

XIV CONGRESS OF THE EUROPEAN FEDERATION
OF FINANCIAL ANALYSTS SOCIETIES

**TOWARDS A EUROPEAN INTEGRATED
FINANCIAL MARKET**

Florence, October 15-17, 1986

The financial environment has changed enormously in recent years. This mutation is the result of unprecedented innovation in financial instruments, information processing, trading techniques, market structures and intermediaries. International integration of the major financial centers has led to the creation of a 24-hour global market, in which information is available in real time throughout the world. This has created difficult problems as well as considerable opportunities for operators and authorities alike. Both sides have to learn to live in this new environment and to exploit all its advantages while preserving the soundness and stability not only of individual financial firms but also of the system as a whole.

A prerequisite for finding appropriate solutions to these problems is a continuous open dialogue between market operators, who are the real instigators of change, and the monetary and regulatory authorities. I am therefore very glad to be here today and to open the proceedings of a conference with a program that effectively encompasses the wide range of issues confronting us.

In my remarks I shall try to establish a broad framework for your discussions by reviewing the main trends in international financial markets and their policy implications. I will focus, in particular, on: the nature of innovation, the consequences for the globalization of capital markets, the attendant risks and how they can be managed and supervised. Against this background I will then review the issues raised by the liberalization of capital transactions and more broadly the process of financial integration in Europe.

Innovation in the international capital markets

Financial innovation in the leading industrial countries is producing major changes in instruments and services, altering the structure of intermediation and creating new forms of competition. No one factor has produced this situation, rather a series of events have combined at different times to influence its development.

In recent years there has been another pronounced shift in the pattern of saving and investment flows, with clearly visible effects on external imbalances. The sharp decline in OPEC surpluses and the virtual closing of credit markets to major LDC borrowers since the external debt crisis have been accompanied by slower growth in international banking. The transformation of the US into a large net borrower and debtor and the parallel increase in payments surpluses in Japan and Europe have coincided with an expansion in the use of negotiable debt instruments, available almost exclusively to prime international borrowers. Lenders' search for quality and liquidity, and borrowers' desire for more flexible financing have led to widespread adoption of variable interest rates and to the development of new financing instruments, such as note issuance and revolving underwriting facilities, which combine features of both syndicated credits and bond issues.

The increase in interest rates that followed the adoption in major countries of strict anti-inflationary policies in the wake of the second oil crisis, has been a powerful incentive for banks and thrift institutions to find ways to circumvent regulatory constraints and respond to the enhanced competition of unregulated non-bank financial intermediaries. Greater interest and exchange rate volatility has made it desirable to be able to shift quickly and cheaply between instruments, thus stimulating the development of new techniques

for risk management (options, futures, interest rate and currency swaps): their distinguishing feature is that they allow the different risks attaching to financial transactions -- interest, currency, liquidity and maturity -- to be individually priced and negotiated in separate markets.

Deregulation of financial markets has been another important factor. Initially, it was in response to the growing conflict between the regulatory framework in place and the financial innovations being introduced. The opening up of new channels of intermediation intensified pressure for the relaxation of regulations. Faced with the choice of imposing new regulations or liberalizing, most national authorities opted for the latter course. In turn, regulators' more favourable attitude towards competition encouraged financial institutions to test the limits of their permitted activities. In some countries -- such as France and, up to a point, Italy -- innovation was prompted by the authorities themselves, to foster more efficient resource allocation and facilitate the transition to a monetary policy based on interest rates rather than direct controls.

Subsequently, however, innovation has acquired a momentum of its own. With the decline of traditional banking business and the rise of financial and advisory services, competitiveness has come increasingly to depend on firms' ability to create new instruments and operations. Innovation is thus becoming a permanent feature of financial markets.

Finally, innovation has been stimulated by the widespread application of advanced information and communications technology to financial transactions. This has reduced the cost and increased the speed and efficiency of acquiring and evaluating information, and has made it possible to trade in a global market.

Innovation can be seen as having three main strands: securitization; the blurring of the demarcation lines between the various institutions supplying financial services; and the closer international integration of national markets.

A growing share of intermediation has been flowing through securities markets, with a marked shift from bank credit to negotiable instruments. A rough indication of the size of this shift is that syndicated Euromarket loans were running at an annual rate of around \$100 billion in 1981-82, while they are not expected to exceed \$35 billion this year; by contrast, bond issues have risen from \$49 billion to about \$160 billion a year over the same period.

The traditional distinctions between financial instruments and institutions have also become less clearcut. In particular, bond issues and loans increasingly have overlapping features and different categories of institutions increasingly do both kinds of business. Much of the recent growth in banks' business has involved contingent liabilities in connection with securitized debt. This has been associated with a tendency for traditionally specialized institutions to expand the range of their activities. In the US, for example, interstate banking restrictions are being relaxed in practice and securities firms are being acquired by insurance companies and non-financial corporations. In the UK, banks have entered the home loan market, while building societies are offering services previously reserved to banks. Even in Germany, the dominant universal banking system is being flanked by financial conglomerates with interests in insurance and other fields.

Finally, securities markets are becoming more integrated internationally. In part this is the result of portfolio diversification by investors seeking their desired combinations of risk and return. In addition, financial innovation and the rapid growth of the Euromarkets have forced firms and

intermediaries to turn to international markets in order to remain competitive. This has fostered integration and the global trading of securities. Eurobonds have been traded internationally since the seventies and equities are increasingly listed on more than one stock exchange. Innovation has been particularly rapid in the United States and the United Kingdom, where the City's position as an international financial centre has been strengthened. In turn, the growing competition of London has stimulated action to increase the flexibility and efficiency of other European securities markets, notably in France, Belgium and the Netherlands.

Innovation and global integration have already substantially altered the financial environment and will continue to do so. The pace of change may nonetheless slow somewhat, as some of the factors fueling innovation in the seventies and early eighties subside with the emergence of a more stable macroeconomic environment. However, other more permanent factors, such as technological progress, capital mobility and international portfolio diversification, will continue to foster the spread of new instruments. These, in turn, can be expected to lead to calls for further deregulation of domestic markets and liberalization of capital movements. More importantly, the ability to innovate continuously is increasingly a must for firms wishing to maintain market leadership.

Policy responses in the face of innovation

I shall now turn to some of the policy issues raised by innovation and increased integration of capital markets and then look at the response of the authorities.

One important issue concerns the quality of the financial information that is publicly available. The shift from

bank intermediation to bond finance has seriously impaired the value of statistics on international capital flows. Whereas detailed information on bank credit flows is available from the BIS, data on bond markets are more difficult to collect, especially as regards keeping track of bondholders. Similar difficulties arise in connection with both bank borrowing in the Eurobond market, since little is known about the buyers of these bonds, and paper issued under back-up facilities or in the form of Eurocommercial paper. The report on "Recent Innovations in International Banking", published last April by the BIS, stressed the need for improved statistics and made some proposals. One was that the BIS should use data collected by the Association of International Bond Dealers, which include information on outstanding bonds. In turn, EC member countries are discussing standard minimum reporting requirements for banks' off-balance-sheet operations as part of the proposed EC Directive on Bank Accounts. The OECD Committee on Financial Markets has also done extensive fact-finding work and has recently published the results in two reports on international trade in banking and securities.

