

ASSOCIAZIONE ITALIANA OPERATORI TITOLI ESTERI

**LA DEREGULATION ED IL RINNOVATO RUOLO  
DEL SISTEMA BANCARIO ITALIANO  
SUI MERCATI INTERNAZIONALI DEI CAPITALI:  
OBIETTIVI E VINCOLI**

Lerici, 13 giugno 1986

## I. Evoluzione dei mercati finanziari internazionali

Due anni orsono, partecipando al tradizionale incontro annuale dell'Associazione degli Operatori in Titoli Esteri, sottolineavo come la situazione dei mercati finanziari internazionali riflettesse, attraverso la riduzione dei flussi di fondi intermediati e le modifiche nell'uso degli strumenti, soprattutto i problemi del debito estero dei paesi in via di sviluppo e le incertezze sull'andamento dei tassi d'interesse e dei tassi di cambio. Alcune tendenze allora emerse sull'orientamento dei flussi di fondi e sull'uso di nuovi strumenti si sono venute consolidando.

Dal lato dell'offerta, sono venuti meno gli ingenti attivi di parte corrente dei paesi dell'OPEC e sono emerse ampie eccedenze di alcuni paesi europei e soprattutto del Giappone il cui attivo corrente è salito da 5 miliardi di dollari nel 1981 a 50 nello scorso anno ed è previsto superare i 70 quest'anno. Dal lato della domanda di fondi, la virtuale scomparsa dal mercato di numerosi PVS debitori ha lasciato ampio spazio ai paesi industriali, che hanno potuto soddisfare a condizioni assai favorevoli il loro accresciuto fabbisogno corrente e hanno effettuato numerose operazioni di rifinanziamento.

Nel 1985 i finanziamenti lordi complessivi dei mercati internazionali sono aumentati del 30 per cento, rispetto al 1984, raggiungendo 257 miliardi di dollari; lo spread medio sui prestiti bancari è sceso dallo 0,9 per cento del 1984 allo 0,6. Tenendo conto delle operazioni di rifinanziamento e delle linee di credito connesse con le emissioni di titoli (back-up facilities), i finanziamenti netti erogati sono cresciuti di 170 miliardi.

L'espansione del mercato internazionale è proseguita nell'anno in corso: nei primi quattro mesi i finanziamenti complessivi sono ammontati a oltre 100 miliardi di dollari, rappresentati per 78 miliardi da obbligazioni.

Si è accentuato nel periodo in esame il processo di innovazione finanziaria internazionale. Esso si è manifestato sia sotto forma di un maggior utilizzo di strumenti negoziabili, che si sono affermati grazie alla loro maggiore liquidità, particolarmente apprezzata in condizioni di elevata incertezza sull'andamento dei tassi di interesse, e alla loro adattabilità nell'incorporare elementi innovativi; sia mediante l'introduzione di nuovi strumenti, quali gli swaps, e le clausole di conversione in altre valute.

L'espansione del mercato dei titoli riflette la crescita relativa dei rapporti diretti tra investitori e debitori, ma anche una maggiore presenza delle banche. Il processo di securitization interessa infatti le banche, sia nell'attività di investimento -- i loro bilanci includono quote crescenti di valori mobiliari in sostituzione dei crediti tradizionali -- sia nell'attività di intermediazione richiesta dall'accresciuta negoziabilità di gran parte delle forme di raccolta e di impiego. La concentrazione degli squilibri all'interno dell'area dei paesi industrializzati ha favorito il finanziamento degli stessi attraverso l'emissione di titoli, essendo il relativo mercato associato a debitori di prestigio e a investitori e intermediari appartenenti alla stessa area.

Le banche internazionali di fronte al rallentamento dell'offerta di fondi proveniente dai paesi esportatori di petrolio e alla crisi del debito, che ha immobilizzato gli impieghi verso i paesi in difficoltà, hanno reagito accrescendo la liquidità degli altri settori

del loro attivo, ed erogando credito mediante operazioni poste fuori bilancio e classificate nelle voci "impegni e rischi". Le banche hanno inoltre accentuato la concorrenza con altre istituzioni finanziarie che, grazie ai minori vincoli a cui sono soggette e al processo tecnologico, hanno esteso la loro operatività in campi un tempo riservati alle banche.

