

**The 3rd Italian International Financial Markets
and Investment Conference**

Roma, 22 aprile 1991

1. Nel decennio trascorso si è intensificato, soprattutto nell'ambito dei maggiori paesi industrializzati, un ampio e vigoroso processo di integrazione. Esso si è esteso dall'economia reale alle strutture organizzative dell'intermediazione creditizia, ai mercati monetari e finanziari.

Nel fissare come priorità assoluta la lotta all'inflazione, le politiche economiche hanno riproposto il mercato come fondamentale centro propulsore e regolatore dello sviluppo; punto di riferimento e, nel contempo, luogo di attuazione degli indirizzi e degli interventi di governo dell'economia.

Parallelamente alla riduzione dell'inflazione si è così assistito all'abbandono delle politiche basate sul controllo amministrativo dei cambi, del credito, dell'accesso ai mercati. Sono stati gradualmente smantellati i regimi vincolistici che ostacolavano il movimento dei capitali o ponevano limiti alla concorrenza sui mercati nazionali.

L'Italia si è inserita in questo processo, cosciente delle responsabilità, ma anche dei benefici, derivanti da una più ampia integrazione economica e finanziaria con gli altri paesi, in particolare quelli europei.

Già sul finire degli anni '70, l'adesione al Sistema monetario europeo poneva le premesse per il rientro dall'inflazione, attraverso una politica monetaria volta a rendere sempre più stabile il cambio della lira. Si è attuato un "mix", per certi versi innovativo, fra manovra monetaria e

gestione del cambio. Questa impostazione è stata ed è uno dei capisaldi della politica economica del nostro Paese.

La realizzazione della piena libertà degli scambi, estesa ai movimenti di capitale, ha trovato espressione nella progressiva eliminazione dei controlli valutari, completata un anno fa.

Non minore impegno è stato posto nell'orientare, verso le nuove regole, le strutture del mercato.

Non si trattava solo di ridefinire strumenti e tecniche di intervento, ma soprattutto di riformare, spesso di edificare ex novo, i mercati, con la creazione di intermediari e strutture di supporto, nonché con la definizione di norme di comportamento e di controllo.

Con la trasformazione del sistema sono stati creati canali più diretti ed efficienti per il finanziamento dell'economia, superando il lungo percorso della doppia intermediazione. La creazione di più validi mercati dei depositi interbancari e dei titoli di Stato, i nuovi intermediari, le leggi di riforma della Borsa, quelle sulla natura giuridica e sulla patrimonializzazione delle banche pubbliche, sulla tutela della concorrenza hanno rappresentato passaggi fondamentali della trasformazione.

2. L'avvio, dal 1993, del mercato unico europeo - con la caduta delle residue barriere non tariffarie - segnerà l'inizio di una concorrenza tra "sistemi" e "ordinamenti".

Per parteciparvi con pari possibilità di successo, l'Italia dovrà conseguire altri significativi progressi nell'abbattimento dell'inflazione, nel superamento degli squilibri economici, nell'ammodernamento dei mercati.

L'ingresso della lira nella fascia stretta di fluttuazione delle valute aderenti agli Accordi di cambio ha rafforzato l'impegno a una ulteriore convergenza dell'inflazione italiana verso la media comunitaria.

La liberalizzazione valutaria non ha prodotto i temuti effetti destabilizzanti. La credibilità della politica del cambio e il differenziale dei tassi di interesse hanno richiamato flussi di capitale, che hanno contribuito a ridurre gradualmente il differenziale stesso. Tra il quarto trimestre 1988 e il primo trimestre del 1991, il differenziale, nei confronti della media degli altri paesi aderenti alla banda stretta dello SME, del tasso interbancario a tre mesi è disceso da 5 a 3,5 punti percentuali. Il pur ampio processo di diversificazione di portafoglio attuato dai residenti è stato più che controbilanciato dal combinato agire di un analogo fenomeno del "resto del mondo" verso l'Italia e da un forte incremento della raccolta sui mercati internazionali da parte di mutuatari italiani. In prospettiva, la credibilità del policy mix italiano dipenderà in misura crescente dalla capacità della politica fiscale di alleviare il carico di compiti ora gravante sulla politica monetaria.

L'aumento del ricorso italiano ai mercati esteri non ha implicato apprezzabili riflessi negativi nei costi relativi di accesso rispetto ad altri prenditori dell'area dell'OCSE. Ciò comprova l'ormai consolidato, alto "credit standing" dei primari mutuatari italiani, intendendo per essi le imprese, i grandi istituti di credito.

Per l'economia italiana è fondamentale procedere nel risanamento della finanza pubblica; non vi è dubbio che la decisione della Moody's di riesaminare il "rating" della Repubblica Italiana costituisce una ulteriore sollecitazione e allo stesso tempo un richiamo ad agire.