An even more important issue is the transparency of banks' exposures and the ability of investors and regulators to assess them properly. The growth of off-balance-sheet transactions and the complexity of some of the new instruments have made it more difficult to assess risk. The shift caused by bank disintermediation from the close customer relations associated with loans to multiple market relationships in which price is the main signalling and selection device, may have lowered the quality of lenders' information about ultimate borrowers' creditworthiness.

It is imperative that credit assessment practices should keep up with the changes in the financial system. In general, the risks banks incur with the various new operations are

similar to those normally associated with lending. However, the commitments associated with stand-by credit lines need to be regularly assessed in the light of market liquidity and the likelihood of their being drawn on. Besides the risk of illiquidity, credit risks may materialize, since NIFs and RUFs can involve banks in financing customers that the market has turned down. Interest and exchange rate risks are incurred whenever banks take up open positions by entering into swap, option or forward-rate contracts. In general, it is the now frequent multiple combination of risks that makes it difficult to assess individual operations. The maintenance of stability thus depends as much on banks' ability to develop adequate managerial resources and internal control systems as on their capital strength. The warning issued by the G-10 Governors last September was explicit in this respect.

The precautions banks are required to take do not relieve the supervisory authorities of their obligation to scrutinize the new types of business. In March this year the Basle Committee on Banking Regulations and Supervisory Practices recommended new guidelines for the treatment of banks' off-balance-sheet operations. Supervisors in a number of countries have already acted accordingly and included these operations in the calculation of capital ratios.

Complementary measures are also being considered to cover other financial operators now subject to little or no regulation, so as to prevent banks from being put at a competitive disadvantage. More generally, there is also concern lest a decline in the share of regulated business should weaken the overall effectiveness of supervision. Attempts to improve the stability of an integrated system through controls on a part can be thwarted by crisis situations spreading from other, unregulated parts of the system.

There is also the issue of systemic risk. Innovation has enabled financial and non-financial institutions to protect themselves from some of the risks inherent in a volatile and uncertain environment. But many of the new instruments and markets are merely designed to shift these risks rather than actually reduce them. As Professor Peter Kenen noted recently, "the risks have been taken on by those most willing to bear them, which is not necessarily the same as saying those most able to bear them".

Innovation has also considerably enhanced the microefficiency of financial markets by reducing borrowing costs, widening the opportunities open to investors, and increasing the scope for mobilizing funds. Second-best theory nonetheless shows that, in a world with distortions, removing any one on its own does not necessarily improve stability or public welfare. We should not forget that some of the regulations that innovators are circumventing were designed to ensure the stability and solvency of intermediaries, protect investors, and preserve monetary control.

Innovation can increase systemic risk in various ways: the average quality of bank assets may decline as prime borrowers turn progressively to securities markets, leaving banks with less creditworthy customers; enhanced competition may result in new instruments being underpriced; the rapid growth in trading and turnover could also lead to failures in the payments system; and the spread of hedging instruments has created longer chains of credit exposures, thus increasing the danger that a default by one debtor will have domino effects on other operators.

One of policy-makers' responsibilities is to ensure that the benefits accruing to individual agents are not offset by greater systemic risk. Even in the countries where innovation has gone furthest, it is widely accepted that some regulation and supervision of financial markets is necessary. In a recent

statement to a Congressional Committee the Chairman of the Federal Reserve Board suggested that regulators have mainly taken defensive action so far, to prevent immediate problems from undermining the financial system as a whole. However, he went on to note that distinctions among banking, other financial institutions and commercial firms are fast eroding with little considered debate and less action to guide the process, and that the provision of a public safety net backed up by special oversight and supervision may no longer be sufficient to maintain the stability of the system. His words can be applied, I believe, to almost every modern financial system, and even more so to the unregulated world financial markets that have developed spontaneously beyond the reach of any public supervision.

Finally, innovation has important macroeconomic implications for monetary policy. As a result of financial innovation, deregulation and globalization, international capital has become more mobile and sensitive to interest rate differentials and expectations regarding exchange rates. As a consequence, the exchange rate has taken on greater importance in the transmission of monetary policy impulses, since shifts in relative monetary conditions in major markets lead rapidly to exchange rate changes, thus influencing actual and expected inflation, relative prices, and the level and composition of output.

Traditional channels and instruments of monetary policy have also been substantially affected. When intermediation was concentrated in the banking system, controls on banks -- e.g. reserve requirements, interest rate ceilings, constraints on the growth and composition of banks' assets -- played an important role in monetary control techniques. The development of close substitutes for bank credit and the decline in banks' share of intermediation have demoted these mechanisms.

More generally, the ability of intermediaries to cushion and absorb restrictive impulses is likely to have increased, while the instruments of monetary control have probably become less precise in their results.

The consequences of innovation for the influence of interest rates on aggregate demand are also debated. In principle, wider recourse to variable rate financing and the new techniques of risk management makes the financial system more responsive to interest rate changes. On the other hand, some financial innovations tend to weaken the interest rate link between monetary policy and the real economy. The greater flexibility of the new financial instruments has allowed an increasing number of non-financial enterprises to engage in liquidity management. Debtors may thus be partially shielded against rising interest rates. Consequently, even though monetary impulses spread through the financial system more rapidly, they may be attenuated by portfolio adjustments.

Altogether there is thus greater uncertainty about the effects of monetary policy and a recognition that greater care will have to be taken in the new environment to avoid excessive oscillations in interest and exchange rates.

The liberalization of capital movements in Europe

In the last few years financial innovation and the liberalization of capital movements have both advanced rapidly in Europe. The segmentation of domestic markets has been reduced, although foreign exchange controls are still a significant barrier in some countries.

Efforts to liberalize capital movements in Europe date back to the early sixties, when the EC adopted two important Directives for the creation of a unified capital market. In

the ensuing years most restrictions on financial transactions were lifted, although the integration of national markets remained modest.

In the early seventies, growing currency instability and the first oil shock led a number of countries to reintroduce exchange controls to weather the storm and "buy time" for a gradual adjustment of external imbalances. The EC Commission agreed to permit these restrictions under the safeguard clause of Article 108 of the Treaty. Though recourse to the clause was meant to be temporary and limited to special circumstances, it came to be tolerated as a normal practice, often outlasting the balance-of-payments difficulties invoked to justify the adoption of exchange controls. Free trade in goods thus came to coexist in Europe with a system of restricted financial flows.

One of the main aims of setting up the EMS was to protect Community trade from the disruptive effects of large swings in the dollar. Shortly after its inception, the second oil shock accentuated the divergences between member countries, and the priority that was given to preserving the cohesion of the EMS exchange rate arrangements did not encourage a change in the prevailing attitude towards use of the safeguard clause. It was only after payments strains and inflation had been substantially reduced that pressures for the removal of exchange controls and the liberalization of financial markets acquired new impetus.

A framework within which to pursue the liberalization of financial transactions was provided by the proposal put forward last May by Jacques Delors, President of the EC Commission, and subsequently approved by the European Council. The first task was to "normalize" use of the safeguard clause. Already in December 1984 the Commission had renewed the derogations granted to France, Italy and Ireland, specifying that they were to remain in force for a limited period (for

France until end-1986, for Italy and Ireland until end-1987) and that they were to be removed earlier if possible. The derogation for France covered a broad range of capital transfers in connection with direct, property and portfolio investment; for Italy, the non-interest bearing deposit on purchases of foreign securities; for Ireland, the ban on portfolio investment. Compliance with these conditions was to be strictly monitored by the Monetary Committee of the EC. Since then, France has removed all its restrictions under the safeguard clause, Italy has reduced its foreign investment compulsory deposit rate to 15 per cent, and Ireland is making a comprehensive review of its exchange control system.

