

**Assemblea e Convegno
Associazione Italiana Operatori Titoli Esteri**

**LA LIBERALIZZAZIONE VALUTARIA ITALIANA:
VINCOLI ED OPPORTUNITA'**

Verona, 2 giugno 1990

Ringrazio il Presidente dell'AIOTE per l'invito a partecipare a questa Assemblea, che mi consente di riprendere il dialogo con gli operatori italiani in titoli esteri e che continua a rappresentare un'utile occasione per una riflessione congiunta sulle tendenze e i problemi dell'attività di intermediazione internazionale.

Le trasformazioni politiche e finanziarie in atto in Europa sono di grande momento. Esse aprono più vasti orizzonti. I rapidi mutamenti in campo economico alimentano timori e incertezze, ma allo stesso tempo dischiudono opportunità di crescita economica e di sviluppo politico e sociale. Forti sollecitazioni si esercitano sui sistemi finanziari, chiamati a dare risposte adeguate alle nuove sfide. Per il singolo operatore e per le sue strutture organizzative, all'accresciuta difficoltà di previsione deve corrispondere una maggiore disponibilità a reagire ai mutamenti e un'elevata flessibilità operativa.

E' questo il leit-motiv delle considerazioni che mi accingo a svolgere. Come in passato, esse toccheranno i principali orientamenti della finanza internazionale, il ruolo dei mercati dei capitali e l'evoluzione del contesto normativo. Parlerò quindi anche della liberalizzazione valutaria in Italia, della sua portata e delle sue implicazioni. Mi soffermerò infine sull'attività estera dei nostri intermediari finanziari, sottolineando i progressi conseguiti e quelli da

compiere affinché la presenza italiana sui mercati sia commisurata al peso economico del Paese.

1. Il mercato finanziario internazionale

La crisi delle borse del 1987 ha rappresentato un punto di svolta per l'organizzazione e l'evoluzione dei mercati. Negli anni precedenti, l'attività finanziaria aveva subito nei principali paesi una forte accelerazione, favorita dalla convergenza verso il basso dei tassi di interesse e da una sostanziale deregolamentazione, fattore quest'ultimo rivelatosi un forte propulsore dell'integrazione dei mercati. Ciò ha contribuito ad avvicinare gli operatori e ad armonizzare i loro comportamenti, ma anche a diffondere una eccessiva fiducia nella capacità del mercato di gestire da solo i rischi connessi con l'attività finanziaria. Come indicai al vostro Convegno nel 1988, il crollo di Wall Street aveva indotto ad "attenuare gli eccessi di una deregolamentazione acritica senza con ciò ostacolare la dinamica operativa". Riaffermo oggi che l'esigenza di semplificazione delle procedure operative non deve pregiudicare la stabilità degli intermediari e l'ordinato funzionamento dei mercati.

In quest'ottica, la finalità di razionalizzazione normativa e di rimozione delle barriere valutarie è stata perseguita in questi ultimi anni parallelamente all'introduzione di coefficienti patrimoniali uniformi per il sistema

bancario internazionale, ai quali è stato affidato in prima istanza il controllo prudenziale. Al tempo stesso, è cresciuta la sensibilità verso i problemi della gestione del rischio e si è avvertita la necessità di un più attivo coordinamento tra gli organi di supervisione dei vari paesi.

E' stato affrontato l'esame, oltre che dei rischi aziendali e sistemici derivanti dall'oscillazione dei cambi e dei tassi di interesse, anche di quelli operativi, nascenti cioè da imperfezioni organizzative delle strutture di supporto dell'attività di mercato, quali i disallineamenti dei sistemi di regolamento delle transazioni. Le banche centrali, e tra queste la Banca d'Italia, hanno da tempo sottolineato la rilevanza strategica dei sistemi di pagamento, anche per le loro implicazioni monetarie. A tal fine esse stanno promuovendo la razionalizzazione dei processi elaborativi per rendere più veloci e sicure le transazioni e più efficaci i sistemi di compensazione internazionale.

