

BUSINESS INTERNATIONAL
Roundtable with the Italian Government

**L'effetto dell'Unione monetaria europea
sul sistema finanziario italiano**

Roma, 15 maggio 1991

1. Il progetto di unione economica e monetaria

Il progetto di unione economica e monetaria (UEM) si fonda su uno schema orientato al mercato; combina la piena libertà di circolazione delle merci, dei capitali, delle persone con la stabilità monetaria e l'omogeneità di crescita e di occupazione, in un quadro di coesione economica e sociale.

I Governatori della Comunità, sia nei lavori del Comitato Delors sia nella redazione della bozza di statuto del Sistema europeo di banche centrali, hanno espresso l'unanime convincimento che il duraturo conseguimento di questi obiettivi richiede una moneta unica emessa da un'unica autorità monetaria. Il Consiglio europeo di Roma ha fatto propria questa impostazione, con la sola riserva del Regno Unito. Ha scelto l'ecu quale moneta unica. Ha previsto la costituzione, nella seconda fase dell'UEM, di un sistema federale, il "Sistema europeo di banche centrali", costituito dalle banche centrali nazionali e da una unità centrale. La nuova istituzione avrà come fine prioritario la stabilità dei prezzi, godrà di piena indipendenza, sarà libera da obblighi di finanziamento dei disavanzi pubblici.

Il Consiglio di Roma ha altresì fissato le scadenze e definito le condizioni per il passaggio da una fase all'altra dell'UEM. L'avvio della fase transitoria, previsto per il

1° gennaio 1994, presuppone il completamento del mercato interno, la ratifica da parte dei Parlamenti nazionali delle modifiche del Trattato di Roma volte a definire l'assetto istituzionale dell'UEM, un elevato grado di convergenza delle condizioni economiche dei Paesi partecipanti. La Conferenza intergovernativa per la modifica del Trattato ha iniziato i lavori nel dicembre scorso. Essa dovrà tra l'altro definire i contenuti della seconda fase della costruzione comunitaria, in particolare i tempi e le modalità del trasferimento della responsabilità monetaria alla Banca centrale europea. Trascorsi tre anni dall'inizio della seconda fase, sarà verificata l'esistenza di condizioni economiche e monetarie degli Stati membri tali da consentire il passaggio definitivo all'Unione economica e monetaria.

Il livello elevato degli obiettivi, il calendario serrato degli adempimenti, le condizioni stringenti poste ai paesi membri traggono credibilità dai progressi già compiuti con il successo dello SME e con la liberalizzazione dei movimenti di capitale e dei servizi bancari e finanziari.

I risultati conseguiti sono andati ben oltre gli aspetti tecnici, hanno investito le politiche economiche, hanno influenzato i comportamenti delle famiglie e delle imprese.

I movimenti di capitale sono stati liberalizzati nella maggior parte degli Stati membri. E' ancora irrisolto il problema dell'armonizzazione del regime fiscale delle attività finanziarie: l'eliminazione delle forti disparità

esistenti non può essere rimessa alla concorrenza tra i diversi regimi fiscali; provocherebbe distorsioni inaccettabili, economicamente e socialmente, in favore dei paesi con il livello più basso di tassazione.

Le condizioni essenziali per il completamento del mercato unico dei servizi bancari sono state realizzate nel 1989, con l'approvazione della seconda direttiva di coordinamento e delle direttive sui fondi propri e sul coefficiente di solvibilità degli enti creditizi. Due proposte di direttiva, riguardanti la vigilanza su base consolidata e i grandi fidi, sono state presentate nel 1990. Altre iniziative di armonizzazione sono allo studio.

Più tormentato è l'iter delle due proposte di direttiva volte a dar vita al mercato unico dei servizi di investimento in valori mobiliari: i negoziati vertono sulle complesse questioni dell'obbligo di concentrazione degli scambi su mercati organizzati, dell'accesso delle banche in Borsa e della definizione di una regolamentazione adeguata dei rischi di mercato.

2. La trasformazione del sistema finanziario italiano

L'avvio della trasformazione del sistema finanziario italiano può essere collocato tra la fine degli anni settanta e l'inizio degli anni ottanta, con l'adesione allo SME, con lo smantellamento dei vincoli amministrativi e con il ritorno alle regole fondamentali del mercato. E' stato

un processo tenace e di ampio respiro che ha dato maggiore autonomia a tutti gli operatori, agli intermediari, agli investitori finali. Sono stati creati nuovi mercati, da quello monetario a quello dei titoli pubblici; sono state ridefinite le regole del mercato azionario.