The second task was to resume progress in the integration of capital markets by extending the unconditional liberalization obligations of the 1962 Directive to long-term commercial credits and transactions in both listed and unlisted securities.

The new Directive should be finalized by the end of the year, and, together with the stricter criteria for use of the safeguard clause, will complete the first phase of the liberalization process. The second phase should then bring complete freedom of capital movements by 1992 in accordance with the objective laid down in the EC White Paper on completing the internal market in financial services.

This ambitious objective is unlikely to be achieved, however, unless other parallel conditions are fulfilled. In the first place, free movement of capital in the Community presupposes a gradual adjustment of economic structures to reduce regional disparities in resources, factor productivity and market flexibility. Progress on all these fronts, to be fostered through appropriate Community budget interventions, has been recognized as a prerequisite of integration since the start of the Community, but both the resources committed and the

results obtained have remained small in this field.

Complete liberalization of all financial transactions will also require greater convergence of macroeconomic performance and more extensive policy coordination. As long as convergence is incomplete and there is a need for divergent courses in national policies, full freedom of capital movements will be in conflict with the cohesion of the EMS exchange rate agreements and freedom of trade. In other words, countries in a free-trade area with fixed exchange rates and full capital mobility cannot pursue independent national macroeconomic policies. This means that progress in liberalizing capital flows will depend on how far the EC member countries can agree on the basic objectives of macroeconomic policy. This consensus will have to result not only in price stability but also in a reasonably balanced pattern of current external payments and adequate growth rates. Responsibility for the achievement of these objectives will have to be equitably shared and the external implications of domestic policies fully recognized by all countries.

Completing European financial integration

On its own, the liberalization of capital movements is not sufficient to bring about full integration of European financial markets. Differing prudential regulations and controls as well as dissimilar legal and administrative systems are obstacles that will also have to be overcome.

A few years ago the advocates of deregulation would have proposed wiping the regulatory slate clean. However, recent experience with rapid innovation has made even ardent supporters of free markets more cautious.

Indeed, several developments -- including the LDC debt crisis, the difficulties of savings and loans institutions, the run on a major US bank, inappropriate and even fraudulent practices in securities markets, as well as underpricing of risks and insufficient loss provisions -- have been a sharp reminder that financial stability is a public good, with which unrestrained competition is in potential conflict. Furthermore, as I have already mentioned, deregulation of the banking sector needs to be matched by suitable regulation and supervision of other financial markets and intermediaries to ensure a level playing field. Such regulation, however, can easily create artificial barriers to the free movement of capital as a by-product.

It is therefore necessary to assess the various regulatory and prudential provisions in force, to see where the objectives of stability and integration are in conflict and make appropriate arrangements and compromises to reconcile them.

For instance, quite a few countries impose restrictions on foreign investment and screen projects to determine whether they are in the national interest. The boundary between such protection of national interests and discrimination against foreign capital is often tenuous. In addition, numerous regulations and procedures originally introduced for prudential purposes no longer serve this end and unintentionally discriminate against foreign businesses. Barriers of this kind will have to be gradually dismantled. The often substantial differences between national regulatory and prudential systems are also an important obstacle to the integration of financial markets. In this case, however, conflicting provisions cannot always be easily amended since they are often key elements in the structure of each system.

One basic difference of this kind stems from the existence of universal banking in some countries and of strict

separation between commercial and investment banking in others. This institutional difference can result in universal banks not being authorized to operate in countries that have opted for the separation of banking functions. Conversely, unless they are first authorized to operate as a bank, non-bank operators may be unable to do business in countries that have opted for universal banking. Similar obstacles may be caused by countries' different disclosure requirements and technical standards for the prevention of fraud.

It is thus clear that non-discriminatory application of national regulations is not in itself sufficient to ensure the integration of financial markets.

Since the forces underlying the internationalization of financial markets will continue to act, failure to reduce the segmentation implicit in national administrative and legislative systems could have two undesirable consequences: first, business might shift to the less regulated and supervised markets; and, second, competition between national markets could undermine investor protection.

If these consequences are to be avoided, the necessary changes in national legislative and administrative systems will have to be internationally coordinated. The convergence of regulatory provisions and the mutual recognition of financial regulations and techniques will have to be pursued through suitable policies.

These two courses are not alternatives. Indeed, to some extent the first is a prerequisite of the second. Mutual recognition of financial techniques is only feasible if there is sufficient institutional common ground or harmonization. Otherwise, the initial disparities in competitive conditions will generate undesirable strains and evasive behaviour in financial markets. Moreover, mutual recognition tends to be a second best solution since its unequal application in

international agreements would entail a return to bilateralism.

The scope for harmonization and mutual recognition depends, of course, on which group of countries is considered. International cooperation to promote the convergence of financial regulations and standards among the Group of Ten countries is of great significance in view of their financial importance and the efforts they make to have the results adopted outside the Group. However, the agreements reached in Basle are essentially gentlemen's agreements, and the G-10 central bank governors have formally approved only the most important provisions.

The situation is different within the EC, since the Community has legislative powers and, as I mentioned earlier, a detailed proposal has been formulated for the completion of the internal market by 1992. This sets out the objectives to be achieved and a timetable for specific measures to be taken over the next five years. In contrast with the proposals put forward in other venues, the EC White Paper has firm political backing from the member states of the Community.

The integration of the financial market is to be achieved by liberalizing both the establishment of financial firms and the provision of services, once sufficient harmonization and mutual recognition of regulatory provisions and financial products has been achieved.

The final result will depend on the ability of member countries to agree on common rules and the strength of the forces that will be unleashed in the market. This process will necessarily influence and be influenced by the international financial system.

In short, supervisory authorities are being required to find ways of enabling operators both to exploit the opportunities offered by the expansion of international business and to cope with fiercer competition, while simultaneously ensuring that making their regulations internationally compatible

does not undermine their effectiveness.

Concluding remarks

My address has already been longer than I intended, but I would like to conclude with two remarks.

The first concerns the attitude of central banks and regulatory authorities towards the changes under way in financial markets. The nature and training of central bankers and supervisors make them wary of change and prudent in assessing their consequences and implications. This does not mean, of course, that they seek to resist change. Personally, I am convinced that integration can bring substantial benefits and that we must learn to live in the new environment. Indeed, in certain instances it may be the duty of central bankers to encourage innovation and thus increase the efficiency of financial systems. We must make absolutely sure, however, that we advance without putting the soundness and stability of the financial structure at risk. While there is no presumption that the new environment will necessarily be less stable, our traditional benchmarks and methods of assessing intermediaries' liquidity and capital adequacy will clearly have to be revised. More broadly, there will continue to be a need for a regulatory framework, to protect both confidence and savings from the excesses of unrestrained competition. Indeed, I have argued that we will have to monitor and control previously unregulated parts of the financial system.

