

ASSOCIAZIONE ITALIANA OPERATORI TITOLI ESTERI

**IMPRESE E BANCHE ITALIANE
DI FRONTE ALLE INNOVAZIONI
SUI MERCATI FINANZIARI INTERNAZIONALI**

Brescia, 12 giugno 1987

Sono lieto di intervenire all'Assemblea degli Operatori in titoli esteri, che mi dà l'occasione di continuare un dialogo, che dura ormai da diversi anni, sui temi dell'evoluzione e delle prospettive dei mercati finanziari internazionali.

Rispetto all'ultimo incontro di Lerici, questa volta il nostro colloquio è reso in qualche modo più facile dalle misure di liberalizzazione adottate nel frattempo dalle Autorità monetarie e valutarie, che ampliano in modo significativo l'operatività sull'estero di banche, imprese e famiglie.

In questo mio intervento vorrei inquadrare i recenti provvedimenti in un contesto più ampio, richiamando i progressi compiuti, ma al tempo stesso segnalando i problemi e i rischi insiti in quella che il Governatore Ciampi ha definito "la sfida" della liberalizzazione valutaria.

Ricorderò in primo luogo le linee strategiche alle quali si è attenuta l'azione delle Autorità, sia nella rimozione graduale delle restrizioni introdotte tra le due crisi petrolifere, sia nel processo di integrazione economica e finanziaria europea. Rammenterò quanto è stato fatto in tema di operatività in titoli esteri per mantenere, anche in tempi difficili, un collegamento tra il mercato interno e quelli dei maggiori paesi industriali. Indicherò infine quali sono, a mio avviso, gli ulteriori passi da compiere, in Italia e in ambito europeo, per rafforzare le basi dell'integrazione e per far fronte alle insidie di un quadro economico mondiale ancora gravido di incertezze e di focolai di instabilità.

1. La liberalizzazione valutaria in Italia nella prospettiva europea

L'integrazione della nostra economia nel contesto internazionale è stata una delle linee portanti della politica estera ed economica italiana sin dal dopoguerra. Basti ricordare che scelte fondamentali furono compiute con l'adesione al sistema creato a Bretton Woods, e in particolare al Fondo monetario internazionale; con la creazione della Comunità economica europea; con la dichiarazione della convertibilità esterna della lira. Le restrizioni e i vincoli introdotti negli anni settanta sono stati una lunga e gravosa pausa nel cammino prescelto, che il nostro paese ha ripreso a percorrere con passo spedito nel periodo più recente.

L'adesione al Sistema monetario europeo segna il momento in cui idealmente si è tolto il piede dal freno. Quella decisione riaffermò la scelta della convergenza verso modelli caratterizzati da stabilità monetaria e da libertà delle transazioni con l'estero. A quella scelta l'Italia è rimasta fedele: non appena gli effetti negativi della seconda crisi petrolifera si sono attenuati, l'ammodernamento e la razionalizzazione della normativa valutaria hanno riassunto vigore.

E' del 1981 un importante decreto che riordina, attuando un significativo snellimento delle procedure amministrative, la materia delle operazioni commerciali e delle prestazioni di servizi. Nel 1983 vede la luce il primo progetto di riforma della normativa valutaria, che ribalta l'impostazione di fondo della regolamentazione delle transa-

zioni con l'estero. Il primo importante segnale di "cessata emergenza" si ha nel 1984 con la riduzione dell'aliquota del deposito previo, rimasta invariata al 50 per cento dal 1973.

Da allora, il passo della liberalizzazione si è fatto più spedito, procedendo in sintonia con i progressi nella ricomposizione degli equilibri interni ed esterni. Con i provvedimenti del 1985-86 le banche e le imprese sono state messe in grado di svolgere, in condizioni di sostanziale libertà, operazioni di raccolta, di impiego e di investimento all'estero. Mi preme sottolineare questo punto, poiché è stato spesso attribuito all'ordinamento italiano un carattere eccessivamente restrittivo, non rispondente all'ampio e crescente grado di apertura agli scambi con l'estero della nostra economia e alla sempre più significativa presenza delle imprese e delle banche italiane sui mercati mondiali.

