

ABI-UIC
Incontro su
"Libertà valutaria e informazione statistica"

LA LIBERALIZZAZIONE DEI MOVIMENTI DI CAPITALI
PRIME ESPERIENZE E RISULTATI DOPO IL 14 MAGGIO 1990

Roma, 11 ottobre 1990

Cinque mesi sono trascorsi dal 14 maggio, data che ha segnato il completamento in Italia della liberalizzazione dei movimenti di capitali. Da allora la domanda di attività estere, reali e finanziarie, le scelte di allocazione del risparmio e di distribuzione delle tesorerie valutarie si esercitano in regime di piena libertà, anche per quanto riguarda le modalità e i canali di effettuazione delle operazioni. Per la realizzazione di un unico mercato finanziario europeo occorrerà attendere il 1993, allorché la liberalizzazione anche dal lato dell'offerta di servizi e prodotti finanziari perfezionerà le condizioni di efficienza dei processi allocativi e della concorrenza tra sistemi.

Intanto, nei prossimi due anni, si svilupperà l'esperienza appena iniziata di piena libertà dal lato della domanda. Conoscere questa esperienza e costruire il quadro informativo statistico delle relazioni economiche internazionali del Paese nelle sue componenti e nella sua dinamica è importante per le scelte di politica economica, per la verifica empirica delle teorie scientifiche, per le scelte operative aziendali.

Oggi mi soffermerò su alcuni risultati dei primi mesi di applicazione della libertà valutaria piena. Essi sono disponibili grazie ai dati forniti all'Ufficio Italiano dei Cambi dagli

operatori, soprattutto dalle banche. L'impianto del sistema statistico dell'U.I.C. non è ancora entrato a regime, ma l'Ufficio si sta impegnando per una sua rapida attuazione.

.

Nel primo semestre del 1990 un fortissimo afflusso netto di capitali (40 mila miliardi di lire) ha consentito di finanziare il disavanzo valutario corrente della bilancia dei pagamenti (19 mila miliardi) e incrementare le riserve ufficiali (21 mila miliardi). Questa struttura dei conti con l'estero, già delineatasi sul finire degli anni ottanta con il progredire della liberalizzazione, ha trovato conferma anche nel terzo trimestre di quest'anno, nel quale l'avanzo globale della bilancia è stato di 2 mila miliardi, con un afflusso netto di capitali stimato in 3 mila miliardi.

Le partite correnti hanno registrato un peggioramento, non tanto per l'andamento sfavorevole della competitività e delle ragioni di scambio, quanto soprattutto per la contrazione dell'apporto delle altre partite tradizionalmente attive, come il turismo, e per il peso crescente del servizio del debito estero. Nell'ultimo decennio il saldo turistico in rapporto al prodotto interno lordo si è ridotto a un terzo, fino allo 0,6 per cento. Il saldo si è assottigliato per la notevole crescita delle spese

all'estero. Tra la prima metà del 1989 e quella di quest'anno esso è ancora diminuito da circa 3.000 a 2.100 miliardi, anche per effetto dell'eliminazione di ogni limitazione sulle modalità di spesa dei residenti. La caratteristica dell'Italia quale paese fornitore netto di servizi turistici è destinata a scomparire, se non addirittura a ribaltarsi.

L'aumento del debito estero, in questi anni segnati da tassi di interesse reali crescenti a livello mondiale, si è riflesso nel deterioramento dei redditi da capitale. Nel corso degli anni ottanta si è passati da un sostanziale equilibrio a un saldo negativo pari a quasi l'1 per cento del prodotto interno lordo. Nella prima metà di quest'anno il saldo negativo di cassa è stato di 8.100 miliardi, 2.000 in più rispetto allo stesso periodo del 1989. Inoltre i servizi di intermediazione, compresi quelli bancari, e in generale il terziario avanzato presentano segni di debolezza. Questi risultati inducono a ritenere che l'industria bancaria italiana debba accrescere la propria competitività sui mercati mondiali; ciò implica anche una riduzione dei gravami fiscali.

D'altra parte, i movimenti di capitali hanno rafforzato la struttura della bilancia dei pagamenti dal lato sia delle entrate sia delle uscite, riflettendo la crescente integrazione del mercato finanziario interno con quelli internazionali. In termini di volumi lordi, le operazioni in capitali eccedono ormai in misura significativa quelle in merci e in servizi: risulta così ribaltato l'assetto che ha prevalso fino alla prima metà

degli anni ottanta di una bilancia dei pagamenti dominata dall'andamento delle partite correnti, in particolare dell'interscambio mercantile.