My second remark concerns the operators and the intermediaries in the market. The ease with which they can now trade in a wide range of financial instruments and shift funds virtually instantaneously between instruments and currencies and across national boundaries makes the management of financial

transactions and risk enormously more complex. To meet the demands of this new environment, new computer-assisted trading strategies are being continuously developed. Taken in isolation, these appear to offer ready-made answers for all situations. However, as Gerald Corrigan of the New York Fed recently noted, it is a pre-eminent responsibility of market operators and of the managements of financial intermediaries to make sure that these procedures are also consistent with both the liquidity and solvency of individual firms and the stability of the system as a whole. In the first place this means that management and risk control techniques must be upgraded to meet the higher standards imposed by the new competitive environment.

This is a task of utmost importance, to which this association and individual financial analysts can make an essential contribution in their daily activities.

PER UN MERCATO FINANZIARIO EUROPEO INTEGRATO

Negli ultimi anni, il panorama finanziario è profondamente mutato. Tale cambiamento è il risultato di innovazioni senza precedenti negli strumenti finanziari, nell'elaborazione delle informazioni, nella tecnica delle transazioni, nelle strutture di mercato e negli intermediari. L'integrazione internazionale dei maggiori centri finanziari ha portato alla creazione di un mercato mondiale operante ventiquattro ore su ventiquattro, nell'ambito del quale l'informazione è disponibile in tempo reale in tutto il mondo. Ciò ha creato difficoltà, ma anche considerevoli opportunità per gli operatori e per le stesse autorità. Entrambe le parti devono imparare a vivere in questo nuovo contesto, sfruttandone tutti i vantaggi, ma curandosi al tempo stesso di preservare la stabilità tanto delle singole istituzioni finanziarie quanto del sistema nel suo complesso.

Una condizione indispensabile per la ricerca di soluzioni adeguate a tali problemi è che vi sia un dialogo continuo e aperto tra gli operatori di mercato, che sono i veri artefici dell'innovazione, e le autorità monetarie e di vigilanza. Per questo sono particolarmente lieto di trovarmi qui oggi, ad aprire i lavori di un congresso il cui programma abbraccia l'ampia gamma di problemi che ci troviamo ad affrontare.

Nelle mie osservazioni tenterò di delineare un quadro di riferimento per il dibattito che seguirà, passando in rassegna le

principali tendenze in atto sui mercati finanziari internazionali, e le loro implicazioni per le politiche economiche. In particolare, concentrerò l'attenzione sulla natura delle innovazioni, sulle conseguenze della "globalizzazione" dei mercati dei capitali, sui relativi pericoli e sui modi di gestirli e controllarli. In questo contesto passerò quindi all'esame dei problemi derivanti dalla liberalizzazione dei movimenti di capitale e, più in generale, dal progredire dell'integrazione finanziaria in Europa.

Le innovazioni sui mercati internazionali dei capitali

L'innovazione finanziaria in atto nei principali paesi industriali sta producendo sostanziali cambiamenti negli strumenti e nei servizi offerti, modificando la struttura dell'intermediazione e dando luogo a nuove forme di concorrenza; tale situazione non è stata prodotta da un unico fattore, bensì da una serie di eventi che, interagendo in tempi diversi, ne hanno influenzato lo sviluppo.

Negli ultimi anni si è verificato un altro rilevante spostamento nella distribuzione dei flussi di risparmio e di investimento, che ha determinato vistosi effetti sugli squilibri esterni. La drastica riduzione dei surplus dei paesi Opec e la virtuale chiusura, a far tempo dall'insorgere della crisi debitoria, dell'accesso ai mercati creditizi per i paesi in via di sviluppo maggiormente indebitati sono andati di pari passo con una minore crescita dell'attività bancaria

internazionale. Il progressivo trasformarsi degli Stati Uniti in paese prestatore netto di fondi e debitore e il parallelo incremento degli avanzi con l'estero in Giappone e in Europa hanno coinciso con l'espansione dell'utilizzo di strumenti di debito negoziabili, peraltro accessibili quasi esclusivamente a mutuatari internazionali di prim'ordine. L'effetto congiunto della ricerca, da parte dei prestatori, di qualità e liquidità, e della preferenza, da parte dei mutuatari, per strumenti di finanziamento più flessibili, ha portato all'adozione generalizzata di tassi d'interesse variabili e allo sviluppo di nuovi strumenti, come le "NIF" e le "RUF", che associano le caratteristiche dei crediti sindacati a quelle delle emissioni obbligazionarie.

L'aumento dei tassi d'interesse - seguito all'adozione da parte dei principali paesi di severe misure anti-inflazionistiche dopo la seconda crisi petrolifera - ha costituito un potente incentivo per banche e istituzioni di risparmio a cercare nuove strade per eludere discipline troppo restrittive e per far fronte all'accresciuta concorrenza degli intermediari non bancari non soggetti a regolamentazione. Data la maggiore volatilità dei tassi d'interesse e di cambio, si è avvertita l'esigenza di potersi spostare rapidamente e a basso costo tra gli strumenti disponibili, stimolando così lo sviluppo di nuove tecniche di gestione del rischio ("options", "futures", "swaps" su tassi di interesse e valute), la cui peculiarità consiste nel consentire che i diversi rischi connessi alle varie transazioni finanziarie - di interesse, di cambio, di liquidità e di scadenza - siano quotati

separatamente e negoziati su mercati diversi.

Un altro importante fattore è stata la deregolamentazione dei mercati finanziari. In un primo tempo essa è stata la risposta al conflitto crescente tra l'assetto normativo e le innovazioni finanziarie in via di attuazione. L'apertura di nuovi canali di intermediazione ha contribuito ad accrescere le pressioni per un allentamento delle normative. Poste di fronte alla scelta tra l'imposizione di nuove discipline e la liberalizzazione, molte autorità nazionali hanno optato per la seconda via. Un più favorevole atteggiamento delle stesse nei confronti di un sistema di libera concorrenza ha, a sua volta, incoraggiato le istituzioni finanziarie a saggiare i limiti delle attività loro consentite. In alcuni paesi - come la Francia e, in parte, l'Italia - l'innovazione è stata poi stimolata dalle stesse autorità, per favorire una più efficiente allocazione delle risorse e per facilitare la transizione verso una politica monetaria basata più sui tassi di interesse che sui controlli diretti.

Successivamente, tuttavia, l'innovazione ha acquisito una sua forza autonoma. Col declino dell'attività bancaria tradizionale e la creazione di nuovi servizi finanziari e di consulenza, la competitività delle imprese è venuta a dipendere sempre più dalla capacità di creare nuovi strumenti ed operazioni. L'innovazione sta perciò diventando una caratteristica permanente dei mercati finanziari.

Da ultimo, l'innovazione è stata stimolata dalla sempre maggiore diffusione, nel settore delle transazioni finanziarie, di

avanzate tecnologie di informazione e comunicazione. Ciò ha ridotto i costi e aumentato la rapidità e l'efficienza dell'acquisizione e valutazione delle informazioni, consentendo così di operare in un mercato globale.

L'innovazione si manifesta in tre modi principali: il ricorso crescente a strumenti negoziabili ("securitization"); il venir meno delle distinzioni tra le varie istituzioni che forniscono servizi finanziari; la più stretta integrazione dei mercati su scala internazionale.

Una quota crescente di intermediazione ha fatto capo al mercato dei titoli, con un sensibile spostamento dal credito bancario a strumenti di finanziamento negoziabili. Una misura approssimativa del fenomeno può essere fornita dal calo dei prestiti sindacati sull'euromercato dai circa 100 miliardi di dollari annui del 1981-82 ai 35 previsti al massimo per quest'anno. Per contro, le emissioni di obbligazioni sono passate, nello stesso periodo, da 49 miliardi di dollari annui a circa 160.