Nel 1986, inoltre, l'Italia ha aderito al disegno di integrazione finanziaria europea che, inserendosi nel più ampio progetto di creazione di un mercato unico, deve rafforzare lo SME e consentire il pieno conseguimento dei suoi obiettivi di fondo. Per la realizzazione di quel disegno è stato elaborato un programma in due fasi: la prima riguardava l'abolizione di tutte le restrizioni in deroga alle Direttive di liberalizzazione dei movimenti di capitale e l'estensione di tali Direttive anche ai titoli non quotati in borsa, ai crediti commerciali oltre i cinque anni, e all'emissione e al collocamento di titoli sul mercato dei capitali; la seconda prevede l'emanazione di una Direttiva di liberalizzazione anche dei cosiddetti "movimenti monetari", quali l'acquisto di titoli a breve termine o l'apertura

di conti bancari all'estero da parte di residenti.

L'atteggiamento verso il programma comunitario di integrazione non è stato uniforme: Grecia, Spagna e Portogallo hanno chiesto e ottenuto di poter rinviare la loro adesione, in ragione delle condizioni delle rispettive economie; la Francia ha aderito incondizionatamente; l'Italia ha anch'essa sposato in pieno il progetto, rendendone così generale l'approvazione da parte dei membri originari della Comunità, ma ha sottolineato nelle sedi appropriate che la liberalizzazione valutaria deve essere accompagnata da misure che rafforzino i meccanismi dello SME e che conducano a un maggior grado di convergenza economica, per evitare di mettere a repentaglio le grandi conquiste della CEE.

Per effetto di quelle decisioni Francia e Italia si sono impegnate a eliminare, alla scadenza fissata, le restrizioni autorizzate dalle clausole di salvaguardia loro concesse. Questi impegni sono stati pienamente rispettati: la Francia ha abolito lo scorso anno la cosiddetta "devises-titres"; l'Italia ha prima ridotto al 15 per cento e poi abolito, nel mese scorso, il deposito previo.

La soppressione del deposito è stata accompagnata da altre misure di liberalizzazione, sulle quali ci si è meno soffermati, ma la cui importanza non è sfuggita agli operatori. Mi riferisco, in particolare, alle innovazioni in tema di apertura dei conti valutari da parte di imprese e di gruppi, e di durata dei conti stessi, alla facoltà per gli esportatori di ottenere finanziamenti globali in monete estere, alla rimozione dell'obbligo di finanziamento per i

pagamenti anticipati di importazioni e, infine, all'abrogazione della penale sugli scoperti di conto in lire. Con questi provvedimenti si è ampliato il margine di manovra degli operatori e compiuto un ulteriore, importante progresso sulla strada della internazionalizzazione della lira.

Tra le misure di liberalizzazione va ricordata anche la delibera del CICR in materia di operatività in valuta oltre il breve termine delle aziende di credito. Si tratta, anche in questo caso, di una significativa apertura che, pur nella riaffermazione del principio della specializzazione temporale degli intermediari, consentirà alle banche italiane di rafforzare la loro presenza sui mercati internazionali e di competere più efficacemente con le banche "universali" operanti in altri ordinamenti.

In ambito europeo, altri impegnativi traguardi dovranno essere raggiunti nei prossimi anni. Tra questi, l'attuazione della Direttiva di liberalizzazione dei movimenti monetari, la libertà di stabilimento per le banche e di prestazione dei servizi finanziari, fino alla creazione del grande mercato interno, prevista per il 1992.

2. L'esperienza italiana nell'intermediazione internazionale

Per molti aspetti il grado di integrazione del nostro mercato finanziario con quello internazionale è tuttora inferiore a quello degli altri grandi paesi; le cause sono solo in parte da ascrivere alle restrizioni valutarie; esse vanno ricercate anche nel ritardo dello sviluppo delle strutture interne, che ha tenuto i nostri operatori in una posizione di svantaggio rispetto a quelli

presenti sulle principali piazze internazionali.