L'obiettivo della solidità dei mercati viene perseguito inoltre orientando gli assetti normativi alla trasparenza delle condizioni e alla diffusione dell'informazione. Non è tuttavia pensabile che si possa pervenire a soluzioni in grado di garantire una protezione completa dell'investitore, il quale è oggi sollecitato a riconsiderare le proprie scelte sulla base delle vaste possibilità di diversificazione offerte dall'integrazione dei mercati e dall'elevata competitività degli intermediari. Le marcate fluttuazioni dei corsi e le crisi di intermediari hanno peraltro contribuito a chia-

rire meglio la natura dei rischi insiti nell'attività finanziaria e a fare della consapevolezza la migliore forma di protezione.

Il singolo investitore e l'intero sistema finanziario hanno così acquisito una maggiore maturità. Ne è dimostrazione la capacità di contenimento della recente crisi della borsa giapponese: pur mettendo a nudo la fragilità di strutture cresciute molto rapidamente sulla spinta del continuo aumento dei corsi, essa non ha innescato il cedimento degli altri maggiori mercati. Anche se alcuni operatori ne sono rimasti travolti, le istituzioni finanziarie nel loro complesso sono state in grado di assorbire le perdite. A tutti gli intermediari la crisi ha ricordato la necessità di disporre di basi patrimoniali adeguate e la difficoltà di raccogliere capitale di rischio quando i corsi dei titoli sono in declino.

* * *

Nel mercato internazionale, il 1989 ha registrato globalmente una crescita significativa del comparto obbligazionario che cela però andamenti divergenti dei vari segmenti. I dati della BRI mostrano che sono stati collocati titoli per complessivi 261 miliardi di dollari, contro i 220 del 1988. Tuttavia l'aumento riflette soprattutto le emissioni di obbligazioni convertibili in azioni e con equity warrant, che sono pressoché raddoppiate, salendo a 85 miliar-

di di dollari. Se si escludono i titoli legati agli andamenti della borsa, offerti quasi interamente da società giapponesi, le emissioni a tasso fisso e variabile hanno segnato un regresso di circa il 6 per cento. A questi sviluppi ha fatto riscontro una significativa espansione del credito bancario netto, salito nel 1989 a 330 miliardi di dollari, con un incremento nell'anno del 47 per cento.

E' da notare come l'attività creditizia interagisce con quella dell'euromercato: al crescere dell'una spesso diminuisce l'altra. L'aumento del credito bancario e la riduzione dell'emissione di titoli tradizionali potrebbero essere spiegati, in presenza di condizioni di mercato instabili, come un atteggiamento di maggiore prudenza degli investitori, che si sostanzia nel ritorno alla banca, forma più consolidata e diffusa di intermediazione finanziaria.

La caduta di tono dell'attività dell'euromercato riflette anche l'irrobustimento dei mercati nazionali. In origine l'euromercato aveva rappresentato un'alternativa ai mercati nazionali, non solo per motivi fiscali o valutari, ma anche per il suo spessore, per la sua efficienza e quindi per la sua capacità di attrarre investitori e operatori di primaria importanza. Esso è andato così via via acquisendo un'elevata liquidità; per tutti gli anni ottanta la sua crescita è stata superata solo da quella del mercato americano, né i mercati nazionali europei, né quello nipponico sono stati efficaci concorrenti.

La situazione sta oggi cambiando: l'integrazione

ha fatto sì che i mercati nazionali si siano attrezzati per scelte di investimento non più ostacolate da barriere normative. Inoltre, sul mercato internazionale sono andate riducendosi le esigenze di finanziamento di prestigiosi prenditori, quali i grandi gruppi e gli stati sovrani. Gli stessi organismi sovranazionali come la Banca Mondiale o la Banca Europea degli Investimenti mostrano un crescente interesse per i mercati domestici. D'altra parte, la libera circolazione dei capitali rende ora sovrapponibile il mercato interno a quello internazionale per una stessa valuta. Ciononostante, la fungibilità tra euromercato e mercati nazionali non è ancora completa: persistono disparità di trattamento, essenzialmente di natura fiscale, che rischiano di diventare, rimossi ora i vincoli valutari, i soli fattori di distorsione dei flussi internazionali di capitale.

2. La liberalizzazione valutaria

Il recepimento della direttiva comunitaria di liberalizzazione dei movimenti di capitale è stato un evento di portata storica per il nostro Paese. Come ha ricordato il Governatore nelle Considerazioni finali, controlli e restrizioni sui cambi sono stati una caratteristica pressoché costante del nostro ordinamento fin dalla formazione dello Stato unitario. Gli obblighi e i divieti che il monopolio dei cambi comporta erano stati operanti in varie forme sin dal 1934.