Le stesse distinzioni tradizionali tra strumenti e istituzioni finanziarie sono divenute meno nette. In particolare, le emissioni di obbligazioni e i prestiti hanno caratteristiche sempre più comuni, e le diverse categorie di istituzioni operano sempre più su entrambi i tipi di attività. Buona parte della recente crescita dell'attività bancaria ha riguardato passività connesse con strumenti di debito negoziabili. Ciò ha coinciso con la tendenza delle istituzioni finanzia-

rie tradizionalmente specializzate ad espandere il campo delle proprie attività. Negli Stati Uniti, ad esempio, le limitazioni all'attività bancaria interstatale sono di fatto in via di allentamento e vari intermediari in titoli sono stati rilevati da compagnie assicurative e da società non finanziarie. Nel Regno Unito le banche hanno fatto il loro ingresso nel mercato del credito edilizio, mentre le "building societies" offrono servizi che erano in precedenza tipicamente bancari. Persino in Germania accanto alle tradizionali banche di tipo universale fanno la loro apparizione conglomerati finanziari operanti nel settore assicurativo ed in altri campi.

Infine, i mercati obbligazionari stanno integrandosi sempre di più a livello internazionale. Ciò è dovuto in parte alla politica di diversificazione del portafoglio degli investitori, alla ricerca della desiderata combinazione di rischio e rendimento. L'innovazione finanziaria e la rapida crescita degli euromercati hanno inoltre spinto imprese ed intermediari a rivolgersi ai mercati internazionali al fine di preservare la propria competitività. Tutto questo ha favorito l'integrazione su scala mondiale dei mercati finanziari. Gli "eurobonds" sono stati scambiati su scala internazionale già dagli anni '70, e le azioni sono sempre più spesso quotate su più di una Borsa valori. L'innovazione è stata particolarmente rapida nel Regno Unito, accrescendo l'importanza della City come centro finanziario internazionale, e negli Stati Uniti. Da parte sua, la crescente concorrenza della piazza londinese ha indotto altre Borse valori europee, soprattutto in Francia, Belgio e Paesi

Bassi, ad una maggiore flessibilità ed efficienza.

L'innovazione e la globalizzazione hanno già profondamente modificato il contesto finanziario e continueranno a modificarlo. Il ritmo del cambiamento potrà certo rallentare, nel momento in cui alcuni dei fattori che hanno alimentato l'innovazione tra gli anni '70 ed i primi anni '80 si attenueranno con l'emergere di una maggiore stabilità. Ciò non toglie che altri, più duraturi, fattori, quali il progresso tecnologico, la mobilità dei capitali e la diversificazione dei portafogli internazionali, continueranno a stimolare la diffusione di nuovi strumenti. Questi, a loro volta, potrebbero generare richieste di un'ulteriore deregolamentazione dei mercati interni e della liberalizzazione dei movimenti di capitale. Ciò che più conta è che una continua capacità innovativa è sempre più una necessità inderogabile per le imprese che intendono mantenere la loro "leadership" sul mercato.

Innovazione e politiche economiche

Passiamo ora ad esaminare alcuni problemi di "policy" sollevati dal processo di innovazione e di maggiore integrazione dei mercati dei capitali e le risposte delle autorità.

Un'importante questione concerne la qualità dell'informazione pubblicamente disponibile sui fenomeni finanziari. Il passaggio dall'intermediazione bancaria a finanziamenti a mezzo di titoli

obbligazionari ha compromesso la significatività delle statistiche sui flussi internazionali di capitale. Mentre è possibile ottenere dalla BRI informazioni dettagliate sui flussi dei crediti bancari, è ben più difficile raccogliere dati sui mercati dei titoli, in particolare per ciò che riguarda i loro detentori. Difficoltà simili sorgono anche in relazione sia alla raccolta delle banche sul mercato delle euroobbligazioni, non essendo disponibili molte informazioni sugli acquirenti di questi titoli, sia alla carta commerciale emessa in connessione con le "back-up facilities" o nella forma di "Eurocommercial paper".

Il Rapporto "Recenti innovazioni nell'attività bancaria internazionale", pubblicato dalla BRI lo scorso aprile, ha sottolineato la necessità di migliori statistiche, avanzando alcune proposte. Una di queste è che la BRI utilizzi i dati raccolti dalla "Association of International Bond Dealers", contenenti informazioni sui titoli in circolazione. A loro volta, i paesi della CEE stanno discutendo i requisiti informativi minimi per le operazioni bancarie fuori-bilancio, nell'ambito della proposta Direttiva comunitaria sulla contabilità bancaria. Anche il Comitato Mercati Finanziari dell'OCSE ha condotto un'ampia analisi ricognitiva, pubblicando di recente i risultati del lavoro in due rapporti sugli scambi internazionali nel campo bancario e dei titoli.

Una questione ancor più importante è quella della trasparenza delle esposizioni delle banche, e della capacità degli investitori e delle autorità di stimarle correttamente. La crescita delle transazioni

fuori-bilancio e la complessità di alcuni dei nuovi strumenti hanno reso più difficile la valutazione del rischio. Il fenomeno della disintermediazione bancaria ha causato il passaggio da una situazione di stretti rapporti con la clientela a una molteplicità di rapporti di mercato, dove sono i prezzi a fungere da principale segnale e meccanismo di selezione; tutto ciò potrebbe avere peggiorato la qualità delle informazioni disponibili ai prestatori circa il merito di credito dei mutuatari finali.

E' indispensabile che le tecniche di valutazione del credito tengano il passo con i mutamenti in atto nel sistema finanziario. In generale, il rischio bancario insito nelle varie nuove operazioni non è dissimile da quello che normalmente si accompagna all'attività creditizia. Tuttavia, gli impegni associati a linee di credito "stand-by" devono essere valutati sistematicamente in rapporto alla situazione di liquidità del mercato e alla probabilità del loro utilizzo. Oltre a quello dell'illiquidità, possono presentarsi altri tipi di rischio, dato che le NIF e le RUF possono indurre le banche a finanziare clienti già respinti dal mercato. Le banche si espongono a rischi di interesse e di cambio ogni qualvolta assumono una posizione in "swaps", "options" o contratti "forward-rate". Più in generale è la ormai frequente compresenza di una pluralità di rischi che rende difficile valutare le singole operazioni. Il mantenimento della stabilità viene così a dipendere tanto dalla capacità delle banche di sviluppare adeguate risorse manageriali e sistemi interni di controllo quanto dalla loro

solidità patrimoniale. Su questo punto è stato esplicito l'avvertimento, lanciato lo scorso settembre, dai Governatori del Gruppo dei Dieci.

Le precauzioni richieste alle banche non sollevano le autorità dall'obbligo di vigilare sui nuovi tipi di attività. Nel marzo di quest'anno il Comitato di Basilea sulle regolamentazioni bancarie e le pratiche di vigilanza ha suggerito nuove direttive per il trattamento delle operazioni bancarie fuori bilancio. Le autorità di vigilanza di alcuni paesi si sono già conformate alle direttive, includendo tali operazioni nel computo dei "capital ratios".