Fino a poco più di dieci anni or sono non esisteva in Italia un mercato monetario efficiente e articolato; il sistema bancario era l'intermediario finanziario dominante e svolgeva anche funzioni tipiche di operatori specializzati del mercato dei capitali. Il recupero di quel ritardo è avvenuto con grande rapidità, specialmente negli ultimi anni, che hanno visto progredire il risanamento economico e gradualmente aumentare lo spessore dei mercati monetario e finanziario. La Banca d'Italia ha contribuito, spesso con funzioni propositive, allo sviluppo delle strutture. Per limitarci a un esempio più recente, basti pensare alla diffusione di strumenti come le operazioni "pronti contro termine" nell'azione di politica monetaria e nella gestione dei portafogli. Il moltiplicarsi di intermediari e di strumenti e nuove tecniche operative hanno ulteriormente stimolato l'efficienza del sistema, offrendo occasioni di investimento più articolate, specialmente alle tesorerie delle banche e delle imprese.

Negli anni più recenti, processi di ampio respiro hanno gradualmente modificato mentalità e metodi di lavoro in tutti i principali centri finanziari: la crescente competitività e l'incertezza delle condizioni economiche generali hanno determinato l'innovazione di strumenti e di tecniche con una intensità che non ha precedenti; la tendenza alla "securitization" ha fatto sì che strumenti negoziabili e prontamente liquidabili si sostituissero ai tradizionali rapporti di credito bancario. La "globalizzazione" e i problemi posti alle imprese e agli intermediari dal clima di accresciuta incertezza hanno favorito l'inte-

grazione tra i vari mercati e gradualmente imposto l'apertura di quello italiano.

Le esperienze internazionali di intermediari italiani sono state seguite dalla Banca d'Italia con interesse e a volte anche con spirito critico. Poiché la capacità di competere delle nostre strutture ha incontrato difficoltà ad adeguarsi a quella di altri paesi, si è intrapresa un'azione tesa a sviluppare i mercati interni, e a favorire un costante affinamento del "know how" dei nostri operatori, conseguibile solo con rapporti stabili con gli intermediari degli altri paesi.

Il graduale rafforzamento del mercato interno ha attratto operatori esteri, facilitando il confronto con le metodologie affermate a livello internazionale. Contemporaneamente, una maggiore presenza degli intermediari italiani al di fuori dei confini, seppur quali mutuatari, è stata incoraggiata, sia per allargare le scelte degli operatori, sia per esigenze di bilancia dei pagamenti.

A tal fine un importante contributo è stato dato dal cosiddetto "meccanismo di coordinamento", attraverso il quale il Ministero del Tesoro, quello del Commercio con l'Estero e la Banca d'Italia offrono orientamenti agli enti e alle aziende pubbliche interessate ad accedere ai mercati internazionali. Altrettanto importante è il dialogo che molti operatori stranieri, bancari e non, sono ormai abituati ad avere con continuità con le strutture operative della Banca d'Italia, in un fruttuoso e reciproco scambio di esperienze. Proprio in queste settimane, con il concorso dell'AIOTE, sta muovendo i primi passi un nuovo circuito

informativo tra le principali aziende di credito e la Banca d'Italia, che permetterà di seguire lo sviluppo dell'attività in titoli esteri degli intermediari italiani.

Negli ultimi anni, assecondate dalla normativa valutaria, le relazioni finanziarie con l'estero si sono sviluppate nei due sensi, non più privilegiando la sola acquisizione di fondi. In particolare, gruppi industriali pubblici e privati, oltre a offrire sulle piazze internazionali importanti quote di capitale, sono intervenuti costituendo "holdings" finanziarie, acquisendo partecipazioni societarie e formando "joint-ventures". Dall'inizio degli anni ottanta le uscite lorde di capitali sotto forma di investimenti diretti, di portafoglio e di prestiti sono state in media 5.000 miliardi di lire all'anno.

Al tempo stesso, è cresciuto il ricorso da parte di debitori italiani ai mercati internazionali dei capitali, essenzialmente per operazioni di rifinanziamento e di rinegoziazione di prestiti, volte a ridurre il costo del debito o a migliorarne l'articolazione per scadenza. Nel 1985, comprendendo le "holdings" e le filiali estere di banche italiane, il ricorso ai finanziamenti esteri è ammontato a 15 miliardi di dollari al lordo delle operazioni dei non residenti e a tre al netto. Per il 1986, i due importi sono stati stimati rispettivamente 23 e 0,5 miliardi di dollari.

