tipo «funzionale», rispetto a quella di tipo «istituzionale». Nell'ambito della vigilanza funzionale, una determinata attività è sempre sottoposta agli stessi controlli, quale che sia il tipo di istituzione finanziaria che la svolge. Anche con questa tecnica, tuttavia, una vigilanza efficace richiederebbe almeno che nell'ambito di ogni istituzione finanziaria le diverse attività siano condotte e gestite da distinti reparti.

L'approccio alternativo consiste nel mantenere, attraverso un'apposita normativa, una separazione tra i mercati e gli intermediari finanziari che forniscono servizi differenti. Gli obiettivi della trasparenza e dell'efficacia della vigilanza bancaria militano in favore di questo approccio, specialmente quando i servizi di cui si tratta sono di tipo assai diverso tra loro. Si può ipotizzare a questo proposito un sistema in cui l'accesso a un determinato mercato sia condizionato alla presenza di certi requisiti da accertare mediante una procedura autorizzativa. Regole e controlli dovrebbero ovviamente essere adattati alle caratteristiche e alle esigenze specifiche di ogni singolo mercato. Non è possibile, infatti, ipotizzare per questi problemi soluzioni generali, universalmente valide, poiché esse dipendono inevitabilmente dalle strutture istituzionali esistenti.

I controlli sugli operatori non bancari potrebbero essere meno penetranti di quelli sulle banche, assicurando in ogni caso una protezione minima per i risparmiatori. Inoltre, come già detto, il sistema di regolamentazione nel suo complesso deve far sì che in ogni mercato valgano per tutti gli operatori le stesse condizioni di concorrenza. In un sistema di questo tipo i rischi di «contagio» nell'ambito di un gruppo possono essere minimizzati istituendo obblighi di capitale per ciascun operatore.

Entrambi gli approcci illustrati, quello funzionale e quello della separazione degli operatori, lasciano aperto un certo numero di problemi per i quali non esiste una soluzione immediata.

La necessità di una visione complessiva dei gruppi finanziari viene soddisfatta solo in alcuni casi, ad esempio con il modello americano delle *bank holding companies* e con quello dei gruppi bancari assoggettati alla vigilanza consolidata dalla normativa della Comunità Europea. Abbiamo di fatto già avuto esperienza di casi nei quali è emerso che nessuna autorità risultava responsabile della vigilanza su un intero gruppo, o era in grado di svolgerla.

Problemi di cooperazione e di coordinamento nascono anche in ambito nazionale tra autorità con differenti responsabilità e finalità di vigilanza. A livello internazionale, naturalmente, esiste l'ulteriore complicazione della diversità dei sistemi legislativi.

Le autorità di vigilanza bancaria hanno accumulato una notevole esperienza di difficoltà di questo tipo. Fin dagli anni '70 esse si sono interessate al problema dell'attribuzione delle responsabilità di vigilanza sugli stabilimenti esteri delle istituzioni creditizie. Dopo dodici anni, e grazie all'opera del Comitato dei supervisori di Basilea, si è trovata una soluzione di principio, sebbene la sua attuazione non sia ancora completa.

V. Considerazioni conclusive

L'innovazione finanziaria e l'integrazione dei mercati a livello mondiale pongono alle autorità monetarie e di vigilanza questioni di grande importanza delle quali abbiamo appena cominciato ad apprezzare la portata. Un importante contributo, a questo riguardo, è stato fornito dall'ampio studio, di recente pubblicazione, preparato sotto l'egida della Banca dei regolamenti internazionali da un gruppo di ricerca di banche centrali presieduto da Sam Cross della Federal Reserve Bank di New York.

I cambiamenti in atto nelle nostre strutture finanziarie consentono una riduzione dei costi e una più ampia e flessibile disponibilità di fondi. Occasioni senza precedenti si offrono ora agli investitori, mentre per gli intermediari si aprono nuovi e redditizi settori di attività. Al tempo stesso, questi cambiamenti comportano il rischio di una maggiore instabilità del sistema nel suo complesso. I nuovi strumenti stanno cambiando radicalmente i metodi di gestione del rischio, ma la percezione di questo fenomeno non è ancora così piena come sarebbe auspicabile.