Famiglie e imprese possono ora ispirare liberamente la loro condotta, nel campo del risparmio e del finanziamento, a criteri di costo, di redditività, di rischio.

Le banche sono state sollevate dal vincolo di portafoglio e dal massimale sugli impieghi; l'ambito della loro operatività è stato fortemente ampliato sotto ogni aspetto. La caduta dei vincoli, la creazione di nuovi mercati, l'ampliamento di quelli esistenti, hanno posto le banche di fronte alla prova di un'ardua concorrenza.

Nel 1981 la caduta dell'impegno della Banca d'Italia ad acquistare i titoli pubblici non collocati sul mercato, il cosiddetto divorzio fra Banca centrale e Tesoro, ha svincolato la condotta della politica monetaria dalla gestione del debito pubblico. Successivamente, l'abbandono degli strumenti diretti di controllo del credito e il ricorso alle operazioni di mercato aperto hanno gradualmente sanato le distorsioni degli anni settanta (doppia intermediazione del credito; crescita e diffusione di strumenti finanziari alternativi a quelli soggetti ai vincoli) e hanno accresciuto la flessibilità e l'efficacia della politica monetaria. La crescita del mercato dei titoli pubblici ha permesso di utilizzare con continuità le operazioni temporanee di

finanziamento o di impiego di fondi come strumento di controllo delle riserve libere bancarie: l'importo e la durata delle operazioni vengono decisi dalla Banca d'Italia, il tasso di interesse è determinato dal mercato con il metodo dell'asta competitiva.

I risultati delle trasformazioni che ho succintamente richiamato possono essere considerati soddisfacenti.

L'apertura finanziaria del paese all'estero non ha provocato il disavanzo nei movimenti di capitale che una repentina diversificazione dei portafogli poteva far temere; il differenziale di interesse a favore della lira e la tenuta del cambio, che l'ingresso della lira nella banda stretta dello SME ha reso più credibile, hanno favorito un forte afflusso netto di capitali nonostante gli elevati investimenti italiani all'estero.

Nel 1990 i flussi di capitali per investimenti di portafoglio all'estero (23.000 miliardi) sono stati compensati da investimenti esteri in Italia di pari importo; nello stesso anno gli afflussi netti di capitali hanno raggiunto i 48.000 miliardi di lire.

L'attività creditizia e la raccolta di fondi da parte delle imprese hanno tratto beneficio dal libero accesso ai mercati esteri. Le banche italiane stanno recuperando terreno nel mercato internazionale: sulla base degli attivi di bilancio, la loro quota è salita dal 4,2 al 5,5 per cento

nell'ultimo triennio.

La stabilizzazione delle aspettative di cambio è stata rilevante; il forte aumento dell'indebitamento dei residenti sull'estero è avvenuto nonostante che il differenziale dei tassi in lire, rispetto ai tassi in ecu, misurato sui depositi a 3 mesi, si sia ridotto in media, dal 1989 al 1990, da 3 a 1,5 punti percentuali.

La recuperata autonomia delle gestioni bancarie si è riflessa in un sensibile aumento della quota dei prestiti erogati a scapito di quella rappresentata dai titoli acquistati: il credito bancario si è spostato dal settore pubblico al settore privato; la gestione diretta del risparmio delle famiglie si è ridotta a vantaggio dell'attività rappresentata dai servizi, specialmente quelli di gestione dei titoli e dei patrimoni; si è allungata la durata degli strumenti di raccolta, con l'espansione dei certificati di deposito.

Negli anni ottanta il sistema bancario ha sanato distorsioni, ha recuperato capacità concorrenziale, si è rafforzato patrimonialmente. Il confronto tra la dinamica della redditività bancaria e il margine di intermediazione indica un contenimento dei costi operativi. Il grado di patrimonializzazione complessivo è cresciuto: alla fine del 1989 il coefficiente patrimoniale consolidato delle aziende di credito, calcolato in base alla normativa comunitaria,

risultava pari al 9,6 per cento, superiore al limite minimo dell'8 per cento fissato dalla direttiva CEE e dall'Accordo di Basilea.