Nel nuovo contesto è utile analizzare i movimenti di capitali, non solo in termini di flussi, ma anche di stocks di attività e passività finanziarie.

Dopo il definitivo abbattimento del deposito vincolato infruttifero, nel maggio di tre anni fa, nelle scelte di portafoglio dei residenti hanno ripreso importanza i titoli esteri. All'inizio del 1990 la liberalizzazione è stata estesa ai titoli del mercato monetario; dal 14 maggio è possibile ogni forma di impiego del risparmio finanziario, anche sotto forma di depositi bancari all'estero. L'aggiustamento dei portafogli dei residenti è proceduto con regolarità, dando luogo ad un accumulo di attività finanziarie sull'estero a ritmi crescenti (600 miliardi al mese nel 1988, 1.000 miliardi nel 1989, 3.000 miliardi, sempre su base mensile, nei primi 4 mesi del 1990). L'accumulo ha fatto segnare una pausa in maggio e giugno, per l'impatto delle misure di monitoraggio fiscale, varate insieme con la liberalizzazione. Dopo che nel luglio sono stati ridefiniti alcuni aspetti del monitoraggio fiscale, gli investimenti netti sono ripresi, al ritmo di oltre 2.000 miliardi al mese. Non sono ancora disponibili dati per categorie di investitori in titoli esteri, utili a seguire l'evoluzione dell'importanza relativa delle famiglie e delle imprese. Tuttavia è verosimile che le schede di domanda delle une e delle

altre continuino ad essere dominate da esigenze di aggiustamento della composizione della ricchezza. Comportamenti sofisticati non emergono nettamente e si verificano ancora oggi condizioni di "segmentazione" tra il mercato domestico e quello internazionale, in particolare per i titoli denominati in ecu e in lire.

La gradualità del processo di aggiustamento dei portafogli dei residenti è indice che le misure di liberalizzazione sono state adottate con modalità e tempi appropriati.

Non vi è stato quell'accumulo dello stock "desiderato" di conti bancari all'estero che avrebbe potuto tradursi in tumultuose fughe di capitali italiani. Al contrario, le operazioni in conti bancari dopo il 14 maggio sono derivate in parte da scelte volte a conseguire rientri di capitali. Nel quadrimestre terminante ad agosto di quest'anno i residenti hanno alimentato conti bancari all'estero per 560 miliardi di lire, mentre da questi stessi conti sono stati disposti trasferimenti in Italia per 470 miliardi. Il risultato netto è stato dunque un deflusso di fondi per 90 miliardi.

La crescita a ritmi contenuti della domanda di conti all'estero da parte dei residenti trova conferma nell'evoluzione dei conti in valuta detenuti presso le banche italiane. Nonostante la possibilità di aprire senza limiti conti di questa specie dal 14 maggio, le giacenze a fine giugno ammontavano a circa 2.800 miliardi, senza discostarsi in misura significativa dal livello dei mesi precedenti.

La gradualità di questi sviluppi va attribuita anche al

fatto che le imprese, più sofisticate delle famiglie nelle scelte di tesoreria, potevano gestire conti bancari in valuta all'interno e all'estero già prima del 14 maggio.

Maggiore infatti è risultata la dinamica delle variabili finanziarie di interesse delle imprese per le quali, ancora cinque mesi fa, esistevano condizionamenti e limiti. Sul mercato dei cambi a termine condizioni restrittive derivavano, tra l'altro, dal divieto di operare direttamente in contropartita estera e dal plafond applicato a ciascuna banca italiana per gli sbilanci a termine coperti a pronti; sul mercato delle options in valuta e su quello degli altri strumenti innovativi a termine si applicavano inoltre regole di copertura attraverso le banche e di pareggiamento.

Da maggio ad agosto il volume delle operazioni a termine globalmente poste in essere è aumentato di circa il 30 per cento rispetto allo stesso periodo del 1989. Futures in valuta, praticamente assenti fino ad aprile, sono stati contrattati per circa 200 miliardi. Le imprese residenti hanno effettuato operazioni a termine direttamente con contropartita estera, al di fuori del canale delle banche italiane, per 1.200 miliardi, pari a oltre 1/4 delle operazioni realizzate in Italia.

Il quadro degli impieghi all'estero e in valuta dei capitali italiani sta assumendo una struttura moderna, diversificata negli strumenti, in grado di cogliere le opportunità offerte dai mercati e di secondare tutto lo spettro delle attitudini al rischio.