Al di là degli aspetti quantitativi, va rilevato il migliorato "standing" dell'Italia. Nell'ultimo biennio le condizioni ottenute dai mutuatari italiani sono sensibilmente migliorate: per i prestiti sindacati a tasso variabile si

è registrata una riduzione degli "spreads", passati dallo 0,26 per cento nel 1985 allo 0,14 nel 1986. La Repubblica italiana ha ricevuto i massimi "ratings" da importanti agenzie specializzate; parimenti massime sono state le valutazioni attribuite a banche e a imprese italiane.

Mentre la presenza delle imprese italiane sui mercati mondiali è fenomeno recente, quella delle banche, pur con alterne vicende, ha una più lunga tradizione. Negli ultimi tre anni, in particolare, la partecipazione delle nostre aziende di credito a consorzi di collocamento di titoli è quasi triplicata in valore assoluto: i collocamenti sono passati da 679 miliardi di lire nel 1984 a 1.755 nel 1986; nello stesso periodo la quota collocata presso residenti, anche per lo sviluppo dei fondi comuni, è salita dal 9 al 17 per cento del totale.

Quanto alle quote di mercato, l'attività complessiva delle nostre aziende di credito, compresa quella delle filiali all'estero, è salita dal 3,2 al 3,7 per cento del totale mondiale rilevato dalla Banca dei regolamenti internazionali. Queste percentuali danno la misura del miglioramento, ma anche del cammino che deve ancora essere percorso.

Lo sviluppo del comparto obbligazionario dell'euro lira può svolgere un ruolo importante per un maggiore inserimento delle banche italiane. Al di là di valutazioni di politica monetaria, l'euro lira va considerata un banco di prova e un'occasione di affinamento per le nostre strutture bancarie.

Questo comparto sta crescendo con gradualità e con continuità di emissioni; ha sofferto di problemi di squilibrio della domanda, troppo spesso ancorata più a posizioni di operatori professionali che di investitori finali. L'abolizione del deposito previo e le accresciute possibilità operative in lire di conto estero contribuiranno ad ampliare le dimensioni del mercato, consentendo una migliore gestione delle emissioni e diversificando la domanda degli investitori. E' auspicabile che anche per questa via si espanda la quota dell'intermediazione gestita da operatori italiani.

Delle direttive emanate al momento della nascita del mercato delle eurolire, è rimasto fermo il principio che a guidare i consorzi di collocamento sia sempre una banca italiana. E' un principio suggerito non tanto da orientamenti nazionalistici, bensì dall'esigenza di consentire ai nostri operatori di sviluppare un "placing power" nella valuta che meglio conoscono e di acquisire esperienze utili per il loro inserimento nel vasto processo di "securitization".

3. Lo scenario finanziario internazionale e le linee di azione

Perché la crescente attività estera dei nostri operatori e la stessa integrazione dei mercati finanziari producano i benefici attesi, sono necessari comportamenti coerenti da parte degli operatori e delle Autorità preposte al controllo macroeconomico e prudenziale.

Lo scenario internazionale presenta elementi di incertezza, per l'evoluzione dell'economia mondiale, per gli andamenti delle variabili monetarie e finanziarie. I fattori macro e microeconomici sono interdipendenti e si influenzano a vicenda.

Dal lato dell'economia reale ci si troverà a dover fronteggiare un rallentamento della crescita e del commercio mondiale, in presenza di persistenti squilibri delle bilance delle partite correnti dei maggiori paesi industriali. In questo quadro vi è incertezza circa l'evoluzione futura dei cambi delle principali monete e dei tassi di interesse, in particolare negli Stati Uniti. Queste variabili sono a loro volta condizionate dall'impatto atteso delle politiche monetarie e fiscali, specialmente in Giappone e nella Germania federale, e dalle prospettive delle economie dei paesi industriali nel loro insieme.

Nei primi mesi del 1987 si è diffusa la convinzione che i maggiori paesi non fossero in grado di assicurare la stabilità dei cambi intorno agli attuali livelli. Ciò ha ingenerato, anche dopo l'accordo del Louvre dello scorso febbraio, aspettative di ulteriori ribassi del dollaro che hanno spinto al rialzo i tassi di interesse negli Stati Uniti. In questi mesi si è quindi avuta una crescita senza precedenti delle emissioni a tasso fisso in valute diverse dal dollaro, in particolare in yen, in marchi, in sterline e in ECU, e una forte flessione delle emissioni di "floating rate notes", accompagnata da una stasi delle "euronote facilities". A questa battuta d'arresto del processo di "securitization" ha fatto riscontro una ripresa dei prestiti bancari tradizionali. Sullo sfondo di queste vicende, infine, ha continuato a pesare la crisi debitoria - resa più

acuta da iniziative unilaterali di un importante paese - che riverbera i suoi effetti sull'attività bancaria mondiale.