Un esame più puntuale dei singoli comparti del mercato internazionale rivela che nel 1985 le emissioni lorde di obbligazioni hanno raggiunto 168 miliardi di dollari, aumentando del 50 per cento rispetto all'anno precedente; il ribasso dei tassi d'interesse ha dato nuovamente impulso alle emissioni a tasso fisso e reso convenienti rimborsi anticipati dei prestiti e rinegoziazioni delle condizioni per quelli a tasso variabile.

Le back-up facilities sono salite a 47 miliardi di dollari, cinque volte il valore del 1983, con una forte espansione delle note issuance facilities che, ammontando a 36 miliardi di dollari, sono più che raddoppiate rispetto all'anno precedente. I tradizionali crediti sindacati sono risultati pari a 42 miliardi di dollari, di cui 7 miliardi nell'ambito di negoziati di ristrutturazione del debito, diminuendo per il terzo anno consecutivo. Le emissioni di obbligazioni e le back-up facilities rappresentano ormai oltre l'80 per cento dei finanziamenti lordi complessivi.

I paesi industriali hanno assorbito l'80 per cento del totale dei finanziamenti lordi; quelli ai PVS non petroliferi soltanto il 9 per cento, e sono diminuiti anche in termini assoluti, mentre quelli ai paesi dell'Est europeo sono saliti a oltre il 2 per cento dei finanziamenti complessivi. Gli Stati Uniti sono risultati il maggiore prestatore di fondi; gli ingenti disavanzi di bilancio hanno spostato il

finanziamento dei mutuatari privati sul mercato internazionale, in particolare su quello euroobbligazionario.

La composizione per valuta presenta una crescente diversificazione, quale riflesso del processo di integrazione e di liberalizzazione dei mercati e dell'incertezza sull'andamento dei cambi. La quota dei finanziamenti denominati in dollari è scesa dal 70 per cento del totale nel 1984 al 64 per cento; lo yen, con una quota del 7,1 per cento ha scavalcato per importanza il franco svizzero, mentre la sterlina e il marco tedesco rappresentano quote intorno al 5 per cento; l'ECU occupa, ora, il quinto posto nel comparto delle obbligazioni e il quarto in quello dei crediti ed è ormai utilizzato anche per le obbligazioni a tasso variabile, per gli zero-coupon bonds e per le notes a breve termine.

Nonostante la permanenza di restrizioni sulle transazioni valutarie con l'estero, gli intermediari italiani hanno potuto accrescere la loro presenza nel mercato delle euroobbligazioni; l'ammontare dei collocamenti di titoli in valuta da essi effettuati è salito da 600 miliardi di lire nel 1984 ad oltre 1.000 miliardi nel 1985. Di questi, quattro quinti sono stati collocati presso non residenti e solo un quinto presso residenti, anche se le possibilità di classamento dei titoli sull'interno sono ora più ampie. I Fondi comuni, infatti, hanno effettuato acquisti di titoli esteri in esenzione dal deposito infruttifero per 950 miliardi di lire e ne potranno effettuare per circa 4.000 miliardi nel corso del corrente anno.

Gli andamenti e i processi descritti sono stati oggetto di attenta analisi da parte delle autorità monetarie e degli organi di vigilanza dei maggiori paesi industrializzati. Oltre ai negoziati in corso per pervenire a una soluzione durevole della crisi debitoria

internazionale e per promuovere una più coerente gestione delle politiche macro-economiche, vanno sottolineate le iniziative prese nel campo più specifico del funzionamento dei mercati e dei nuovi strumenti finanziari.

Si è concordi nel ritenere che l'innovazione finanziaria offra importanti vantaggi e opportunità agli intermediari, ai risparmiatori, agli investitori; si è convinti inoltre che ci si trovi di fronte non a un fenomeno passeggero, ma a un mutamento strutturale che trae dal suo interno sempre nuova forza propulsiva. L'innovazione è quindi una realtà con la quale dobbiamo convivere e dalla quale dobbiamo saper trarre benefici.