Cresce in parallelo l'interesse dei capitali esteri per il mercato finanziario italiano. Le operazioni effettuate dall'estero in titoli italiani sono andate crescendo in forte progressione: tra la media trimestrale del 1988 e il primo trimestre del 1990 il loro volume lordo è raddoppiato, raggiungendo i 25 mila miliardi; nel secondo trimestre del 1990 si è avuto un nuovo aumento a 34 mila miliardi. L'interesse dell'estero resta concentrato sui titoli di Stato a breve (BOT, CCT) e denominati in ECU, ma si va estendendo agli altri titoli e al comparto azionario.

Anche in termini di flussi netti si è avuta una forte dinamica positiva, che ha determinato una crescita dei portafogli esteri in titoli italiani. Alla fine del giugno 1990 lo stock degli investimenti complessivi era valutabile in 51 mila miliardi, di questi circa due terzi erano titoli di Stato. L'aumento delle operazioni complessive in acquisto e in vendita appare connesso con una significativa attività di trading e arbitraggio, che ha contribuito all'inserimento del mercato italiano nel circuito internazionale.

Per converso, lo stock degli investimenti italiani all'estero alla stessa data del giugno scorso era valutabile in 57 mila miliardi, largamente rappresentato da obbligazioni denominate in valuta. La componente denominata in eurolire, seppure cresciuta nel periodo più recente, appare ancora trascurabile. Questa circostanza conferma la diversità delle schede di domanda degli impieghi tra capitali esteri e italiani, e quindi la ancora

non piena eliminazione della segmentazione tra mercati domestico e internazionale cui ho già accennato. Inoltre, l'accelerazione degli afflussi netti si è manifestata in presenza di un restringimento dei differenziali tra i tassi di interesse interni ed esteri, confermando l'importanza di variabili diverse dai tassi di interesse alla base dei movimenti di capitali dell'Italia in questa fase.

In un sistema di libertà valutaria permanente, il grado di sostituibilità tra le varie componenti dei movimenti di capitali dovrebbe tendere all'unità. La gradualità con la quale è stata portata a compimento la liberalizzazione si è riflessa in una dinamica differenziata. I prestiti direttamente assunti all'estero dai residenti e i finanziamenti in valuta tramite le banche italiane, per i quali ogni vincolo di destinazione era già stato soppresso dall'ottobre del 1988, erano cresciuti soprattutto nel 1989 e all'inizio del 1990. Nel periodo più recente si è assistito a un rallentamento dell'apporto netto. Piuttosto si sono sviluppati i flussi lordi, in connessione con l'attività di ottimizzazione dei rischi di cambio e di interesse.

Alla fine del giugno 1990 il debito privato verso l'estero ammontava a 72 mila miliardi; quello pubblico a 50 mila miliardi. Inoltre l'indebitamento attraverso gli intermediari abilitati (banche e istituti di credito speciale) ha raggiunto i 105 mila miliardi. Il debito privato risulta in gran parte a breve termine; tenendo conto anche dei debiti bancari, quattro quinti risultano denominati in dollari, ecu, marchi e lire secondo quote

pressoché uguali del 20 per cento.

La posizione verso l'estero del Paese riflette l'evoluzione delle partite correnti della bilancia dei pagamenti, in particolare il cumularsi di disavanzi correnti negli anni ottanta: mentre all'inizio del decennio, escludendo la componente aurea delle riserve, la posizione finanziaria era in equilibrio, alla fine del 1989 risultava negativa per circa 94 mila miliardi; nel primo semestre di quest'anno essa si è ulteriormente aggravata.

Approfondimenti e aggiornamenti sulla struttura per valuta e per scadenza delle attività e delle passività del Paese contribuiranno ad assicurarne una gestione corretta; essi costituiranno altresì un importante quadro di riferimento per le scelte di tesoreria e finanza delle imprese.

In questi campi dal 14 maggio per le banche e per gli altri intermediari si sono aperti spazi vasti e significativi. Già dall'ottobre 1988 il controllo dei cambi sull'attività bancaria internazionale era stato sensibilmente allentato: il regime di monopolio era stato ridefinito, basando la regolamentazione della gestione valutaria delle banche solo sui quattro strumenti della posizione in cambi, di quelle verso l'estero in valuta e in lire, del massimale pronti contro termine, e conferendo loro una flessibilità maggiore che in passato. Con il recepimento della direttiva comunitaria di liberalizzazione, la possibilità di mantenere questi vincoli oltre la scadenza del 1° luglio 1990 sarebbe dipesa dal loro

legame funzionale con obiettivi di regolazione monetaria interna. Non tenendo conto di esigenze prudenziali, obiettivi monetari restano estranei al vincolo sulla posizione in cambi, mentre un legame con la liquidità e l'offerta di credito interno potrebbe essere ricercato nella posizione verso l'estero e nell'utilizzo del massimale pronti contro termine.