E' noto, ed è stato denunciato dagli stessi Ministri finanziari, che per il 1991 il fabbisogno della pubblica Amministrazione tende a eccedere di circa il 10 per cento l'obiettivo di 132 mila miliardi. E' anche noto che il Governo italiano ha assunto l'impegno, che è parte integrante del programma approvato nei giorni scorsi dal Parlamento, a ricondurre quel fabbisogno nei limiti prestabiliti. Se questo accadrà, come auspico, gli stessi responsabili della Moody's non potranno non tenerne conto nel riesaminare la valutazione della Repubblica Italiana. D'altro canto, non sempre il riesame di queste agenzie di "rating" si traduce in una riduzione della valutazione.

Desidero anche aggiungere che, come è stato rilevato dalla stessa Moody's nel comunicato rilasciato a New York il 18 aprile scorso, il debito estero della Repubblica

Italiana è di 22,2 miliardi di dollari, a fronte di riserve ufficiali, in valute, oro e altri strumenti, che al 29 marzo di quest'anno ammontavano a 90,4 miliardi di dollari.

La presenza di prenditori italiani sui mercati internazionali e l'apertura del nostro mercato al collocamento di titoli esteri hanno rappresentato un fattore di sviluppo per l'attività di intermediazione internazionale delle banche italiane. La loro quota di mercato - misurata sulla base degli attivi di bilancio rilevati dalla Banca dei regolamenti internazionali - è andata aumentando rapidamente, passando, tra la fine del 1987 e il settembre scorso, dal 4,2 per cento al 5,3 per cento.

L'impulso al processo di internazionalizzazione della lira ha anche beneficiato dell'alimentazione del mercato dell'eurolira da parte delle banche italiane, conseguente alla liberalizzazione valutaria.

L'aumento del peso della nostra valuta nei portafogli esteri ha trovato espressione sia nella accelerata espansione del comparto in lire dell'euromercato, sia nel crescente flusso di investimenti esteri di portafoglio in Italia.

Il settore dell'eurolira ha mostrato nell'ultimo quinquennio tassi di sviluppo ragguardevoli; si è arricchito via via di nuovi segmenti. Nel comparto delle emissioni obbligazionarie, l'ammontare delle nuove operazioni pressochè raddoppiava anno dopo anno. Si sono aggiunti gli eurocerti-

ficati di deposito, le medium term notes, le note issuance facilities, più di recente i titoli legati all'andamento del mercato azionario e dei cambi. In rapida crescita appaiono anche i crediti sindacati in lire, alimentati soprattutto dalla domanda di mutuatari nazionali, in forte espansione.

Una ulteriore liberalizzazione delle procedure di emissione sull'euromercato delle offerte pubbliche di titoli denominati nella nostra valuta è attualmente all'esame delle autorità monetarie e degli operatori. Il nuovo sistema prevede il superamento del meccanismo di coda sinora applicato. La possibilità di effettuare emissioni in posizione di lead manager sarà riservata agli intermediari - anche non italiani - che abbiamo mostrato un "forte impegno" allo sviluppo del mercato attraverso una costante presenza sul secondario.

3. Con il "divorzio" tra Banca d'Italia e Tesoro e con l'abbandono del massimale sugli impieghi bancari si è da tempo completato il passaggio a politiche orientate a conseguire gli obiettivi monetari con strumenti di mercato.

Tale passaggio ha richiesto il potenziamento del mercato monetario, la costituzione del mercato interbancario telematico, la mobilitazione di parte della riserva obbligatoria, resa utilizzabile a fronte di temporanee esigenze di tesoreria.

Non meno determinanti, per l'efficienza del mercato finanziario, sono state le riforme nel comparto dei titoli di

Stato: la creazione del mercato secondario telematico e le nuove tecniche di collocamento delle emissioni, soprattutto con la generalizzazione del metodo delle aste e con l'abolizione del prezzo base per i Buoni del Tesoro ordinari. Il mercato italiano dei titoli di Stato mostra oggi caratteristiche considerevoli di liquidità e di elasticità nei rendimenti.

Specie dopo l'abolizione dei vincoli amministrativi all'espansione dell'attività bancaria, le banche italiane hanno teso a recuperare la propria identità, i valori, di impresa. L'evoluzione è stata stimolata e accompagnata da una sistematica e articolata revisione dei criteri di vigilanza creditizia in materia di patrimonializzazione, concorrenza e accesso al mercato.

Il processo di riorganizzazione del sistema bancario italiano si è anche tradotto in una intensa variazione delle quote di mercato e in una spinta alle fusioni. Esso trova ora stimolo e indirizzo nella Legge 218 del 30 luglio 1990, la cosiddetta Legge Amato-Carli: iniziative, alcune delle quali di rilievo, sono già avviate o in corso di preparazione.