Il 14 maggio di quest'anno è stato completato un processo che, dalla metà degli anni ottanta, ha gradualmente ampliato gli ambiti operativi delle banche, delle imprese e delle famiglie.

I residenti possono oggi scegliere liberamente se operare attraverso il sistema bancario italiano o quelli di altri paesi. Con la liberalizzazione l'Italia si inserisce nel processo di "concorrenza tra sistemi" che è alla base della creazione di uno spazio finanziario integrato nella Comunità europea entro il 1° gennaio 1993. Da questo processo il nostro sistema, chiamato ad affrontare la concorrenza internazionale senza vincoli valutari, trarrà incentivi per rafforzare e ammodernare ulteriormente le sue strutture e per migliorare la qualità dei servizi offerti.

Le famiglie e le imprese, attraverso le loro scelte di portafoglio, nelle quali entra a pieno titolo la variabile valutaria, stimoleranno la concorrenza tra gli intermediari chiamati a soddisfare le nuove richieste degli investitori.

Alle famiglie il nuovo ordinamento apre la possibilità di detenere conti bancari all'estero o in valuta in Italia, per l'investimento di saldi liquidi in forme che coprono anche il rischio di cambio. Ciò permetterà altresì una gestione più efficiente di investimenti già da tempo consentiti, come l'acquisto di immobili e di titoli esteri.

Tra le opportunità ora offerte alle imprese, che hanno tradizionalmente goduto di maggiori spazi operativi in valuta, spicca la copertura dei rischi di cambio. Con lo

sviluppo del mercato a termine e di strumenti innovativi, esse disporranno di valide alternative ai domestic swaps, ai quali hanno fatto finora ricorso.

Nuovi spazi operativi si prospettano per le banche italiane grazie alla rimozione dei vincoli sulla posizione in cambi e su quella netta verso l'estero, nonché del massimale pronti contro termine. Esse potranno assumere posizioni in cambi a pronti e a termine senza limiti, salvo quelli prudenziali; potranno liberamente erogare crediti in lire a non residenti, mantenere posizioni creditorie nette sull'estero, offrire nuovi prodotti per la copertura dei rischi di cambio e di interesse. In sostanza, verranno meno le remore che hanno contribuito a frenare la crescita dell'attività di intermediazione internazionale delle banche italiane, principale causa della perdita di quote di mercato.

Il nuovo ordinamento rappresenta per il sistema bancario una opportunità e una sfida. Per fornire alla clientela tutti i servizi ora consentiti, le banche dovranno realizzare innovazioni di processo e di prodotto: la clientela potrà disporre di conti in lire e in valuta e movimentarli in relazione all'andamento dei tassi di interesse e di cambio; si imporrà perciò una effettiva integrazione a livello aziendale delle tesorerie in lire e valuta.

La liberalizzazione avrà un impatto anche sull'articolazione internazionale delle banche. Da un lato, essa farà riconsiderare, alla luce di rigorosi criteri di economicità, la convenienza di disporre di uffici in paesi

dove non sussistono vincoli all'operatività; dall'altro, la libertà dei residenti di detenere conti all'estero aprirà nuovi spazi operativi alle filiali di banche italiane presenti sul mercato internazionale.

La liberalizzazione esporrà le nostre banche, in Italia e all'estero, a una maggiore domanda di servizi da parte di non residenti, risultante dal positivo effetto di immagine che solitamente accompagna la rimozione dei controlli sui cambi. Alla maggiore disponibilità dei non residenti - ivi compresi gli investitori istituzionali - a detenere saldi in lire, dovrà fare riscontro la capacità degli intermediari italiani, e delle banche in primo luogo, di assicurare una gestione efficiente degli investimenti sui nostri mercati monetario e finanziario.

La condizione concorrenziale in cui già oggi le banche italiane vengono a trovarsi si approssima in modo significativo a quella che prevarrà a partire dal 1993, quando sarà operante la direttiva comunitaria che sancisce la libertà di stabilimento e il mutuo riconoscimento delle legislazioni bancarie. Allora la competizione si svolgerà a livello di sportelli; fin d'ora, essa investe prodotti e servizi.

