

Per un mercato finanziario europeo integrato

Introduzione

Negli ultimi anni, il panorama finanziario è profondamente mutato. Tale cambiamento è il risultato di innovazioni senza precedenti negli strumenti finanziari, nell'elaborazione delle informazioni, nella tecnica delle transazioni, nelle strutture di mercato e negli intermediari. L'integrazione internazionale dei maggiori centri finanziari ha portato alla creazione di un mercato mondiale operante ventiquattro ore su ventiquattro, nell'ambito del quale l'informazione è disponibile in tempo reale in tutto il mondo. Ciò ha creato difficoltà, ma anche considerevoli opportunità per gli operatori e per le stesse autorità. Entrambe le parti devono imparare a vivere in questo nuovo contesto, sfruttandone tutti i vantaggi, ma curandosi al tempo stesso di preservare la stabilità tanto delle singole istituzioni finanziarie quanto del sistema nel suo complesso.

Questo lavoro esamina le principali tendenze in atto sui mercati finanziari internazionali e le loro implicazioni per le politiche economiche. In particolare, esso concentra l'attenzione sulla natura delle innovazioni, sulle conseguenze della "globalizzazione" dei mercati dei capitali, sui relativi pericoli e sui modi di gestirli e controllarli. In questo contesto il lavoro prende quindi in esame i problemi derivanti dalla liberalizzazione dei movimenti di capitale e, più in generale, dal progredire dell'integrazione finanziaria in Europa.

Le innovazioni sui mercati internazionali dei capitali

L'innovazione finanziaria in atto nei principali paesi industriali sta producendo sostanziali cambiamenti negli strumenti e nei servizi offerti, modificando la struttura dell'intermediazione e dando luogo a nuove

forme di concorrenza; tale situazione non è stata prodotta da un unico fattore, bensì da una serie di eventi che, interagendo in tempi diversi, ne hanno influenzato lo sviluppo.

Negli ultimi anni si è verificato un altro rilevante spostamento nella distribuzione dei flussi di risparmio e di investimento, che ha determinato vistosi effetti sugli squilibri esterni. La drastica riduzione dei *surplus* dei paesi Opec e la virtuale chiusura, dopo la crisi debitoria, dell'accesso ai mercati creditizi per i paesi in via di sviluppo maggiormente indebitati sono andati di pari passo con una minore crescita dell'attività bancaria internazionale. Il progressivo trasformarsi degli Stati Uniti in paese prestatore netto di fondi e debitore e il parallelo incremento degli avanzi con l'estero in Giappone e in Europa hanno coinciso con l'espansione dell'utilizzo di strumenti di debito negoziabili, peraltro accessibili quasi esclusivamente a mutuatari internazionali di prim'ordine. L'effetto congiunto della ricerca, da parte dei prestatori, di qualità e liquidità, e della preferenza, da parte dei mutuatari, per strumenti di finanziamento più flessibili, ha portato all'adozione generalizzata di tassi d'interesse variabili e allo sviluppo di nuovi strumenti, come le "NIF" e le "RUF", che associano le caratteristiche dei crediti sindacati a quelle delle emissioni obbligazionarie.

L'aumento dei tassi d'interesse — seguito all'adozione da parte dei principali paesi di severe misure anti-inflazionistiche dopo la seconda crisi petrolifera — ha costituito un potente incentivo per banche e istituzioni di risparmio a cercare nuove strade per eludere discipline troppo restrittive e per far fronte all'accresciuta concorrenza degli intermediari non bancari non soggetti a regolamentazione. Data la maggiore volatilità dei tassi d'interesse e di cambio, si è avvertita l'esigenza di potersi spostare rapidamente e a basso costo tra gli strumenti disponibili, stimolando così lo sviluppo di nuove tecniche di gestione del rischio ("options", "futures", "swaps" su tassi di interesse e valute), la cui peculiarità consiste nel consentire che i diversi rischi connessi alle varie transazioni finanziarie — di interesse, di cambio, di liquidità e di scadenza — siano quotati separatamente e negoziati su mercati diversi.

Un altro importante fattore è stata la deregolamentazione dei mercati finanziari. In un primo tempo essa è stata la risposta al conflitto crescente tra l'assetto normativo e le innovazioni finanziarie in via di attuazione. L'apertura di nuovi canali d'intermediazione ha contribuito ad accrescere le pressioni per un allentamento delle normative. Poste di fronte alla scelta tra l'imposizione di nuove discipline e la liberalizza-

zione, molte autorità nazionali hanno optato per la seconda via. Un più favorevole atteggiamento delle stesse nei confronti di un sistema di libera concorrenza ha, a sua volta, incoraggiato le istituzioni finanziarie a saggiare i limiti delle attività loro consentite. In alcuni paesi — come la Francia e, in parte, l'Italia — l'innovazione è stata poi stimolata dalle stesse autorità, per favorire una più efficiente allocazione delle risorse e per facilitare la transizione verso una politica monetaria basata più sui tassi d'interesse che sui controlli diretti.

