

ASSOCIAZIONE ITALIANA OPERATORI TITOLI ESTERI

**IL RECENTE INSERIMENTO DELL'ITALIA
NELL'INTERMEDIAZIONE FINANZIARIA INTERNAZIONALE:
PROBLEMI E PROSPETTIVE**

Roma, 17 giugno 1988

Desidero ringraziare il Presidente dell'AIOTE per il cortese invito a partecipare nuovamente a questo incontro annuale, che è divenuto un punto di riferimento per l'esame dell'andamento e delle prospettive dei mercati finanziari internazionali.

Un particolare merito degli operatori in titoli esteri è di aver mantenuto vivi nel sistema bancario italiano l'interesse e i rapporti con i mercati esteri, anche negli anni in cui gli spazi operativi erano divenuti più angusti ed era più difficile tenere il passo con l'innovazione delle tecniche e degli strumenti finanziari per fronteggiare la concorrenza.

L'anno scorso a Brescia, ricordando l'impegno dell'Italia per l'integrazione economica e finanziaria internazionale, sottolineavo i progressi compiuti nella liberalizzazione dei movimenti dei capitali. L'abolizione di ogni limite agli investimenti in titoli in valuta avvenuta nel maggio 1987 e l'approvazione della nuova legge valutaria rappresentano tappe importanti: l'Italia si è così allineata alle direttive comunitarie in materia di liberalizzazione e si è data un nuovo, più moderno ordinamento valutario.

Nella stessa occasione richiamavo l'attenzione sui rischi che il processo di innovazione finanziaria, di deregolamentazione e di globalizzazione implicava per la stabilità dei mercati, in uno scenario incerto, per l'evoluzione dell'economia mondiale, per gli andamenti dei tassi di cambio e di interesse. Nell'autunno scorso, quei rischi si sono manifestati con una crisi di particolare intensità.

La drammaticità del calo delle quotazioni azionarie ha riaperto la discussione sulla funzionalità dei mercati finanziari, sulla struttura e sul ruolo dell'intermediazione, sui rapporti tra mercati e intermediari, sugli strumenti e sugli obiettivi dell'attività di vigilanza.

Sono cresciute l'attenzione e l'analisi delle autorità e dei singoli studiosi intorno ai problemi posti dall'instabilità dei mercati, al fine di evitare che crisi di singoli comparti producano effetti a catena. Si è fatta più intensa la discussione sulla piena liberalizzazione dei movimenti dei capitali nella Comunità europea, sull'avvio del mercato unico europeo e sulle implicazioni che ne deriveranno al nostro paese.

1. L'instabilità dei mercati

Il 1987 verrà ricordato come l'anno del crollo delle borse; la tempestività dell'intervento delle banche centrali nel fornire liquidità al mercato ha evitato che la crisi coinvolgesse il sistema bancario e imprimesse impulsi recessivi all'economia. Il sistema ha retto il peso di un anno difficile, eppure ricco di insegnamenti.

L'esperienza recente ha confermato che l'innovazione finanziaria e la globalizzazione dei mercati, pur ampliando gli strumenti e lo spazio a disposizione degli operatori, non accrescono la coerenza fra variabili reali e variabili finanziarie, né la stabilità dei mercati.

Lo sviluppo della telematica ha accelerato la dinamica dei mercati, ha reso continua la revisione dei prezzi, con effetti che si diffondono rapidamente e a volte si autoalimentano. Si è accentuata la capacità degli operatori di trasmettere e di amplificare l'impatto delle aspettative circa gli andamenti macroeconomici, specie quelli delle bilance dei pagamenti nei maggiori paesi.

L'integrazione dei mercati e l'innovazione finanziaria hanno quindi determinato maggiore efficienza ma anche maggiore instabilità. Queste caratteristiche sono presenti in tutti i mercati, comunque organizzati: accentrati in un unico luogo fisico o diffusi e collegati da terminali video; ad asta per chiamata o a contrattazione continua; basati sull'intermediazione di "brokers" o di "dealers"; con il ricorso

al telefono o alla telematica. Il crollo di Wall Street si è propagato allo stesso modo a mercati con strutture da poco riformate, a quelli con riforme in corso di attuazione e ai mercati più tradizionali.