Si stanno inoltre prendendo in esame misure complementari destinate a quegli operatori finanziari attualmente sottoposti a una regolamentazione insufficiente o del tutto inesistente, in modo da evitare che le banche finiscano col trovarsi in una condizione di svantaggio competitivo. Più in generale, ci si preoccupa del fatto che la riduzione della quota di attività regolamentata possa indebolire l'efficacia complessiva dell'azione di vigilanza. Qualsiasi tentativo di migliorare la stabilità di un sistema integrato tramite controlli su una parte di esso può essere frustrato da situazioni di crisi che possono propagarsi da un settore non regolamentato.

Vi è inoltre il problema del rischio sistemico. L'innovazione ha messo in grado le istituzioni finanziarie e non di proteggersi da alcuni dei rischi insiti in un mondo caratterizzato da incertezza. Ma molti dei nuovi strumenti e mercati sono congegnati in modo da trasferire questi rischi piuttosto che ridurli. Come ha notato

recentemente il Prof. Peter Kenen, "i rischi sono stati assunti da coloro che erano più pronti a farsene carico, che non sono necessariamente coloro meglio in grado di affrontarli".

L'innovazione ha inoltre accresciuto l'efficienza microeconomica dei mercati finanziari, riducendo i costi dell'indebitamento, aumentando le occasioni offerte agli investitori e ampliando la possibilità di mobilità dei fondi. La teoria del "second best" mostra nondimeno come, in un mondo affetto da distorsioni, il semplice fatto di rimuoverne qualcuna non migliora necessariamente la stabilità o il benessere generale. Non dobbiamo dimenticare che alcune delle normative eluse dagli innovatori furono originariamente introdotte proprio al fine di assicurare la stabilità e la solvibilità degli intermediari, di proteggere gli investitori e di preservare il controllo monetario.

L'innovazione può accrescere in vari modi il rischio sistemico: la qualità media degli attivi bancari può deteriorarsi allorchè i mutuatari di prim'ordine si rivolgono sempre più ai mercati obbligazionari, lasciando alle banche la clientela meno affidabile; l'accresciuta concorrenza può far sì che il prezzo di nuovi strumenti sia sottovalutato; la rapida crescita del volume degli scambi può anche portare a situazioni di crisi nel sistema dei pagamenti; la diffusione di strumenti di copertura del rischio ha allungato la catena di esposizioni, aumentando così il pericolo che l'inadempimento da parte di un solo debitore possa innescare un "effetto-domino" nei confronti degli altri operatori.

Una delle responsabilità delle autorità è quella di far sì che i vantaggi per i singoli operatori non siano annullati da un maggior rischio sistemico. Anche nei paesi dove l'innovazione si è spinta più avanti, è ampiamente condivisa l'idea che sia necessaria una certa regolamentazione e vigilanza dei mercati finanziari. In una recente dichiarazione ad una Commissione del Congresso, il Presidente del Federal Reserve Board ha fatto notare che finora le autorità hanno assunto principalmente provvedimenti difensivi per evitare che problemi contingenti potessero minacciare la solidità dell'intero sistema finanziario. Egli ha tuttavia sottolineato che le distinzioni tra banche, altre istituzioni finanziarie e imprese commerciali stanno rapidamente scomparendo senza che questo processo sia stato accompagnato da un adeguato dibattito e tanto meno dalla guida da parte delle autorità, notando anche che per garantire la stabilità del sistema non è più sufficiente una rete di sicurezza pubblica sorretta da un'attività di sorveglianza e controllo. Credo che le sue parole possano essere applicate a quasi tutti i sistemi finanziari moderni, ed ancor più a quei mercati finanziari mondiali finora non regolamentati, sviluppatisi spontaneamente fuori dalla portata di ogni attività di vigilanza.

L'innovazione, infine, presenta importanti implicazioni macroeconomiche per la politica monetaria. Come risultato dell'innovazione finanziaria, della deregolamentazione e della globalizzazione, i capitali internazionali sono diventati più mobili e sensibili ai differenziali dei tassi di interesse ed alle aspettative sui tassi di

cambio. Di conseguenza, il tasso di cambio ha assunto sempre maggior importanza ai fini della trasmissione degli impulsi di politica monetaria, poichè modifiche delle condizioni monetarie relative nei maggiori mercati conducono rapidamente a variazioni dei tassi di cambio, influenzando in tal modo l'inflazione effettiva e quella attesa, i prezzi relativi e il livello e la composizione della produzione.

Anche i canali e gli strumenti tradizionali della politica monetaria hanno subito i riflessi dell'innovazione. Quando l'intermediazione era concentrata nel sistema bancario, i controlli sulle banche - per es. la riserva obbligatoria, i massimali sui tassi d'interesse, i vincoli alla crescita ed alla composizione degli attivi bancari - avevano un ruolo importante tra le tecniche di controllo monetario. Ma lo sviluppo di forme sostitutive del credito bancario, e il declino della quota di intermediazione svolta dalle banche hanno ridotto l'efficacia di quei meccanismi.

Più in generale, è probabilmente aumentata la capacità degli intermediari di assorbire gli effetti di misure restrittive, mentre gli strumenti di controllo monetario sono divenuti probabilmente meno precisi.

Si discute anche ampiamente delle conseguenze dell'innovazione sulla capacità dei tassi di interesse di influenzare la domanda aggregata. In linea di principio, il più ampio ricorso a finanziamenti a tasso variabile e a nuove tecniche di gestione del rischio rende il sistema finanziario più reattivo a variazioni dei tassi di interesse.

D'altra parte, alcune innovazioni finanziarie tendono a indebolire il legame tra la politica monetaria e l'economia reale costituito dal tasso di interesse. La maggiore flessibilità dei nuovi strumenti finanziari ha consentito a un crescente numero di imprese non finanziarie di svolgere attività di gestione della liquidità. I debitori sono così in grado di coprirsi almeno parzialmente contro l'aumento dei tassi. Di conseguenza, anche se gli impulsi monetari si diffondono nel sistema finanziario con maggiore rapidità, essi possono essere attenuati da aggiustamenti di portafoglio.

Nel complesso, vi è quindi maggiore incertezza sugli effetti della politica monetaria e la convinzione che, nel nuovo contesto, sarà opportuno evitare oscillazioni eccessive nei tassi di interesse e di cambio.

La liberalizzazione dei movimenti di capitale in Europa.

Negli ultimi anni, l'innovazione finanziaria e la liberalizzazione dei movimenti di capitale hanno compiuto grandi progressi in Europa. Si è ridotta la segmentazione dei mercati interni, sebbene in alcuni paesi i controlli valutari costituiscano ancora un ostacolo rilevante.

Gli sforzi nella direzione di una liberalizzazione dei movimenti di capitale in Europa risalgono ai primi anni sessanta, quando la CEE adottò due importanti Direttive per la creazione di un mercato dei capitali unificato. Negli anni successivi, la maggior parte delle restrizioni alle transazioni finanziarie fu eliminata anche se l'integrazione dei mercati nazionali continuava ad essere modesta.