Successivamente, tuttavia, l'innovazione ha acquisito una sua forza autonoma. Col declino dell'attività bancaria tradizionale e la creazione di nuovi servizi finanziari e di consulenza, la competitività delle imprese è venuta a dipendere sempre più dalla capacità di creare nuovi strumenti e operazioni. L'innovazione sta perciò diventando una caratteristica permanente dei mercati finanziari.

Da ultimo, l'innovazione è stata stimolata dalla sempre maggiore diffusione, nel settore delle transazioni finanziarie, di avanzate tecnologie di informazione e comunicazione. Ciò ha ridotto i costi e aumentato la rapidità e l'efficienza dell'acquisizione e valutazione delle informazioni, consentendo così di operare in un mercato globale.

L'innovazione si manifesta in tre modi principali: il ricorso crescente a strumenti negoziabili ("securitization"); il venir meno delle distinzioni tra le varie istituzioni che forniscono servizi finanziari; la più stretta integrazione dei mercati su scala internazionale.

Una quota crescente d'intermediazione ha fatto capo al mercato dei titoli, con un sensibile spostamento dal credito bancario a strumenti di finanziamento negoziabili. Una misura approssimativa del fenomeno può essere fornita dal calo dei prestiti sindacati sull'euromercato dai circa 100 miliardi di dollari annui del 1981-82 ai 40 previsti per il 1986. Per contro, le emissioni di obbligazioni sono passate, nello stesso periodo, da 50 miliardi di dollari annui a circa 200.

Le stesse distinzioni tradizionali tra strumenti e istituzioni finanziarie sono divenute meno nette. In particolare, le emissioni di obbligazioni e i prestiti hanno caratteristiche sempre più comuni, e le diverse categorie di istituzioni operano sempre più su entrambi i tipi di attività. Buona parte della recente crescita dell'attività bancaria ha riguardato passività connesse con strumenti di debito negoziabili. Ciò ha coinciso con la tendenza delle istituzioni finanziarie tradizionalmente specializzate a espandere il campo delle proprie attività. Negli Stati Uniti, ad esempio, le limitazioni all'attività bancaria interstatale sono di fatto in via di allentamento e vari intermediari in titoli sono stati rilevati da

compagnie assicurative e da società non finanziarie. Nel Regno Unito le banche hanno fatto il loro ingresso nel mercato del credito edilizio, mentre le "building societies" offrono servizi che erano in precedenza tipicamente bancari. Persino nella Germania federale, accanto alle tradizionali banche di tipo universale, fanno la loro apparizione conglomerati finanziari operanti nel settore assicurativo e in altri campi.

Infine, i mercati obbligazionari stanno integrandosi sempre di più a livello internazionale. Ciò è dovuto in parte alla politica di diversificazione del portafoglio degli investitori, alla ricerca della desiderata combinazione di rischio e rendimento. L'innovazione finanziaria e la rapida crescita degli euromercati hanno inoltre spinto imprese e intermediari a rivolgersi ai mercati internazionali al fine di preservare la propria competitività. Tutto questo ha favorito l'integrazione su scala mondiale dei mercati finanziari. Gli "eurobonds" sono stati scambiati su scala internazionale già dagli anni settanta, e le azioni sono sempre più spesso quotate su più di una Borsa valori. L'innovazione è stata particolarmente rapida nel Regno Unito, accrescendo l'importanza della City come centro finanziario internazionale, e negli Stati Uniti. Da parte sua, la crescente concorrenza della piazza londinese ha indotto altre Borse valori europee, soprattutto in Francia, Belgio e Paesi Bassi, a una maggiore flessibilità ed efficienza.

L'innovazione e la globalizzazione hanno già profondamente modificato il contesto finanziario e continueranno a modificarlo. Il ritmo del cambiamento potrà certo rallentare, nel momento in cui alcuni dei fattori che hanno alimentato l'innovazione tra gli anni settanta e i primi anni ottanta si attenueranno con l'emergere di una maggiore stabilità. Ciò non toglie che altri, più duraturi fattori, quali il progresso tecnologico, la mobilità dei capitali e la diversificazione dei portafogli internazionali, continueranno a stimolare la diffusione di nuovi strumenti. Questi, a loro volta, potrebbero generare richieste di un'ulteriore deregolamentazione dei mercati interni e della liberalizzazione dei movimenti di capitale.

Innovazione e politiche economiche

Passiamo ora a esaminare alcuni problemi di "policy" sollevati dal processo di innovazione e di maggiore integrazione dei mercati dei capitali e le risposte delle autorità.