Quale atteggiamento, allora, dovrebbero assumere, alla luce di questi sviluppi, le autorità monetarie e di vigilanza? Non esistono ancora, naturalmente, risposte esaurienti; si possono solo formulare alcune riflessioni preliminari.

Una cosa dovrebbe essere chiara. Il nostro ambiente finanziario è stato modificato in maniera permanente e tali modifiche non sono reversibili. Vi è in effetti motivo di credere che l'innovazione sia diventata una caratteristica permanente del modo in cui operiamo. Ne consegue che occorre imparare a convivere con l'innovazione, a risolvere nuovi problemi, ricavandone, allo stesso tempo, tutti i possibili benefici. Non si intrave-

dono motivi per scoraggiare un processo che sta progressivamente migliorando l'efficienza complessiva e l'efficacia delle nostre strutture finanziarie.

È compito delle autorità monetarie e di vigilanza evitare che questo processo metta a repentaglio la stabilità del sistema finanziario. A livello macroeconomico le autorità devono trovare il modo di ridurre le potenziali minacce alla stabilità senza però scoraggiare l'innovazione, assicurandosi prima di tutto che i mercati e gli intermediari sviluppino la capacità di valutare appieno i rischi insiti nelle nuove operazioni e che ciò si traduca in appropriate tecniche di gestione e di valutazione del portafoglio. Questo risultato può essere favorito impedendo una eccessiva confusione tra i vari tipi di intermediari finanziari. In ogni caso è essenziale che gli intermediari sviluppino tecniche di gestione che consentano una piena e separata valutazione dei nuovi rischi nell'ambito delle loro attività complessive.

I nuovi rischi assunti dalle banche devono essere esplicitamente presi in considerazione e inclusi nel calcolo dei rapporti patrimoniali. Tali coefficienti, nel caso dei gruppi bancari, devono essere calcolati su base consolidata e riflettere una adeguata allocazione dei fondi propri in ciascuna unità del gruppo, in relazione alla funzione a questa assegnata. Forme appropriate di regolamentazione e di vigilanza devono essere estese a tutti gli operatori finanziari.

Affinché questi controlli siano efficaci sono indispensabili un coordinamento della normativa e una cooperazione incessanti tra le autorità di vigilanza nell'ambito di ciascun paese e sul piano internazionale.

A livello macroeconomico, ora che nei principali paesi industriali l'inflazione è stata posta sotto controllo, il mantenimento di un contesto finanziario stabile e sano esige in primo luogo che venga evitato l'insorgere di nuovi gravi *shocks* determinati dalla politica monetaria.

Negli anni '70 l'inflazione e l'instabilità dell'economia reale indussero le banche centrali a fare riferimento come obiettivi intermedi agli aggregati monetari, ridimensionando così l'importanza della stabilizzazione del tasso di interesse e del tasso di cambio. L'innovazione finanziaria ha reso tali aggregati meno affidabili ai fini della politica monetaria e ha spinto a rivalutare l'importan-

tanza dei tassi di interesse. Del pari è aumentato il ruolo del tasso di cambio nel meccanismo di trasmissione degli impulsi di politica monetaria. L'aumentata reattività del settore finanziario, ivi inclusi i flussi internazionali di capitale, e la connessa maggiore incertezza riguardo agli effetti della politica monetaria sembrano indicare che dovrebbe essere prestata una maggiore attenzione al fine di evitare oscillazioni eccessive dei tassi di interesse e di cambio.

Un aspetto importante di questa proposizione riguarda il coordinamento internazionale delle politiche economiche. Come è ormai generalmente riconosciuto, l'insoddisfacente andamento

dei tassi di cambio delle principali valute e l'instabilità della liquidità internazionale verificatisi negli ultimi anni sono stati in larga misura il risultato di politiche monetarie e fiscali non coordinate tra i paesi industriali. L'accresciuta integrazione finanziaria, la mobilità dei capitali e la reattività dei tassi di cambio alla politica monetaria confermano la necessità di un coordinamento internazionale in questo campo, poichè le potenziali ripercussioni esterne e le interazioni della politiche nazionali si sono anch'esse accresciute. Tale rafforzamento della cooperazione internazionale dovrebbe perciò costituire parte integrante della nostra strategia per il mantenimento di un sistema finanziario più stabile.