Con il completamento della liberalizzazione viene precluso alle autorità monetarie il ricorso a misure valutarie con cui spesso in passato si è coadiuvata l'azione di controllo monetario e di vigilanza. In particolare, ricadrà interamente sulla politica monetaria l'onere di

frenare i deflussi di fondi incompatibili con l'equilibrio della bilancia dei pagamenti e la stabilità del cambio. Sono note le limitazioni all'efficacia della politica monetaria in regime di cambi fissi e di piena mobilità dei capitali; al venir meno della "sabbia negli ingranaggi", e con l'integrazione nelle banche delle tesorerie in lire e in valuta, si accrescerà la rapidità con cui, in presenza di tensioni, potranno modificarsi le condizioni sui mercati monetari e valutari. A livello internazionale diverrà imperativo il coordinamento delle politiche del tasso di interesse; all'interno di singoli paesi si imporrà un coordinamento ancor più stretto tra gli interventi in cambi e le operazioni di mercato aperto.

Per la vigilanza bancaria, la rimozione dei vincoli all'operatività in cambi pone l'esigenza di ricercare forme nuove di limitazione del relativo rischio, secondo linee concordate nelle sedi internazionali e con strumenti non discriminatori.

Più in generale, il venir meno di un ordinamento valutario che ha permeato nel nostro Paese quasi ogni aspetto dell'operatività bancaria e finanziaria farà emergere ritardi organizzativi, fattori di distorsione e carenze istituzionali che il "velo valutario" aveva contribuito a tenere nascosti.

L'avvenuta rimozione dei vincoli valutari non è di per sé sufficiente a rendere il nostro sistema più efficiente, più competitivo: sono necessari interventi sulle modalità operative degli intermediari e sull'organizzazione

dei mercati; le banche devono darsi procedure di rilevazione e di gestione del rischio di cambio che consentano di trarre pieno profitto dalle nuove opportunità; l'adeguatezza della fiscalità sulla finanza in genere dovrà essere oggetto di attento esame.

Come è noto, non è stato possibile raggiungere un'intesa comunitaria per abbinare alla libertà valutaria l'armonizzazione della tassazione delle rendite finanziarie, nonostante la rilevanza degli aspetti fiscali nelle scelte di investimento e nei movimenti finanziari tra paesi. Per evitare che la inevitabile concorrenza tra regimi fiscali finisca per tradursi in una detassazione di fatto dei redditi da capitale, i paesi comunitari devono ora impegnarsi a contrastare più efficacemente l'evasione rafforzando le strutture tributarie e la collaborazione tra gli stati.

Su questa linea si innesta il recente decreto che ha introdotto il monitoraggio fiscale per gli investimenti all'estero delle persone fisiche, già previsto nell'ordinamento di altri paesi e consentito dalla normativa comunitaria. Non è questa la sede per un'analisi delle implicazioni del monitoraggio, il cui schema deve peraltro essere ancora approvato dal Parlamento. Tuttavia, non condivido l'opinione che esso svuoti di contenuto la liberalizzazione valutaria. Questa ha respiro ben più ampio, poiché investe le relazioni finanziarie con l'estero non solo delle famiglie, ma anche e soprattutto delle imprese e delle banche. Il fatto che l'ordinamento valutario italiano non

preveda più alcuna restrizione all'attività con l'estero e in valuta e che le autorità monetarie lascino alle forze di mercato la gestione dei flussi valutari rappresenta una manifestazione di crescita civile del Paese.

L'aver rimosso i vincoli valutari pone piuttosto in luce, in un confronto fra sistemi, quelle differenze tra ordinamenti, anche tributari, da cui possono trarre origine distorsioni allocative e ingiustificati svantaggi competitivi. Essere in grado di individuarle correttamente è già il presupposto di adeguati interventi correttivi. Questi, come ha sottolineato il Governatore, dovranno essere ispirati all'obiettivo di "evitare che, nella Comunità, i nostri intermediari e i nostri mercati siano mantenuti in una situazione di inferiorità competitiva sotto i profili dell'onerosità di aliquote e di procedure amministrative, della neutralità, certezza e semplicità impositiva".