Le analisi condotte hanno peraltro messo in luce anche i rischi impliciti nei nuovi strumenti e nelle tendenze del mercato. Non è mia intenzione entrare ora nei dettagli di questa complessa problematica. Basti ricordare che l'innovazione ha per certi versi accresciuto il potenziale di instabilità e di volatilità del sistema finanziario internazionale, mentre ha in certa misura ridotto l'efficacia dei tradizionali strumenti di intervento e di regolazione a disposizione delle autorità monetarie.<sup>1/</sup> E' in questo contesto caratterizzato da rischi di natura sistemica che vanno inquadrare le iniziative volte ad accelerare il processo di liberalizzazione valutaria e di integrazione dell'Italia nel mercato finanziario internazionale.

-----  
1/ Per un'esame di questi problemi si veda L. Dini, L'innovazione finanziaria, i mercati internazionali e la gestione della politica monetaria, Intervento presso il Centro di Studi Monetari e Bancari Internazionali, Ginevra, 30 aprile 1986.

## II. Il processo di liberalizzazione valutaria

In presenza di differenziali d'inflazione decrescenti ma ancora elevati, e di ampi disavanzi pubblici, le esigenze di gestione del cambio e delle riserve valutarie hanno rallentato la rimozione degli argini amministrativi ai deflussi potenziali di capitali. Anche per questa ragione il processo di internazionalizzazione dell'economia italiana, mentre ha raggiunto uno stadio relativamente avanzato nel settore reale, è in ritardo in quello monetario e finanziario.

Una maggiore libertà per i movimenti di capitali viene sollecitata ora anche dalla Commissione della CEE per riavviare il processo di unificazione e integrazione finanziaria europea. Il richiamo ai principi ispiratori del Mercato Comune fa da presupposto all'affermazione della Commissione dell'inderogabile necessità che gli Stati membri rinuncino al ricorso alla clausola di salvaguardia. In tale contesto, la liberalizzazione dei crediti commerciali a lungo termine e delle transazioni in titoli (azionari e obbligazionari) è in prospettiva un passaggio obbligato per armonizzare le normative valutarie nazionali.

Il conseguimento di siffatto obiettivo è connesso all'attuazione della riforma dell'ordinamento valutario italiano.

Già in altra occasione si è avuto modo di sottolineare che a fondamento della progettata revisione della normativa è posta l'eliminazione del generale divieto per i residenti di obbligarsi con i non residenti, salvo autorizzazione amministrativa. Evidente risulta, pertanto, l'opzione legislativa per una maggiore apertura all'interscambio commerciale e finanziario con l'estero mediante l'introduzione di una disciplina che, in via di principio, non frappone ad essa impedimenti di natura giuridico-formale.

Un realistico intervento riformatore dovrà tener conto della tradizionale correlazione tra controllo dei cambi e situazione dei conti con l'estero: opportunamente il dibattito parlamentare sul richiamato disegno di legge si è incentrato sull'interazione tra processo di liberalizzazione e perseguimento di finalità di politica economica. In tali termini, l'ampliamento della sfera di autonomia per gli operatori del settore finisce col dipendere dalla stabilità economica del paese, alla quale risulta collegata la possibilità di fissare "eccezioni" al principio del "tutto consentito".

In attesa che la revisione della legislazione valutaria individui un rapporto nuovo tra principi di mercato e regolamentazione dell'attività economica, forme d'apertura della vigente normativa sono state realizzate, soprattutto in tempi più recenti, con provvedimenti adottati in via amministrativa. Esse, nel segnare una svolta rispetto alle restrizioni del passato, indicano la via da seguire per ulteriori traguardi nella direzione della libertà dei movimenti di capitali, coerenti con la posizione interna ed internazionale del nostro paese.

### **II.1. I provvedimenti recenti**

Negli ultimi anni, il processo di liberalizzazione valutaria si è mosso secondo linee che hanno teso a perseguire alcuni obiettivi fondamentali. Si è mirato in primo luogo a rendere più chiaro e organico l'assetto normativo. Si è cercato di snellire le procedure e di allentare i vincoli. In quest'ultimo campo sono state privilegiate le misure volte ad accrescere l'operatività sull'estero delle banche e delle imprese, favorendone l'inserimento nel mercato internazionale e

consentendo un più ampio ricorso a strumenti di finanziamento e di copertura dei rischi di cambio.