Questi andamenti hanno contribuito a rendere l'attività sui mercati finanziari a un tempo più incerta e rischiosa dato il quadro macroeconomico, e meno redditizia per l'accentuata concorrenza tra gli intermediari.

Appaiono sempre più confermati i timori e le cautele che le banche centrali dei paesi del Gruppo dei Dieci avevano formulato nell'aprile 1986 nel Rapporto Cross. In quella sede furono espresse preoccupazioni per la potenziale illiquidità di taluni nuovi strumenti; le preoccupazioni si basavano sulla convinzione che il rischio può essere ripartito ma non annullato, e che esso può rapidamente ricomporsi, come di recente è avvenuto nel comparto delle "perpetual floating rate notes". Del pari, si attirò l'attenzione sulla possibilità di "underpricing" dei nuovi strumenti e sulla necessità che chi opera in quei mercati si doti di tecniche di analisi del rischio e di una organizzazione adeguata alla gestione di situazioni sempre più complesse. Recenti episodi di ingenti perdite su operazioni in "currency options", subite anche da imprese di notorietà mondiale, confermano l'impressione che a volte ci si muova con imprudenza su terreni non ancora pienamente esplorati e le cui potenziali asperità sono in gran parte ignote.

Infine, con un'attività economica reale in rallentamento non può non destare preoccupazione l'espansione delle transazioni interbancarie tra paesi industriali; tra il 1985 e il 1986 esse sono più che raddoppiate, passando da

180 a 430 miliardi di dollari, e stanno ancora aumentando; per contro, il volume dei finanziamenti al resto del mondo, e in particolare ai paesi in via di sviluppo, è sceso ai livelli più bassi dagli anni settanta. Dietro quella espansione vi è la crescente pressione esercitata dalle banche giapponesi per acquisire maggiori quote di mercato e la consapevolezza che queste operazioni, che sono basate sul "mismatching" delle scadenze, risultano, dato l'alto volume intermediabile, più vantaggiose dei prestiti a utilizzatori finali di credito, su cui gravano costi e rischi crescenti.

Commentando questi sviluppi tre mesi fa di fronte alla Lombard Association di Londra, mi chiedevo provocatoriamente se sia tutto oro quel che riluce nella globalizzazione dei mercati. Leggo ora che due recenti rassegne condotte da "The Economist" sull'attività bancaria internazionale e sugli euromercati sono state intitolate, rispettivamente, "The risk game" e "The party is over": l'interrogativo di allora trova quindi conferma.

Non intendo sostenere che si debba tornare alla segmentazione delle economie, ponendo ostacoli alla libera circolazione dei capitali: i vantaggi di mercati efficienti per una migliore allocazione delle risorse sono riconosciuti, ma essi saranno tanto più durevoli quanto più sani saranno i mercati e i sistemi economici.

A livello macroeconomico condizioni più stabili non possono derivare che da un più stretto coordinamento delle politiche economiche dei principali paesi. Nei giorni scorsi a Venezia è stato compiuto un altro passo verso la creazione di un efficace meccanismo di coordinamento delle

politiche monetarie, fiscali e del cambio. I mercati, sempre in ansiosa ricerca di soluzioni miracolose, tendono a sottovalutare l'importanza delle intese raggiunte e a ignorare le enormi difficoltà insite nel tentativo di adattare le istituzioni economiche delle grandi democrazie alle esigenze dell'interdipendenza e della cooperazione. Ma un esame del corso delle politiche economiche nei principali paesi a partire dal 1986 dimostra che i tassi di interesse e le condizioni monetarie si sono mossi nella direzione necessaria a correggere gli squilibri dei pagamenti e a stabilizzare i cambi. E' pur vero che non è stato ancora raggiunto un grado sufficiente di coerenza delle politiche fiscali e di quelle commerciali ma, anche su queste materie, da Venezia sono venuti segnali chiari.