3. L'Italia nell'intermediazione internazionale

Il compimento di un processo articolato e complesso come quello della liberalizzazione è motivo di soddisfazione per chi serbi ricordo di vicende passate, a volte drammatiche.

La liberalizzazione si è inserita nel contesto di un'ampia strategia volta a razionalizzare le strutture finanziarie del Paese. Le linee guida che hanno

caratterizzato tale azione sono essenzialmente tre: accanto al graduale smantellamento dei vincoli valutari, vi sono stati sia il costante intervento per migliorare l'efficienza del sistema finanziario, sia il progressivo passaggio all'utilizzo di strumenti di mercato per l'esecuzione della politica monetaria. Questa complessa azione ha teso allo sviluppo di un mercato finanziario che, per tipologia di partecipanti e diversificazione di strumenti e di tecniche operative, potesse acquisire col tempo i requisiti strutturali per competere con quelli di altri paesi. Molta strada è stata fatta, ma molto resta da fare.

L'individuazione di più appropriati assetti istituzionali per il nostro mercato ha da tempo imposto una attenta analisi dei diversi ruoli e orientamenti operativi degli intermediari bancari, di quelli non bancari, in particolare degli operatori specializzati in titoli, e degli investitori istituzionali. Ciascuno di essi ha funzioni e finalità specifiche e il cui perseguimento, in un contesto di libero mercato, consente di realizzare un'efficiente allocazione delle risorse finanziarie.

L'efficienza del mercato dipende soprattutto dalla professionalità degli operatori e dalla loro solidità; per garantire al sistema queste caratteristiche occorre una cornice regolamentare in cui tutte le forme di attività finanziaria siano contemplate, non solo la forma di intermediazione che attrae la maggiore quota di risparmio.

La banca è stata ed è la principale, in alcuni casi

unica, industria finanziaria: il tempo ha consentito che nei vari sistemi ne venissero approfondite le dinamiche operative, le strutture organizzative, le capacità produttive. Il controllo delle autorità ha seguito negli anni orientamenti diversi ma non è mai cessato. In molti paesi, l'esperienza maturata nel seguire la gestione bancaria è stata estesa, pur tenendo conto delle differenti tipologie operative, ai nuovi settori di intermediazione che andavano emergendo. In altri, e tra questi l'Italia, non si è riusciti a tenere il passo con i tempi per la normativa degli operatori non bancari; la regolamentazione di questi soggetti è necessaria al fine di uniformare le condizioni della concorrenza e della tutela del risparmiatore.

E' ormai urgente che, dopo l'ampio dibattito svoltosi, vengano definiti al più presto gli ambiti istituzionali di importanti soggetti, quali le società di intermediazione mobiliare. Lo stesso processo di trasformazione degli assetti societari delle principali aziende bancarie procede lentamente. Manca un mercato ufficiale organizzato degli strumenti di copertura del rischio: ciò scoraggia l'ingresso in Italia degli investitori internazionali; può implicare che la negoziazione di futures e di options su attività finanziarie in lire avvenga presso mercati esteri, a danno dello sviluppo del nostro mercato. Lo stesso proliferare di tecniche contrattuali simili ai futures e alle options, ma al di fuori del circuito della borsa, pone problemi di trasparenza delle condizioni e di sicurezza delle

transazioni. Queste materie necessitano ora di una attenta progettazione che conferisca certezza circa le modalità operative e i tempi di attuazione.

* * *

L'attività di intermediazione sull'estero delle principali banche italiane è stata in costante aumento nell'ultimo quinquennio, confermando la graduale internazionalizzazione dell'economia italiana: tra il 1988 e il 1989 la crescita è stata del 15 per cento. Negli ultimi anni, inoltre, la distribuzione dell'attività non appare privilegiare più soltanto quella a breve termine, ma denota un interessante spostamento verso il settore a medio termine, sia per la raccolta, sia per gli impieghi. Anche nella composizione per controparti l'intermediazione sull'estero segna una maggiore diversificazione delle fonti di raccolta, e l'aumento dell'attività verso la clientela rispetto ai più tradizionali rapporti interbancari. Ciononostante, in confronto a quella delle istituzioni creditizie di altri paesi, l'intermediazione internazionale delle banche italiane rimane modesta: supera di poco il 4 per cento del totale; la quota delle banche francesi, ad esempio, è dell'8 per cento.