Dopo una lunga fase di deregolamentazione, prevale ora una maggiore cautela: si avverte un rallentamento nella spinta all'innovazione e un intensificarsi del dibattito sulle forme e sugli strumenti di controllo prudenziale. L'integrazione e la complementarità dei singoli mercati (valutario, obbligazionario, azionario, dei "futures") pongono in maggiore evidenza la necessità di un più stretto coordinamento tra gli organi di supervisione, a livello sia nazionale sia internazionale.

2. Gli effetti sull'intermediazione

Nel 1987 è diminuita la quota dei titoli nell'intermediazione finanziaria internazionale. A partire dalla primavera, i tassi di interesse hanno manifestato dapprima una maggiore variabilità e successivamente una netta tendenza al rialzo; iniziato negli Stati Uniti, l'andamento ascendente dei tassi si è diffuso agli altri mercati, innescando la crisi delle borse azionarie e timori di recessione.

Gli operatori dei mercati delle obbligazioni, che negli anni più recenti avevano dovuto affrontare soprattutto l'incertezza connessa con le oscillazioni del dollaro, nel 1987 hanno dovuto riservare attenzione non minore alla variabilità dei tassi di interesse, per i suoi effetti sulla attività di intermediazione e sulle scelte di investimento dei risparmiatori. L'accresciuta sensibilità per i rischi derivanti da questa "doppia incertezza" è tra le cause che hanno determinato il generale ridimensionamento dei mercati dei "bonds".

Dopo anni di crescita, infatti, i mercati dei titoli hanno subito nel 1987 una battuta di arresto. Le emissioni lorde di obbligazioni internazionali sono scese da 228 miliardi di dollari nel 1986 a 177 nel 1987: quelle di "floating rate notes" si sono ridotte a

un quinto; quelle a tasso fisso sono diminuite del 15 per cento; solo le obbligazioni "equity-linked", a motivo del favorevole andamento dei prezzi delle azioni fino a ottobre, sono cresciute, di circa il 45 per cento. Al contempo, sul mercato secondario vi sono stati cedimenti delle quotazioni e forti contrazioni dei volumi di titoli scambiati; la liquidità dell'euromercato si è ridotta, anche a causa della discontinuità operativa di tradizionali "market makers".

La diminuzione delle emissioni obbligazionarie è stata in parte compensata dall'espansione dei crediti sindacati, aumentati del 32 per cento: da 93 miliardi di dollari nel 1986 a 123 nel 1987. La riscoperta del settore più vicino alla tipica attività bancaria sta riproponendo tra gli intermediari attente riflessioni per ridisegnare l'equilibrio tra i diversi segmenti di attività.

Il calo dell'intermediazione in titoli ha provocato effetti negativi sui risultati di bilancio delle banche e di altri intermediari. Incalzati dagli eventi, gli operatori hanno dovuto riconsiderare la dimensione e l'articolazione della propria attività, ricercare modelli di gestione che consentano di adattare le strutture aziendali ai cambiamenti del sistema finanziario, sviluppare strategie di intervento improntate alla flessibilità per cogliere con prontezza le occasioni offerte da singoli segmenti del mercato. Ma accanto ai problemi organizzativi si pone, con pari urgenza, quello della revisione delle scelte aziendali per tener conto della maggiore rischiosità e della minore liquidità e negoziabilità di quote importanti dell'attivo bancario.

L'adeguamento dei coefficienti minimi di capitale sta producendo effetti nell'azione di primarie banche internazionali che tendono a operare più selettivamente nell'acquisizione di nuove attività. Questo orientamento, che sta provocando un ampliamento degli "spreads" richiesti per le operazioni più comuni, determinerà probabil-

mente un riequilibrio della gestione di quelle banche che, per accrescere la propria presenza sui mercati internazionali, avevano ridotto i margini di intermediazione a livelli scarsamente remunerativi.

Nei primi mesi del 1988, la stabilità del dollaro e il ricupero delle quotazioni azionarie hanno contribuito a creare un clima più disteso sui mercati, nonostante il riaffiorare di movimenti al rialzo nei tassi di interesse. I dati relativi al primo trimestre, confrontati con quelli dello stesso periodo dell'anno precedente, confermano la tenuta del mercato dei "bonds" internazionali, che hanno sviluppato emissioni lorde pari a 57 miliardi di dollari, e la ripresa dei prestiti sindacati che sono pressoché raddoppiati a 40 miliardi di dollari.