Il buon funzionamento e la stabilità dei mercati non possono dipendere solo dalla loro capacità di autoregolamentazione. Alcuni dei fenomeni che ho ricordato, oltre ai frequenti casi di "insider trading" e di spericolate manovre finanziarie, richiedono di ampliare la vigilanza sull'attività di tutti gli intermediari, bancari e non. Non mancano indicazioni autorevoli di questa tendenza: in Gran Bretagna, ad esempio, la Banca d'Inghilterra ritiene assoggettabili alle norme prudenziali in materia di rischi di cambio gli operatori di qualsiasi natura che siano presenti sul mercato quotando "denaro e lettera" per le valute. In Giappone, recentemente la Banca centrale ha invitato tutti gli operatori a non speculare al ribasso sul dollaro.

Come debba essere articolata questa nuova e più vasta attività di vigilanza, di quali strumenti essa debba disporre e come debba essere esercitata sono temi attualmen-

te all'esame delle Autorità monetarie. L'indirizzo che si va delineando sembra orientato verso la determinazione di parametri generali di solidità patrimoniale, di adeguatezza dell'organizzazione statistica e contabile e del controllo della gestione dei rischi, piuttosto che verso controlli individuali. Anche in Italia importanti passi in questa direzione sono stati compiuti, in armonia con le tendenze in atto nella CEE e nel Gruppo dei Dieci.

In una strategia che miri a sostituire gradualmente i controlli prudenziali a quelli valutari, quali potranno essere gli ulteriori progressi dell'ordinamento valutario italiano?

E' in corso, come è noto, un'ampia revisione della nostra normativa valutaria, che porterà a ulteriori, significativi avanzamenti nella liberalizzazione. Tuttavia, non va dimenticato che la legge 599 ha confermato il monopolio dei cambi, istituto che, come ha ricordato di recente il Governatore Ciampi, non trova riscontro negli altri paesi europei; esso, inoltre, è probabilmente incompatibile con l'integrazione finanziaria sancita dall'Atto unico europeo. Al di là di nuove iniziative in sede legislativa, esistono comunque notevoli margini di manovra per un'interpretazione ampia e non vincolistica del monopolio. Si deve poter allargare sia il novero delle operazioni valutarie liberamente effettuabili, sia il numero degli operatori abilitati a compierle, in modo che il monopolio perda la caratteristica etimologica di unicità del venditore e diventi piuttosto una potestà di controllo da esercitare in caso di necessità.

Nell'ambito di ulteriori misure di liberalizzazio-

ne, particolare attenzione dovrà essere posta alle operazioni che consentono un'efficace protezione dai rischi di cambio, comprese quelle di più recente sviluppo, che possono dare maggiore sostegno all'attività commerciale e finanziaria delle imprese. E' questa un'area in cui vi è una domanda che non è stato finora possibile soddisfare per motivi di natura tanto valutaria quanto fiscale, e che si è incanalata in strumenti, quali i "domestic swaps", di cui non sono chiare le caratteristiche di rischio e la tutela legale. D'altra parte, ragioni di efficienza economica impongono di dare precedenza allo sviluppo del mercato a termine della lira.

Un secondo settore nel quale è opportuno prendere in considerazione significativi avanzamenti è quello dell'abilitazione a operare in cambi, ad esempio per gli istituti di credito speciale e per altri intermediari.

Perché il cammino che ci siamo proposti possa procedere senza subire battute d'arresto è però necessario che prosegua con vigore il processo di aggiustamento degli squilibri che la nostra economia ancora presenta, in primo luogo nella finanza pubblica.

Del pari è necessario che si rafforzino in sede comunitaria i meccanismi di coordinamento delle politiche e di sostegno dello SME. Da essi dipende infatti la credibilità delle parità di cambio e la capacità di contrastare movimenti destabilizzanti di capitali. Su questo tema l'Italia ha espresso una posizione chiara sin dal momento in cui venne approvato il programma comunitario di liberalizzazione valutaria. Di essa la Banca d'Italia si è fatta

promotrice nell'ambito del Comitato Monetario e del Comitato dei Governatori della CEE. In quelle sedi si sottolinea l'importanza di garantire che l'integrazione dei mercati sia compatibile con il mantenimento della stabilità e della coesione dello SME. In quelle sedi sarà massimo il nostro impegno per assicurare condizioni esterne adeguate per un passaggio ordinato alla libertà di tutte le transazioni con l'estero.