Nei primi anni settanta, la crescente instabilità dei cambi e il primo shock petrolifero indussero un certo numero di paesi a reintrodurre controlli valutari, come misura di carattere temporaneo in vista di un graduale aggiustamento degli squilibri esterni. La Commissione della CEE decise di autorizzare queste misure sulla base della clausola di salvaguardia contenuta nell' Articolo 108 del Trattato di Roma. Sebbene il ricorso a questa clausola fosse stato in origine concepito come temporaneo e limitato a circostanze particolari, esso finì per essere tollerato come prassi normale, spesso tenuto in vita anche dopo l'esaurirsi delle difficoltà di bilancia dei pagamenti che lo avevano inizialmente giustificato. La libera circolazione delle merci venne così a coesistere, in Europa, con un sistema di flussi finanziari sottoposto a restrizioni.

Uno degli scopi principali della creazione dello SME fu quello di proteggere il commercio comunitario dagli effetti destabilizzanti di ampie oscillazioni del tasso di cambio del dollaro. Poco dopo l'entrata in vigore del Sistema, il secondo shock petrolifero accentuò le divergenze esistenti tra i paesi membri, e la priorità attribuita al

mantenimento della coesione nello SME non incoraggiò modifiche nell'atteggiamento prevalente verso l'utilizzo della clausola di salvaguardia. Fu soltanto dopo la riduzione degli squilibri esterni e dell'inflazione che ripresero vigore le spinte all'eliminazione dei controlli valutari e alla liberalizzazione dei mercati finanziari.

La proposta avanzata nel maggio scorso dal Presidente della Commissione della CEE, Jacques Delors, in seguito fatta propria dal Consiglio dei Ministri della Comunità, ha rappresentato lo schema di riferimento entro il quale perseguire la liberalizzazione delle transazioni finanziarie. Il primo obiettivo è stato quello di "normalizzare" l'uso della clausola di salvaguardia. Già nel dicembre del 1984 la Commissione aveva proceduto al rinnovo delle deroghe concesse a Francia Italia e Irlanda, specificando che esse sarebbero dovute rimanere in vigore solo per un periodo limitato (per la Francia sino alla fine del 1986; per l'Italia e l'Irlanda sino alla fine del 1987) e, se possibile, essere rimosse prima dei termini stabiliti. La deroga concessa alla Francia riguardava movimenti di capitale connessi con investimenti diretti, immobiliari e di portafoglio; per l'Italia, essa si riferiva al deposito infruttifero sugli investimenti all'estero; per l'Irlanda alla proibizione di investimenti di portafoglio. L'osservanza di queste condizioni sarebbe stata sottoposta allo stretto controllo del Comitato Monetario della CEE. Da allora, la Francia ha eliminato tutte le restrizioni autorizzate in base alla clausola di salvaguardia, mentre l'Italia ha ridotto il deposito infruttifero sugli investimenti

all'estero al 15 per cento. L'Irlanda sta attualmente procedendo ad un completo riesame del suo sistema di controlli valutari.

Il secondo obiettivo era quello di riprendere il processo di integrazione dei mercati dei capitali, estendendo l'obbligo incondizionato di liberalizzazione, previsto dalla Direttiva del 1962, ai crediti commerciali a lungo termine e alle transazioni in titoli quotati e non quotati in Borsa.

La nuova Direttiva dovrebbe vedere la luce entro la fine dell'anno; insieme ai criteri più rigidi per il ricorso alla clausola di salvaguardia, essa completerà la prima fase del processo di liberalizzazione. La seconda fase dovrebbe condurre, entro il 1992, alla completa libertà di movimento per i capitali, in armonia con l'obiettivo indicato dal Libro Bianco della CEE sulla completa unificazione del mercato interno dei servizi finanziari.

Tuttavia, questo ambizioso obiettivo sarà probabilmente di difficile raggiungimento se non si verificheranno contemporaneamente altre condizioni. In primo luogo, la libertà di movimento dei capitali nella Comunità presuppone un graduale aggiustamento delle strutture economiche, al fine di ridurre gli squilibri regionali in materia di risorse, produttività dei fattori e flessibilità dei mercati. Fin dalla nascita della Comunità si è sempre ritenuto che un progresso su tutti questi fronti, da realizzare attraverso adeguati interventi di bilancio della Comunità, fosse condizione necessaria per l'integrazione; tuttavia, tanto le risorse a ciò destinate quanto i risultati in quest'area

sono rimasti modesti.

La completa liberalizzazione di tutte le transazioni finanziarie richiederà inoltre una maggiore convergenza degli andamenti macroeconomici dei vari paesi ed un più esteso coordinamento delle politiche. Fino a quando tale convergenza sarà incompleta e permarrà l'esigenza di politiche nazionali differenti, una piena libertà di movimento per i capitali entrerà in conflitto con la coesione all'interno dello SME e con la libertà degli scambi. In altri termini, paesi che operano in un'area di libero scambio con tassi di cambio fissi e piena mobilità dei capitali non possono adottare politiche macroeconomiche indipendenti. Ciò significa che i progressi nella liberalizzazione dei flussi di capitale dipenderanno dalla capacità degli stati membri di trovare un accordo sugli obiettivi di fondo della politica economica. Questo consenso dovrà produrre non solo una maggiore stabilità dei prezzi, ma anche un ragionevole equilibrio dei conti con l'estero e adeguati tassi di crescita. La responsabilità del conseguimento di questi obiettivi dovrà essere equamente ripartita e le implicazioni esterne delle politiche economiche nazionali dovranno essere pienamente riconosciute da tutti i paesi.

Il completamento dell'integrazione finanziaria in Europa

Da sola, la liberalizzazione dei movimenti di capitale non è sufficiente a conseguire la completa integrazione dei mercati finanziari

europei. Un ulteriore ostacolo è rappresentato dalla diversità delle normative, dei controlli di vigilanza e degli assetti giuridico-amministrativi.

Alcuni anni orsono, i sostenitori della deregolamentazione avrebbero proposto di eliminare ogni tipo di controllo. Tuttavia, la recente esperienza di innovazioni molto rapide ha reso più prudenti anche i più convinti assertori del libero mercato.

Eventi quali la crisi debitoria dei paesi in via di sviluppo, i problemi delle casse di risparmio e prestiti negli Stati Uniti, la crisi di una delle maggiori banche americane, le operazioni scorrette e a volte fraudolente che hanno luogo sui mercati finanziari, la sottovalutazione dei rischi e l'insufficienza degli accantonamenti, sono serviti a rammentare in maniera assai incisiva che la stabilità finanziaria costituisce un bene pubblico con il quale una concorrenza illimitata entra in potenziale conflitto. Inoltre, come ho già accennato, la deregolamentazione del settore bancario deve essere accompagnata da adeguata regolamentazione e vigilanza degli altri mercati e intermediari finanziari, al fine di assicurare parità di trattamento. Questa regolamentazione, tuttavia, può facilmente dare luogo a barriere artificiali al libero movimento dei capitali.

E' perciò necessario valutare le varie normative attualmente in vigore, per accertare in quali punti gli obiettivi di stabilità e di integrazione siano in conflitto e approntare i meccanismi e i necessari compromessi in grado di riconciliarli.

Per esempio, molti paesi impongono restrizioni sugli investimenti esteri ed operano una selezione dei progetti relativi per valutarne la corrispondenza agli interessi nazionali. Il confine tra tale protezione degli interessi nazionali e quella che invece è una discriminazione del capitale estero è spesso assai labile. Inoltre, numerose norme e procedure introdotte originariamente con finalità prudenziali non servono più a tale scopo e discriminano involontariamente il capitale straniero. Barriere di questo tipo dovranno essere gradualmente eliminate. Le differenze, spesso notevoli, tra le normative e i sistemi di vigilanza nazionali costituiscono un altro importante ostacolo all'integrazione dei mercati finanziari. In questo caso, tuttavia, norme contrastanti non sempre possono essere facilmente modificate, dal momento che esse costituiscono sovente la chiave di volta dell'intera struttura di ciascun sistema.