La scelta compiuta è stata nel senso di un totale abbattimento dei vincoli di posizione, anche perché gli attuali obiettivi intermedi della politica monetaria in Italia sono definiti in base alla distinzione tra residenti e non residenti, non a quella tra operazioni in valuta e in lire. Ogni forma di controllo diretto delle quantità è stata abbandonata, muovendo verso una politica monetaria e del cambio fondamentalmente basata sugli strumenti indiretti o di mercato. Lo spazio per la ricerca di distribuzioni ottimali della tesoreria in lire e in valuta si è potenzialmente dilatato, dando luogo a una crescita della efficienza e a un miglioramento della posizione competitiva internazionale delle banche italiane.

L'esperienza maturata fino ad ora ha messo in evidenza alcune importanti variazioni negli aggregati di posizione precedentemente soggetti a regolamentazione. Il vincolo del pareggiamento della posizione in cambi non è mai stato, in generale, un vincolo "stringente", soprattutto perché ha corrisposto agli autonomi comportamenti degli intermediari volti ad evitare l'assunzione di rischi di cambio e ad assicurare una gestione equilibrata delle attività e delle passività in valuta.

Lo spareggio "fisiologico" compatibile con le esigenze operative delle banche è rimasto largamente inferiore a quello massimo consentito. Per l'intero sistema delle aziende di credito la posizione "minus" si è andata anzi riducendo, da una media di circa 1.300 miliardi di lire nei 20 mesi terminanti ad aprile del 1990 ad una di 1.200 miliardi nei mesi successivi fino ad agosto.

Sull'evoluzione dell'indebitamento in valuta verso l'estero da tempo non influiscono limitazioni amministrative, con l'eccezione di quelle connesse con la riserva obbligatoria.

La posizione verso l'estero in lire fino al maggio scorso non poteva essere creditoria. Questo vincolo ha probabilmente creato situazioni di frizione nelle scelte di impiego in lire estere. La media della posizione netta in lire, pari a 3.600 miliardi nei 20 mesi terminanti ad aprile del 1990, è scesa a 2.600 miliardi nei mesi successivi fino ad agosto, per effetto sia della riduzione dei saldi negativi, sia della crescita di quelli positivi.

L'apertura dal lato degli impieghi in lire all'estero va collegata a quella relativa all'operatività bancaria sul mercato a termine: da vari anni su questo mercato si registrano aumenti del volume dell'intermediazione. L'eliminazione delle limitazioni alle quantità di valuta a termine offribili contro lire dalle banche italiane si iscrive in questa evoluzione. Le relazioni tra tassi di interesse e quotazioni a termine della lira costituiranno le variabili principali in funzione delle quali

verrà configurata la composizione della tesoreria in valuta e in lire delle banche; tenderà a scomparire la segmentazione del mercato interno che talvolta in passato aveva fatto emergere forti disallineamenti tra le quotazioni a termine della lira, in Italia e all'estero.

Primi segnali di queste tendenze possono essere tratti dall'evoluzione delle transazioni "intrecciate" sui mercati a pronti e a termine dalle banche italiane nel nuovo contesto di libertà valutaria; per il sistema delle aziende di credito gli sbilanci delle operazioni a termine coperti a pronti sono notevolmente aumentati, passando da una media di circa 1.000 miliardi (pari al 30 per cento del massimale) nei 20 mesi terminanti ad aprile del 1990 ad una di circa tre volte superiore da maggio ad agosto. Sono aumentate le operazioni per lire a consegnare, che fanno capo soprattutto alle filiali italiane di banche estere, le quali alimentano la liquidità in lire attingendo direttamente dalle case madri; ma in misura maggiore si sono sviluppate le operazioni per lire a ricevere ad iniziativa delle banche italiane, attente a rafforzare una fonte di provvista di valuta particolarmente interessante nel breve termine.

• • • • •

I pochi mesi trascorsi dal compimento della liberalizza-

zione non sono certo sufficienti per tracciare un bilancio definitivo. Anche nella esperienza passata si è assistito a una gradualità negli sviluppi dei fenomeni seguiti ai cambiamenti degli assetti amministrativi. Il quadro che sta emergendo è quello di un Paese finanziariamente evoluto che, lentamente ma con costanti progressi, si inserisce nel contesto internazionale. La conoscenza di questo quadro e dei suoi sviluppi è fondamentale e, a ben vedere, costituisce il più valido presidio della libertà valutaria che è stata raggiunta.