Un notevole dinamismo continua a contraddistinguere il comparto in eurolire a breve termine. La recente introduzione di certificati di deposito in lire sulla piazza di Londra, congiuntamente al riconoscimento da parte della

British Bankers' Association di tassi Libor in lire giornalmente quotati, rappresenta un passo importante per la diversificazione e la stabilizzazione della raccolta a condizioni meno onerose dei depositi interbancari.

Anche il mercato delle obbligazioni in eurolire conferma una tendenza di sviluppo assai soddisfacente. Con l'attivazione nel 1985 di questo nuovo segmento dell'euromercato le autorità monetarie intendevano conseguire due obiettivi: (a) aumentare il livello di internazionalizzazione della nostra moneta, non più corrispondente al peso che andava assumendo l'economia italiana; (b) incoraggiare l'attività di intermediazione sull'estero delle nostre banche, sviluppando una sorta di "nicchia finanziaria" a esse certamente congeniale. Da allora il mercato in eurolire a medio e a lungo termine è cresciuto in modo ordinato, aiutato da un informale cadenzamento delle emissioni e dalla graduale introduzione di altri strumenti, come le medium-term notes, le note issuance facilities e i crediti sindacati. Ciò ha consentito di basare la logica di sviluppo del nuovo mercato sulla continuità, piuttosto che su una rapida ma talvolta temporanea espansione.

Il mercato delle obbligazioni in eurolire ha rappresentato tuttavia il solo principale stimolo per le banche italiane allo sviluppo dell'attività a medio e a lungo termine. La partecipazione delle nostre banche a consorzi di collocamento di titoli sul mercato internazionale rimane modesta. Nel 1989 esse hanno assunto solo lo 0,8 per cento del

totale delle emissioni, comprensive delle eurolire. Non significativa risulta la partecipazione ai consorzi per titoli in altre valute e in ECU, fatta eccezione per le emissioni di BTE e CTE.

Questa situazione è suscettibile di miglioramento: l'esperienza recente dimostra la naturale tendenza degli intermediari a concentrarsi su settori in grado di offrire forme di protezione dalla concorrenza. E' il caso dell'eurolira, ove le guidelines informali a suo tempo indicate dalle autorità monetarie attribuiscono alle sole banche italiane la funzione di lead manager nei consorzi di collocamento. Tale esclusività, giustificata dalla necessità di consentire un progressivo aumento del placing power delle nostre banche, rischia col tempo di danneggiare le stesse istituzioni che oggi se ne avvantaggiano, non sollecitando prospettive operative di più ampio respiro e la diversificazione delle attività.

D'altra parte, precludere l'accesso a soggetti di altri paesi mal si concilia con la creazione del mercato unico europeo: in prospettiva, gli intermediari italiani dovranno ricercare nuove sfere di attività e prepararsi a fronteggiare i graduali cambiamenti di quello che oggi rappresenta il loro principale mercato.

* * *

A due giorni dalla Assemblea della Banca d'Italia

non mi sono soffermato sul quadro macroeconomico internazionale e in particolare sui temi dell'unificazione europea e dell'apertura dei paesi dell'Est, trattati nella Relazione del Governatore. Permettetemi di richiamare la mia premessa: il mondo cambia con rapidità; il peso delle difficoltà che si prospettano può apparire insostenibile e la realizzazione di assetti economici equilibrati pressoché impossibile.

Il compito degli operatori diventa sempre più impegnativo, poiché prassi consolidate sono rimesse in discussione; nelle scelte di investimento l'apertura e l'integrazione dei mercati fanno assumere rilevanza a fattori diversi da quelli tradizionali. La libera circolazione dei capitali in particolare tende a esaltare il ruolo dei flussi finanziari nella determinazione delle aspettative sugli andamenti futuri dei cambi e dei tassi d'interesse.

Se volgiamo lo sguardo al passato possiamo trarre conforto dai tanti scogli superati e dai frutti del lavoro coerentemente svolto. Sta a noi tutti ora cogliere la sfida implicita nella "concorrenza fra i sistemi" che l'integrazione europea ci propone e operare per tenere il nostro sistema bancario e finanziario al passo dei nostri partners più progrediti.