Su questo fronte l'occasione per ulteriori progressi viene offerta dalla legge Amato-Carli, che riconosce carattere imprenditoriale all'attività bancaria e consente a tutte le banche di assumere la forma di società per azioni. Sarà così per esse possibile raccogliere capitali di rischio sul mercato e procedere più agevolmente a fusioni, scorpori e formazioni di gruppi per conseguire la crescita della loro dimensione.

Il sistema creditizio si presenta all'appuntamento del mercato unico con strutture di bilancio rafforzate e più vicine a quelle medie delle banche europee. Restano rilevanti differenze sui fronti della dimensione delle aziende, della regolamentazione amministrativa (riserva obbligatoria), di quella fiscale (tassazione dei depositi).

Il controllo della moneta si è fatto più efficace. Saldato alla gestione del cambio, esso ha favorito il rientro dell'inflazione, dal 21 per cento dell'inizio degli anni ottanta al 6 dell'inizio degli anni novanta. Il finanziamento monetario del Tesoro si è progressivamente ridotto fino ad annullarsi: nel 1990 il disavanzo pubblico è stato interamente coperto sul mercato. La quota di titoli pubblici detenuta dalla Banca centrale è scesa dal 20 per cento del

totale dei titoli nel 1981, prima del divorzio, al 7 per cento alla fine del 1990.

Queste valutazioni si riferiscono al contesto finanziario. Certo non possiamo ritenerci soddisfatti di un'inflazione che è tuttora doppia rispetto agli altri maggiori paesi europei; il risanamento della finanza pubblica resta problema fondamentale dell'economia italiana.

La condizione per il successo della politica volta al miglioramento delle strutture finanziarie è stata la creazione di mercati primari per il collocamento dei titoli pubblici, ampi e competitivi; di mercati secondari, che hanno accresciuto il grado di liquidità dei titoli; di mercati monetari più efficienti e trasparenti, sui quali banche e intermediari in titoli possono finanziarsi e la Banca centrale effettuare interventi di regolazione della base monetaria.

L'impegno con cui le autorità monetarie e gli operatori professionali, operando in comunità di intenti, hanno costruito, e fatto affermare, le strutture del sistema di mercato e i singoli strumenti, testimonia l'orientamento e la fiducia nelle forze di mercato; ciò è garanzia degli ulteriori, necessari progressi.

Dato il ruolo di grande rilievo che svolgono i mercati, a essi dedicherò qualche riflessione più puntuale.

3. I mercati finanziari

Le contrattazioni di titoli di Stato in Borsa sono in Italia molto modeste, come in tutti i mercati finanziari. Quelle fuori Borsa avvenivano in passato a trattativa bilaterale, senza regole di contrattazione certe e uguali per tutti gli operatori; di conseguenza i prezzi erano scarsamente competitivi e poco trasparenti. Livelli insoddisfacenti di funzionamento caratterizzavano anche il mercato interbancario e quello azionario. Per superare queste carenze, si sono rese necessarie riforme radicali.

Il mercato all'ingrosso dei titoli di Stato è stato organizzato nel 1988, prevedendo due categorie di operatori professionali, primary dealers e dealers, e utilizzando un circuito telematico sul quale vengono esposti i prezzi e si effettuano le negoziazioni.

Dopo la fase di avvio, il mercato è cresciuto rapidamente per numero di titoli quotati (da 37 a 67) e di operatori (da 190 a 230) e per ammontare di contrattazioni giornaliere (oltre 3.000 miliardi all'inizio del 1991). Parallelamente sono cresciuti il grado di liquidità e la trasparenza nella formazione dei prezzi; si sono ridotti i costi di transazione. E' notevolmente migliorata l'efficienza organizzativa sotto gli aspetti della certezza e della rapidità di conclusione e di esecuzione dei contratti, della significatività e della pubblicità delle condizioni praticate.

Il buon funzionamento del mercato ha agevolato la gestione del debito pubblico, fornendo orientamenti su condizioni e capacità di assorbimento delle nuove emissioni; ha arricchito gli strumenti di attuazione della politica monetaria. Su di esso la Banca centrale interviene con operazioni di mercato aperto per orientare livello e struttura dei tassi di interesse e per creare e assorbire base monetaria.