Alcuni esempi possono servire a illustrare il non breve cammino fin qui percorso.

Sotto il profilo dello snellimento delle procedure, con i decreti del marzo 1981 e del luglio 1985 si è attuata una generale revisione delle disposizioni relative alle operazioni finanziarie con l'estero e a quelle commerciali. Per queste ultime, in particolare, l'aumento del limite per transazioni senza formalità valutarie, e di quello per le quali non è richiesto il visto preventivo delle banche agenti, farà sì che quasi metà del numero delle operazioni commerciali potrà attuarsi senza preventivi riscontri da parte degli organi demandati al controllo. Inoltre, la maggiore rilevanza attribuita alle dichiarazioni degli operatori, in tema di congruità dei prezzi, ha ulteriormente ridotto gli oneri del controllo valutario.

Sotto il profilo dell'attenuazione dei vincoli, passi avanti sono stati fatti, dalla fine del 1984, nei campi degli investimenti all'estero, della gestione della tesoreria in valuta delle imprese commerciali e dell'attività creditizia internazionale espletata dalle banche italiane.

Dal novembre del 1984, l'aliquota del deposito vincolato infruttifero sugli investimenti all'estero è stata gradualmente ridotta, fino all'attuale 25 per cento. Sono stati esentati dal deposito gli acquisti di titoli esteri da parte dei Fondi comuni italiani, nei limiti del 10 per cento del patrimonio. Al fine di accrescere la presenza sui mercati internazionali delle nostre imprese, sono stati completamente liberalizzati gli investimenti diretti all'estero, mentre gli organi valutari continuano ad assecondare con frequenti esenzioni dal deposito le richieste di costituzione e di rifinanziamento di holdings estere. Di

questa politica si sono ampiamente avvalse negli scorsi anni sia le maggiori banche italiane, che hanno creato una vasta rete all'estero di filiali e filiazioni, sia tutte le principali imprese multinazionali del nostro paese le quali possono così operare con notevole libertà.

Sono state create le condizioni per consentire alle imprese un'autentica e autonoma gestione della tesoreria in valuta: la durata dei conti valutari, pari a 7 giorni all'inizio del 1984, è oggi di 30 e 60 giorni, a seconda delle modalità di acquisizione della valuta; ai titolari dei conti stessi è stata accordata la facoltà di convertire la valuta accreditata in altra divisa. Infine, nell'aprile di quest'anno, è stato abolito l'obbligo del finanziamento in valuta dei crediti all'esportazione, revocato il divieto di estinguere i debiti in valuta in anticipo rispetto alle scadenze contrattuali ed è stata concessa, a importatori ed esportatori, una più ampia possibilità di coprire a termine i rischi di cambio. A quest'ultimo fine è stato consentito alle banche abilitate di acquistare sul mercato internazionale currency options in valuta estera contro lire per la successiva cessione a residenti.

La ricerca di soluzioni che consentissero di cogliere le opportunità offerte dai mercati esteri, attraverso una più attiva presenza degli intermediari italiani, ha condotto a rimuovere, in via generale, alcuni dei vincoli valutari che in parte ne ostacolavano le possibilità operative e ad incoraggiare l'avviamento di un comparto di obbligazioni in eurolire.

Tra i vincoli valutari rimossi, va ricordata l'abolizione della distinzione per gruppi di valute nell'obbligo del pareggiamento della posizione in cambi, l'ampliamento ripetuto del massimale "pronti contro termine", e la concessione alle banche di accordare a banche estere facilitazioni in lire da rimborsare entro 10 giorni.

Permangono ancora vincoli di natura prudenziale, ma progressi sono stati fatti e altri sono in corso di esame. Il vincolo della perfetta correlazione di durata tra operazioni di impiego e raccolta -- che fu imposto perché gli intermediari non disponevano di una massa sufficientemente stabile e frazionata di risorse nelle valute di denominazione dei prestiti -- è stato attenuato, introducendo elementi di maggiore elasticità nella gestione delle risorse, particolarmente in termini di mismatching delle scadenze.