3. Il mercato finanziario in Italia

Il rafforzamento delle strutture del mercato mobiliare italiano e il completamento della liberalizzazione valutaria costituiscono le premesse per una più stretta integrazione finanziaria dell'Italia con gli altri paesi della Comunità europea. Entrambi questi aspetti hanno registrato progressi importanti, sia per l'azione delle autorità sia per la spinta delle forze di mercato.

Negli anni settanta la trasformazione del sistema finanziario è stata intensa, per lo più diretta a sviluppare il mercato dei titoli di Stato. Negli anni ottanta il mercato si è consolidato diventando più articolato e più robusto sia nella componente pubblica, sia in quella privata. Il mercato privato ha avuto un particolare slancio fino al 1986, allorché il risanamento delle imprese, l'eliminazione di discriminazioni fiscali e l'istituzione dei fondi comuni di investimento hanno impresso un forte impulso alla domanda di azioni e di obbligazioni convertibili.

Questo sviluppo del mercato è stato accompagnato da una serie di misure di carattere tecnico per accrescerne funzionalità, efficienza, trasparenza e per allargare lo spazio dei meccanismi operativi nella formazione dei prezzi e nell'allocazione delle risorse.

Tuttavia, il peso dei titoli pubblici, rispetto a quelli del settore privato, e la dimensione del fabbisogno dello Stato influenzano fortemente l'andamento dei mercati, provocando tensioni che, nel 1987, hanno portato alla reintroduzione temporanea di misure amministrative di controllo del credito.

L'accresciuta dimensione del nostro mercato non è sfuggita agli operatori esteri, che negli ultimi anni sono stati più attivi sui titoli in lire. La loro presenza, orientata finora a un orizzonte di breve periodo, è stata in qualche misura condizionata dai ritardi nella procedura del "settlement" dei titoli azionari, ora sostanzialmente eliminati, e da insufficiente liquidità del comparto dei titoli pubblici per grosse transazioni.

Il recente avvio del mercato telematico dei titoli di Stato ha posto le basi per migliorare la trasparenza e la significatività dei prezzi, e per accrescere il grado di liquidità dei portafogli attraverso la presenza di "primary dealers", che si impegnano a comprare e a vendere titoli ai prezzi da essi indicati.

In sintesi, il sistema finanziario italiano presenta oggi caratteristiche simili a quelle dei principali paesi industrializzati: forte sviluppo del mercato dei titoli, riduzione dell'intermediazione bancaria tradizionale, diminuzione della quota della moneta nelle attività finanziarie delle famiglie; accresciuta competitività tra intermediari; sviluppo degli investitori istituzionali e delle forme di gestione professionale del risparmio; apertura pressoché integrale verso l'estero sia per gli investitori sia per i prestatori di servizi finanziari.

4. L'integrazione finanziaria europea

La liberalizzazione valutaria ha implicato la rimozione di vincoli e restrizioni all'attività degli operatori; ha altresì offerto l'occasione per un'organica riforma dell'ordinamento valutario, la cui legge istitutiva risaliva al 1956. Il processo è stato graduale ma di ampio respiro. Il passaggio dal regime vincolistico a quello della libertà di investimento è stato ordinato, anche se si è svolto in un periodo caratterizzato da tensioni sui mercati dei cambi.

Dal maggio 1987 è aumentata la mobilità dei capitali italiani verso l'estero e si sono anche ampliati i flussi lordi di capitali verso l'Italia. Tra il 1986 e il 1987, mentre il totale degli investimenti italiani all'estero, espressi in lire, è rimasto pressoché invariato, intorno ai 7.500 miliardi, quelli di portafoglio, pari a 4.800 miliardi, sono aumentati di oltre un terzo e i prestiti assunti all'estero dagli operatori residenti si sono più che raddoppiati, salendo a 12.300 miliardi. Il deflusso netto di capitali per investimenti di portafoglio si è concentrato nei mesi successivi all'abolizione del deposito previo.