Di non minore importanza è stata la riorganizzazione del mercato dei depositi interbancari; essa è basata su un circuito informatico nel quale sono inseriti i tassi dei depositi domandati e offerti, sulla standardizzazione delle scadenze dei depositi, sul sistema della contrattazione continua e multilaterale. Ciò ha accresciuto la professionalità degli operatori, la trasparenza e la competitività dei tassi di interesse, lo spessore e l'efficienza del mercato.

Nel primo anno di attività le contrattazioni medie giornaliere sono raddoppiate (8.000 miliardi circa), superando il livello medio delle riserve libere bancarie; dall'avvio del mercato gli spreads lettera-denaro, ancorché distorti dalla ritenuta fiscale, sono scesi di quasi cinque volte.

Il livello e l'andamento dei tassi di interesse a brevissimo termine sono ora più significativi delle condizioni della liquidità presente e attesa. La mobilitazione di una parte della riserva obbligatoria, che consente di utilizzare i depositi a riserva sotto la condizione del

rispetto dell'ammontare dovuto nella media del mese, ha alimentato il mercato interbancario e ha fortemente ridotto la volatilità dei tassi a più breve termine.

Si sta ora attuando la riforma del mercato azionario, prevista dalla legge n. 1 dell'anno in corso, che istituisce una nuova figura d'intermediario, la società di intermediazione mobiliare, con competenza generale su tutta la attività in titoli. La riforma mira ad allineare la qualità dei prezzi e la liquidità del mercato azionario, nei limiti delle sue peculiarità, a quelle del mercato dei titoli pubblici. La contrattazione continua su circuito telematico farà crescere la trasparenza nella formazione dei prezzi; l'aumento delle dimensioni degli scambi e la riduzione dei tempi di liquidazione dei contratti miglioreranno il grado di fiducia nel mercato.

Anche i presidi posti a salvaguardia dell'investitore, attraverso regole di comportamento tese a risolvere i conflitti d'interesse, dovrebbero ridurre le remore dei risparmiatori a partecipare direttamente al finanziamento delle imprese. E' auspicabile che, dopo l'approvazione recentissima della legge sul divieto dell'uso di informazioni riservate, la normativa su questa materia venga integrata con la regolamentazione dell'offerta pubblica di acquisto.

Ma per accrescere stabilmente l'offerta di capitali di rischio è necessario rafforzare il ruolo degli investitori istituzionali, istituendo i fondi comuni chiusi e agevolando

la crescita dei fondi pensione aziendali che possono svolgere, insieme con i fondi comuni mobiliari, un ruolo fondamentale nell'indirizzare il risparmio verso il mercato azionario.

Il completamento della struttura dei mercati finanziari richiede altresì l'organizzazione di quelli dei prodotti derivati, come futures e options. Essi rispondono alle esigenze di copertura del rischio e possono contribuire a ridurre il livello dei tassi di interesse a lungo termine. Ulteriori ritardi in questo campo possono spingere alla negoziazione di contratti su attività in lire presso le Borse estere, con il rischio di delocalizzazione del mercato italiano.

La realizzazione dell'UEM pone impegni gravosi e scadenze ravvicinate, che il nostro paese è determinato a rispettare. Il quadro della trasformazione avvenuta e in atto del sistema finanziario e creditizio che ho tratteggiato ne è conferma. Non è tema di questo intervento trattare i problemi dell'economia reale.

Incisivi interventi legislativi e regolamentari e la revisione dei metodi di vigilanza hanno adeguato gli ambiti operativi delle banche italiane a quelli degli enti creditizi degli altri paesi europei. La creazione di nuovi mercati e il rafforzamento di quelli esistenti, la diffusione

di nuovi strumenti, il miglioramento delle infrastrutture tecnico-organizzative hanno conferito efficienza, spessore, trasparenza alle transazioni sui depositi interbancari e sui titoli pubblici.

La riforma della Borsa è stata definita; allorché essa sarà realizzata, anche il mercato azionario italiano potrà raggiungere i livelli di efficienza delle principali piazze europee.

L'adeguamento delle strutture e della regolamentazione dei mercati agli standards prevalenti nei principali paesi della Comunità economica europea sposta l'enfasi dalla concorrenza tra "ordinamenti" a quella tra "operatori". Sta a questi ultimi, banche e altri intermediari, cogliere le opportunità offerte da mercati sempre più concorrenziali.