Alla fine del 1985 risultavano autorizzate ad operare a medio termine in valuta 129 aziende di credito. Complessivamente, erano stati concessi plafonds per un ammontare di oltre 7.000 miliardi di lire, per operazioni di raccolta a fronte di finanziamenti con pari durata media, e massimali per circa 2.400 miliardi, per impieghi a medio termine a fronte di provvista a breve termine. Per le filiali estere di banche italiane il complesso delle autorizzazioni per i due tipi di operatività assommavano, rispettivamente, a 7.300 e 8.300 miliardi circa.

Sono ora notevolmente mutate le condizioni entro le quali era maturata la vigente disciplina in materia di operatività oltre il breve in valuta delle aziende di credito. Oggi più che mai è avvertita dagli intermediari l'esigenza di partecipare a pieno titolo, con gli operatori di altri paesi, all'attività dei mercati finanziari internazionali. Di queste esigenze la Banca d'Italia è ben conscia ed ha avviato una proposta di adeguamento della normativa da sottoporre ai competenti organi decisionali.

Venendo infine a un tema che più interessa gli operatori in titoli, ricorderò che dall'ottobre del 1985 è stato deciso un allargamento del mercato delle eurolire, prevedendo un comparto di euroobbligazioni denominate in lire, nell'intento di adeguare la struttura di questo mercato a quelle dei mercati delle altre eurovalute.

La decisione poggia sulla convinzione che la lira occupi uno spazio inferiore a quello che sarebbe consentito dall'ampiezza dei rapporti commerciali e finanziari dell'Italia con il resto del mondo. Essa si associa alla tendenza in atto verso l'integrazione globale dei mercati non solo in senso geografico, ma anche come diffusione degli strumenti, articolazione delle strutture e compenetrazione tra mercati valutari, mercati finanziari tradizionali e mercati degli strumenti innovativi.

In particolare, il comparto delle euroobbligazioni in lire viene a coprire una carenza di titoli nella nostra moneta, a tasso fisso, con scadenza media, quotati sulle piazze internazionali più importanti e dotati quindi di requisiti di negoziabilità paragonabili alle euroobbligazioni denominate in altre valute.

L'apertura di questo mercato rappresenta anche uno stimolo all'operatività delle banche italiane nell'ambito internazionale. La direttiva che assegna alle aziende di credito italiane il ruolo di lead manager nel sindacato di collocamento internazionale delle euroobbligazioni in lire, mira infatti ad incoraggiare l'acquisizione di esperienze operative, in un campo di attività molto aperto alla concorrenza e alle innovazioni. Le prime esperienze compiute in questo campo fanno registrare un bilancio nel complesso positivo, anche se è ancora ristretto il numero degli operatori in grado di associare validamente all'onore del lead manager l'onere del bookrunner.

Dopo il lancio delle prime tre emissioni negli ultimi mesi del 1985 il mercato ha subito una pausa, dovuta alle incertezze di ordine valutario, che si sono riflesse sui mercati finanziari, con un rialzo dei tassi sugli investimenti in lire. La distensione dei mercati seguita al riallineamento di aprile ha favorito la ripresa dell'interesse per le euroobbligazioni in lire; sono state infatti lanciate con pieno successo

nuove emissioni, a tassi che hanno talora anticipato il movimento di riduzione dei tassi interni.

## **II.2. Le prospettive di liberalizzazione**

Nell'ultimo quinquennio l'economia italiana ha compiuto importanti progressi nella correzione degli squilibri emersi negli anni settanta. Si sono rafforzati l'apparato produttivo e la struttura finanziaria delle imprese. Sono stati attenuati i meccanismi che rendevano l'andamento dei salari indipendente da quello della produttività e il mercato del lavoro eccessivamente rigido. La caduta del prezzo del petrolio e la discesa del dollaro hanno ora accelerato la discesa dell'inflazione e allentato il vincolo esterno: il tasso di aumento dei prezzi ha continuato a diminuire, rendendo realistico il raggiungimento a fine anno dell'obiettivo del 5 per cento indicato dal governo, e la bilancia dei pagamenti correnti si avvia a tornare in avanzo.