Una di queste differenze di fondo deriva dall'esistenza di un'attività bancaria di tipo misto o universale in alcuni paesi e dalla separazione netta tra l'attività di banca commerciale e di investimento in altri. Questa differenza di carattere istituzionale può fare sì che le banche miste possano non essere autorizzate ad operare in paesi che hanno optato per un sistema creditizio basato sul principio della specializzazione. Per contro, a meno che non siano prima autorizzati ad operare come banche, gli operatori non bancari possono non essere in grado di svolgere la propria attività in paesi che hanno optato per il

sistema misto. Ostacoli simili possono essere provocati dalla diversità dei requisiti di trasparenza e dei sistemi di prevenzione delle frodi vigenti nei vari paesi.

E' perciò chiaro che una applicazione non discriminante delle normative nazionali non è di per sé sufficiente ad assicurare l'integrazione dei mercati finanziari.

Poiché continueranno ad operare le forze che spingono verso l'internazionalizzazione dei mercati finanziari, se non si ridurrà la segmentazione presente nei sistemi giuridico-amministrativi nazionali potrebbero prodursi due conseguenze indesiderate: in primo luogo, il baricentro delle attività potrebbe spostarsi verso mercati meno regolamentati e con una vigilanza meno severa; in secondo luogo, la concorrenza tra i mercati nazionali potrebbe pregiudicare la protezione degli investitori.

Per evitare queste conseguenze, le necessarie modifiche dei sistemi legislativi e amministrativi nazionali dovranno essere coordinate a livello internazionale. Adeguate politiche dovranno assicurare la convergenza dei sistemi di controllo e il riconoscimento su basi di reciprocità delle tecniche e delle normative finanziarie.

Queste due strade non sono fra di loro alternative. Infatti, in una certa misura la prima è una condizione necessaria della seconda. Il reciproco riconoscimento delle tecniche finanziarie è ottenibile solo in presenza di adeguata armonizzazione o di un sufficiente terreno istituzionale comune. Altrimenti, le disparità iniziali delle condizioni

di concorrenza genererebbero tensioni indesiderate e comportamenti elusivi nei mercati finanziari. Inoltre, il riconoscimento su basi di reciprocità tende ad essere considerato una soluzione sub-ottimale poiché nel caso di una sua applicazione ineguale negli accordi internazionali si rischierebbe il ritorno al bilateralismo.

L'ambito possibile per un processo di armonizzazione e di riconoscimento su basi di reciprocità dipende, naturalmente, dal gruppo di paesi considerato. La cooperazione internazionale per promuovere la convergenza delle normative e degli standards finanziari tra i paesi del Gruppo dei Dieci assume un significato di grande importanza in virtù del loro peso finanziario e degli sforzi che essi compiono per farli adottare anche al di fuori del Gruppo. Tuttavia, le intese di Basilea costituiscono essenzialmente un "gentlemen's agreement" e, d'altro canto, i Governatori delle banche centrali del Gruppo dei Dieci hanno approvato formalmente solo le più importanti tra esse.

Diversa è la situazione nella CEE, poiché la Comunità dispone di poteri legislativi e poiché, come ho già accennato, è stata formulata una dettagliata proposta per il completamento del mercato interno entro il 1992. Essa delinea gli obiettivi da raggiungere e le scadenze delle misure particolari che dovranno essere adottate nei prossimi cinque anni. Diversamente dalle proposte avanzate in altre sedi, il Libro Bianco della CEE gode del solido sostegno politico dei paesi membri.

L'integrazione dei mercati finanziari dovrà essere conseguì-

ta liberalizzando sia l'istituzione di nuovi operatori, sia l'offerta di servizi, una volta conseguita una sufficiente armonizzazione e il riconoscimento reciproco delle normative e dei prodotti finanziari.

Il risultato dipenderà dalla capacità degli stati membri di convenire su regole comuni e dall'importanza delle forze che saranno liberate sul mercato. Questo processo influenzerà necessariamente, e sarà a sua volta influenzato, dal sistema finanziario internazionale.

In breve, si chiede alle autorità di vigilanza di mettere in grado gli operatori di sfruttare le opportunità offerte dall'espansione dell'attività internazionale e di affrontare una concorrenza più agguerrita, assicurando allo stesso tempo che l'efficacia delle normative nazionali non sia pregiudicata dal fatto che esse siano rese internazionalmente compatibili.

Considerazioni conclusive

Chiuderò il mio già troppo lungo intervento con due osservazioni.

La prima riguarda l'atteggiamento delle banche centrali e delle autorità di vigilanza nei confronti delle modifiche in corso sui mercati finanziari. La formazione dei banchieri centrali e delle autorità di vigilanza e la natura delle loro funzioni li rendono prudenti nei confronti delle novità e nella valutazione delle loro

conseguenze. Ciò non vuol dire, naturalmente, che essi si oppongano ai cambiamenti. Sono personalmente convinto che il processo di integrazione potrà portare consistenti benefici e che dovremo imparare a vivere nelle nuove condizioni. In alcuni casi può essere dovere del banchiere centrale incoraggiare l'innovazione per aumentare l'efficienza del sistema finanziario. Dobbiamo però essere assolutamente sicuri di procedere senza pregiudicare la solidità e la stabilità della struttura finanziaria. Anche se, in linea di principio, non vi è motivo di ritenere che il nuovo contesto verso il quale ci dirigiamo sarà meno stabile, i tradizionali metodi e criteri di valutazione della liquidità e del grado di capitalizzazione degli intermediari dovranno sicuramente essere rivisti. Più in generale, continuerà a rendersi necessario un contesto di norme che protegga la fiducia e il risparmio dagli eccessi di una concorrenza incontrollata. A questo scopo, ho affermato che sarà opportuno sottoporre a controllo i settori non regolamentati del sistema finanziario.

La mia seconda osservazione riguarda gli operatori e gli intermediari. La facilità con la quale essi possono oggi operare su un'ampia gamma di strumenti finanziari, trasferendo fondi quasi istantaneamente da uno strumento all'altro, da una valuta all'altra e da un paese all'altro, rende la gestione delle transazioni finanziarie e del loro rischio enormemente più complessa. Per rispondere alle esigenze che emergono da questo nuovo contesto si stanno sviluppando tecnologie sempre più sofisticate e automatizzate. Singolarmente prese, esse

sembrano offrire risposte pronte per ogni situazione. Tuttavia, come ha di recente notato il Presidente della Federal Reserve Bank di New York, Gerald Corrigan, è responsabilità primaria degli operatori e degli intermediari finanziari far sì che queste procedure siano coerenti con le esigenze di liquidità e di solvibilità delle singole imprese, nonché con la stabilità dell'intero sistema. Ciò significa in primo luogo che le tecniche di gestione e di controllo dei rischi devono essere affinate per soddisfare i più severi standards imposti dalle nuove condizioni della concorrenza.

Si tratta di un compito di estrema importanza, al quale questa Associazione e i singoli analisti finanziari possono offrire un contributo essenziale nella loro attività quotidiana.