Nel corso del 1988, sulla base di dati ancora preliminari, l'uscita di capitali per investimenti di portafoglio ha presentato una nuova accelerazione: da 230 miliardi di lire del bimestre gennaio-febbraio, a 2.200 miliardi nei due mesi successivi. Vi ha contribuito, come nell'estate scorsa, la diffusione di ingiustificate aspettative al ribasso sul cambio. Questi deflussi, sono stati compensati da acquisti di titoli di Stato da parte di non residenti per circa 3.500 miliardi.

In prospettiva è necessario rafforzare le condizioni affinché le uscite di capitali per investimenti all'estero da parte dei residenti siano compensate da flussi in entrata, preferibilmente derivanti dall'acquisto di titoli sul nostro mercato o dalla raccolta all'estero di prenditori italiani del settore privato. Per correggere

sfasamenti nei flussi spontanei, si è ravvisata l'opportunità di operazioni da parte di emittenti del settore pubblico. Così nell'autunno scorso le emissioni di due grandi prestiti della Repubblica Italiana sui mercati dell'eurodollaro e dell'euroyen segnarono la volontà delle autorità monetarie di procedere sulla via della liberalizzazione senza compromettere la stabilità del cambio. Il successo di queste operazioni è dimostrazione dell'accresciuta "credit worthiness" del nostro paese e della funzione che il ricorso al mercato estero può svolgere ai fini del riequilibrio temporale dei movimenti dei capitali.

Tuttavia la protezione del merito di credito del paese richiede che di questo tipo di operazioni si faccia un uso limitato e comunque non inteso a finanziare squilibri nei pagamenti correnti.

La completa libertà di movimento dei capitali a breve termine, che sarà operante dal luglio 1990, è un passo coraggioso verso l'integrazione europea; essa richiede una maggiore convergenza negli andamenti delle diverse economie, specie attraverso il coordinamento delle politiche monetarie. In mancanza di tale coordinamento cresce il rischio di variazioni del cambio non giustificate dall'evoluzione delle variabili economiche fondamentali. La stabilità del cambio è essenziale, per evitare il riapparire di tensioni inflazionistiche e per favorire il rafforzamento del sistema produttivo, attraverso la disciplina che essa esercita sui comportamenti. Il rispetto del vincolo del cambio potrà dar luogo a una più ampia variabilità dei tassi d'interesse, chiamati a recepire più prontamente le correzioni rese necessarie da mutamenti delle aspettative di redditività degli strumenti finanziari dei vari paesi.

Questa prospettiva, per gli operatori in titoli, è indesiderata quanto la volatilità dei cambi per il cambista. Per questo abbiamo sostenuto nelle sedi comunitarie la necessità di affrontare i problemi con un approccio, che ne esamini le implicazioni per il sistema nel suo

complesso e che ipotizzi l'attivazione di strumenti comuni. E' in questo quadro che vanno viste le nostre sollecitazioni perché si realizzi un coordinamento ex ante delle politiche monetarie e la proposta di creare un meccanismo di mercato per il riciclaggio di fondi tra i paesi membri, in modo da aiutarli a fronteggiare deflussi di natura speculativa e destabilizzante.

Il cammino verso l'integrazione europea non è quindi sgombro da ostacoli. Vi è un accordo politico sugli obiettivi di fondo; massimo deve essere l'impegno per giungere preparati al traguardo del luglio 1990: è ancora vasto il lavoro da svolgere in tema di armonizzazione delle normative fiscali, sul funzionamento dei mercati e di vigilanza. In particolare, l'armonizzazione della tassazione delle attività finanziarie è essenziale per evitare che, una volta rimosse le restrizioni valutarie, la circolazione dei capitali sia ostacolata o distorta da differenti trattamenti fiscali.

Questo processo è arduo, ma si sta attuando con fermezza nella consapevolezza dei vantaggi che deriveranno ai paesi membri in termini di equilibrata crescita economica, disciplina per la finanza pubblica ed efficienza allocativa.

5. Le banche italiane nel quadro internazionale

In un contesto di maggiore integrazione, gli orizzonti operativi degli intermediari finanziari risultano ampliati. La crisi delle borse non ha avuto marcati riflessi per l'attività estera delle banche italiane, la cui presenza sui mercati internazionali è stata tradizionalmente caratterizzata da una cautela che, se ha evitato ripercussioni negative di vaste proporzioni, ha concorso a limitare il ruolo del nostro sistema bancario.