E' divenuta, nel contempo, più acuta la percezione che l'integrazione finanziaria in Europa costituisce ormai un importante requisito della più ampia integrazione economica e che essa accresce la capacità di competere sui mercati esteri delle nostre imprese e delle nostre banche. Una maggiore libertà nel movimento dei capitali accentuerà lo stimolo alla convergenza delle politiche e, per questa via, al riequilibrio strutturale delle economie.

Il miglioramento della situazione generale dell'economia italiana e la forza accresciuta degli argomenti per una piena integrazione dell'economia europea non possono però condurre a trascurare l'esigenza di gradualità nella rimozione dei vincoli, che ancora si frappongono alla piena libertà di movimento dei capitali.

Non si può ignorare, anzitutto, lo stato di squilibrio che ancora caratterizza i conti dello Stato e i vincoli derivanti, nella gestione monetaria, dalla dimensione del debito pubblico. Il livello del rapporto tra disavanzo pubblico e PIL mediamente più che triplo rispetto agli altri paesi industrializzati, e la consistente creazione di attività finanziarie ad esso connesse, implicano una forte dipendenza del Tesoro italiano dal mercato. La maggiore dimensione relativa della ricchezza finanziaria delle famiglie italiane, rappresentata ancora per una quota importante da attività liquide, segnala il rischio di ingenti deflussi di capitali qualora le condizioni complessive di fiducia nella moneta e di redditività del risparmio finanziario sul mercato interno non fossero considerate costantemente convenienti.

In tali circostanze, il processo di liberalizzazione dovrà essere differenziato nei tempi di realizzazione, nella portata applicativa e nei soggetti destinatari. La maggiore libertà nelle transazioni finanziarie con l'estero, seguendo una linea di tendenza già in atto, privilegerà le banche e le imprese, favorendo la loro capacità di competere sui mercati internazionali e quindi l'efficienza globale del sistema economico. Oltre a rimuovere i vincoli ancora esistenti sulle transazioni di natura finanziaria, occorrerà incoraggiare il miglioramento dell'operatività dei mercati, allineandone le condizioni a quelle prevalenti sulle grandi piazze estere. La possibilità di regolare le transazioni di natura monetaria, per contrastare pressioni speculative, deve però essere preservata, anche se ciò non implica necessariamente il mantenimento di vincoli permanenti.

La liberalizzazione dell'investimento all'estero dei risparmiatori richiederà invece maggiore cautela. Concreti e significativi passi potranno tuttavia essere compiuti anche tenendo conto dell'esperienza acquisita nella operatività estera dei fondi d'investimento. Una

totale liberalizzazione, d'altra parte, esporrebbe il Paese, nelle condizioni attuali, al rischio di un'accelerata diversificazione dei portafogli finanziari a favore di attività estere che potrebbe esercitare una inaccettabile pressione sulle riserve ufficiali e sul cambio; ne risulterebbero accentuate le difficoltà di copertura sul mercato del fabbisogno del Tesoro, spingendo al rialzo i tassi di interesse. La priorità assegnata nella fase attuale al mantenimento di condizioni propizie alla continuazione della discesa dei tassi di interesse è dunque fattore rilevante nel consigliare cautela nel processo di liberalizzazione.

Perché il processo continui su basi solide esso deve essere accompagnato dall'abbassamento del disavanzo pubblico e della stabilizzazione dello stock di debito in rapporto al PIL, nonché dalla riduzione del divario fra l'inflazione interna e quella internazionale. I progressi compiuti nel periodo recente hanno soprattutto beneficiato di favorevoli condizioni esterne. L'opportunità, dopo oltre un decennio di difficoltà, di fare il salto richiesto nella correzione degli squilibri della finanza pubblica e nell'arrestare la dinamica dei prezzi è a portata di mano: essa deve essere colta.

La capacità di compiere ulteriori progressi sul sentiero dell'integrazione nell'economia europea, inclusa la libertà di movimento dei capitali, deve essere vista come parte integrante di una ritrovata solidità dell'economia italiana. Con la progressiva rimozione degli squilibri interni si accrescono le possibilità di proseguire in questa direzione. Allo stesso tempo, va riconosciuto che accelerazioni eccessive, slegate dal concreto miglioramento della situazione finanziaria interna, portano con sé il rischio di successive battute d'arresto e forse di indesiderabili arretramenti.