Negli ultimi anni, la redditività bancaria è cresciuta più di quanto sia aumentato, in pari tempo, il margine di intermediazione, attestando un contenimento dei costi operativi. L'aumento degli utili e degli accantonamenti ha sostenuto la patrimonializzazione delle banche. Il rapporto

patrimonio/totale dei fondi intermediati è salito da valori percentuali inferiori a 3, all'inizio degli anni ottanta, a valori superiori a 7, nel 1990. Il grado di patrimonializzazione del sistema bancario italiano supera i livelli minimi previsti, per il rapporto fondi propri/attività di rischio, dall'Accordo di Basilea e dalle Direttive CEE.

Insieme con la ridefinizione dei ruoli degli intermediari creditizi si è avuta l'introduzione di nuovi soggetti quali i "fondi comuni di investimento" e i "dealers autorizzati" del mercato dei titoli di Stato.

Con la legge sulle Società di intermediazione mobiliare (SIM), recentemente approvata, sono state poste le basi per una Borsa articolata su operatori specializzati e adeguatamente capitalizzati, trasparente e solida per la quantità e la qualità dei controlli.

Notevoli miglioramenti sono stati apportati nel settore dei pagamenti e delle compensazioni, determinante per l'efficienza e per la competitività dell'intero sistema finanziario. L'obiettivo del tendenziale regolamento in base monetaria delle transazioni interbancarie è in larga parte raggiunto. Il sistema elettronico dei pagamenti interbancari e i sistemi centralizzati di deposito e gestione dei titoli, anche in collegamento con i sistemi internazionali di clearing, hanno reso più permeabile e trasparente il nostro mercato agli investitori esteri.

4. La trasformazione del sistema finanziario italiano in un complesso di mercati e di intermediari competitivi, integrati nel contesto internazionale, è in fase di avanzata realizzazione; non è ancora conclusa. Essa favorirà il progresso dell'economia. Al medesimo tempo, affinché le potenzialità insite nelle rinnovate strutture finanziarie si manifestino pienamente, occorre realizzare i presupposti per la completa convergenza delle condizioni dell'economia italiana verso quelle delle principali economie della CEE: primo fra tutti, il risanamento della finanza pubblica.

L'inversione della tendenza crescente del rapporto fra il debito pubblico e il reddito nazionale, programmata per il 1993, oltre ad attestare l'affermazione del "processo virtuoso" nella finanza pubblica, è anche condizione per dare al mercato dei titoli privati una maggiore capacità di attrarre i flussi di risparmio verso le imprese produttive, di esprimere una più articolata offerta di strumenti di investimento e di copertura del rischio.

Tra le "cose da fare" in vista del completamento del Mercato Unico non può essere trascurato il problema della "fiscalità della finanza": la sua soluzione compete sia alle Autorità italiane sia a quelle comunitarie.

Esistono in Italia contraddizioni e disparità di trattamento fiscale tra attività finanziarie, anche tra loro simili, la cui mancata rimozione dipende da ritardi di

adeguamento del sistema fiscale nazionale. Questo è il caso, ad esempio, del "fissato bollato" previsto per le operazioni a termine in cambi, nonché della with-holding tax sugli interessi corrisposti sulle obbligazioni, fissata al 12,5 per cento per quelle nazionali e al 30 per cento per quelle estere "non esenti".

Si avverte non meno il ritardo di una politica comunitaria che armonizzi il regime fiscale delle attività finanziarie, eliminando le forti diversità esistenti tra i vari paesi membri. Altrimenti, il Mercato Unico tenderà ad acuire gli effetti distorsivi delle disparità fiscali, livellando il trattamento effettivo applicato alle attività finanziarie su quello più favorevole esistente nell'ambito comunitario.

Nel periodo che ci separa dal completamento del Mercato Unico è necessario uno "scatto" di volontà comunitaria: uno sforzo determinato e coerente di tutti i paesi che, superando particolarismi, sia capace di individuare soluzioni ispirate all'interesse comune.

Risanamento della finanza pubblica; nuovo regime fiscale del risparmio e delle attività finanziarie; un ordinamento completato con le leggi sull'OPA e sull'insider trading; impegno delle autorità monetarie e di vigilanza: rappresentano altrettante condizioni "esterne" affinché il mercato mobiliare - la Borsa - decolli anche in Italia. E', questo, l'obiettivo che resta da raggiungere per concludere

l'opera di trasformazione del sistema finanziario, avviata da oltre un decennio. Affinché l'obiettivo venga colto, dall'interno stesso del sistema deve esprimersi la volontà fattiva degli operatori, bancari e non bancari, residenti e non residenti.