Nel 1987, la quota di intermediazione sull'estero delle banche italiane si è leggermente ridotta sia nell'attività creditizia,

sia nel collocamento di titoli sui mercati internazionali. Un solo istituto italiano figura, oltre il 50° posto, nelle classifiche dei principali intermediari in "eurobonds".

L'integrazione finanziaria europea genera fra le banche italiane aspettative e timori; esse non sono nuove ad affrontare i problemi della concorrenza; la tradizionale centralità dell'intermediazione bancaria nel nostro sistema finanziario è stata messa in discussione dallo sviluppo di un mercato di titoli in grado di offrire all'investitore articolati habitat preferenziali e di concorrere con i depositi bancari. La reattività del sistema bancario è stata stimolata dall'emergere di nuove tecniche di finanziamento e dall'ingresso di operatori non bancari. Il processo d'integrazione rappresenta un altro importante impulso; solleva questioni di assetti dimensionali e di flessibilità organizzativa, sollecita l'armonizzazione delle politiche di gruppo e un più stretto collegamento tra settori aziendali prima tradizionalmente separati, come quelli operanti sull'Italia e sull'estero.

Nel frattempo, è importante per le banche italiane individuare e sviluppare settori in grado di differenziarle dalle concorrenti estere. Aree di specializzazione potrebbero essere rappresentate dall'intermediazione in titoli italiani, visto che il nostro mercato, pur significativo per quantità di titoli in circolazione e volumi trattati, è ancor oggi trascurato dagli investitori esteri.

Di primario interesse per le banche italiane è anche il mercato obbligazionario dell'euro lira; esso è stato attivato per favorire il processo di internazionalizzazione della lira e facilitare la raccolta di fondi a medio-lungo termine da destinare a investimenti in Italia; può contribuire ad aumentare la quota di intermediazione delle nostre banche. Anche i titoli in ECU potrebbero favorire l'ampliamento della loro attività sia per il ruolo primario che su

questo mercato svolgono le emissioni dello Stato italiano, sia per la funzione che l'ECU potrà esercitare nella prospettiva dell'integrazione europea.

Il 1987, per le esperienze che ci consegna, rappresenta un momento di maturità e di consapevolezza del sistema finanziario internazionale. L'efficienza dei mercati pone a nudo oggi più che mai i problemi di squilibrio del quadro macroeconomico mondiale. Il riassorbimento di questi squilibri, nei conti con l'estero e di bilancio, deve far leva sul rafforzamento della capacità di coordinamento delle politiche dei paesi industrializzati, fondato su un senso di comune responsabilità e sull'impegno per il futuro.

Lo stesso dibattito, a cui ho accennato, sulla ricerca di nuove forme di sorveglianza dei mercati sollecita il rafforzamento del coordinamento internazionale. Non si tratta di attuare una ri-regolamentazione o di prevedere restrizioni dell'attività del singolo operatore; si tratta di attenuare gli eccessi di una deregolamentazione acritica senza con ciò ostacolare la dinamica operativa. Una riflessione doverosa è in atto, basata sulla considerazione che la stabilità e il buon funzionamento dei mercati non possono essere unicamente affidati alla capacità di autoregolamentazione degli operatori, specie in presenza di un'incerta evoluzione delle variabili reali.

La spinta alla "securitization", che ha esaltato la funzione dei processi innovativi e della concorrenza tra intermediari, si è andata attenuando; anche qui si tratta probabilmente di una pausa di riflessione. Gli stessi primi dati del 1988 che ho dianzi citato mostrano una buona tenuta dell'intermediazione finanziaria in titoli.

Il tessuto economico del nostro paese è vitale; si stanno moltiplicando gli sforzi per allentare il nodo della finanza pubblica; i processi di liberalizzazione valutaria e di integrazione finanziaria stanno collegando più strettamente l'Italia all'Europa. Il sistema

bancario è chiamato a valutare attentamente l'entità e le implicazioni di questi processi e trarre insegnamento dalle più recenti vicende per sviluppare strategie che ne accrescano l'efficienza e gli consentano di inserirsi a pieno titolo nell'intermediazione internazionale.