Un'importante questione concerne la qualità dell'informazione pubblicamente disponibile sui fenomeni finanziari. Il passaggio dall'intermediazione bancaria a finanziamenti a mezzo di titoli obbligazionari ha compromesso la significatività delle statistiche sui flussi internazionali di capitale. Mentre è possibile ottenere dalla BRI informazioni dettagliate sui flussi dei crediti bancari, è ben più difficile raccogliere dati sui mercati dei titoli, in particolare per ciò che riguarda i loro detentori. Difficoltà simili sorgono anche in relazione sia alla raccolta delle banche sul mercato delle euroobbligazioni, non essendo disponibili molte informazioni sugli acquirenti di questi titoli, sia alla carta commerciale emessa in connessione con le "back-up facilities" o nella forma di "Eurocommercial paper".

Il Rapporto "Recenti innovazioni nell'attività bancaria internazionale", pubblicato dalla BRI lo scorso aprile, ha sottolineato la necessità di migliori statistiche, avanzando alcune proposte. Una di queste è che la BRI utilizzi i dati raccolti dalla *Association of International Bond Dealers*, contenenti informazioni sui titoli in circolazione. A loro volta, i paesi della CEE stanno discutendo i requisiti informativi minimi per le operazioni bancarie fuori-bilancio, nell'ambito della proposta Direttiva comunitaria sulla contabilità bancaria. Anche il Comitato Mercati Finanziari dell'OCSE ha condotto un'ampia analisi ricognitiva sugli scambi internazionali nel campo bancario e dei titoli.

Una questione ancor più importante è quella della trasparenza delle esposizioni delle banche, e della capacità degli investitori e delle autorità di stimarle correttamente. La crescita delle transazioni fuori-bilancio e la complessità di alcuni dei nuovi strumenti hanno reso più difficile la valutazione del rischio. Il fenomeno della disintermediazione bancaria ha causato il passaggio da una situazione di stretti rapporti con la clientela a una molteplicità di rapporti di mercato, dove sono i prezzi a fungere da principale segnale e meccanismo di selezione; tutto ciò potrebbe avere peggiorato la qualità delle informazioni disponibili ai prestatori circa il merito di credito dei mutuatari finali.

Le tecniche di valutazione del credito devono tenere il passo con i mutamenti in atto nel sistema finanziario. In generale, il rischio bancario insito nelle varie nuove operazioni non è dissimile da quello che normalmente si accompagna all'attività creditizia. Tuttavia, gli impegni associati a linee di credito "stand-by" devono essere valutati sistematicamente in rapporto alla situazione di liquidità del mercato e alla probabilità del loro utilizzo. Oltre a quello dell'illiquidità, possono presentarsi altri tipi di rischio, dato che le "NIF" e le "RUF" possono

indurre le banche a finanziare clienti già respinti dal mercato. Le banche si espongono a rischi di interesse e di cambio ogni qualvolta assumono una posizione in "swaps", "options" o contratti "forward-rate". Più in generale è la ormai frequente compresenza di una pluralità di rischi che rende difficile valutare le singole operazioni. Il mantenimento della stabilità viene così a dipendere tanto dalla capacità delle banche di sviluppare adeguate risorse manageriali e sistemi interni di controllo quanto dalla loro solidità patrimoniale. Su questo punto è stato esplicito l'avvertimento, lanciato lo scorso settembre, dai Governatori del Gruppo dei Dieci.

Le precauzioni richieste alle banche non sollevano le autorità dall'obbligo di vigilare sui nuovi tipi di attività. Nel marzo 1986 il Comitato di Basilea sulle regolamentazioni bancarie e le pratiche di vigilanza ha suggerito nuove direttive per il trattamento delle operazioni bancarie fuori-bilancio. Le autorità di vigilanza di alcuni paesi si sono già conformate alle direttive, includendo tali operazioni nel computo dei "capital ratios".

Si stanno, inoltre, prendendo in esame misure complementari destinate a quegli operatori finanziari attualmente sottoposti a una regolamentazione insufficiente o del tutto inesistente, in modo da evitare che le banche finiscano col trovarsi in una condizione di svantaggio competitivo. Più in generale, ci si preoccupa del fatto che la riduzione della quota di attività regolamentata possa indebolire l'efficacia complessiva dell'azione di vigilanza. Qualsiasi tentativo di migliorare la stabilità di un sistema integrato tramite controlli su una parte di esso può essere frustrato da situazioni di crisi che possono propagarsi da un settore non regolamentato.

Vi è inoltre il problema del rischio sistemico. L'innovazione ha messo in grado le istituzioni finanziarie e non di proteggersi da alcuni dei rischi insiti in un mondo caratterizzato da incertezza. Ma molti dei nuovi strumenti e mercati sono congegnati in modo da trasferire questi rischi piuttosto che ridurli. Come ha notato recentemente Peter Kenen, «i rischi sono stati assunti da coloro che erano più pronti a farsene carico, che non sono necessariamente coloro meglio in grado di affrontarli».¹

L'innovazione può accrescere in vari modi il rischio sistemico: la qualità media degli attivi bancari può deteriorarsi allorché i mutuatari di

¹ P. KENEN, intervento alla Conferenza sull'Innovazione nei mercati dei capitali, New York, 26-27 giugno 1986.

prim'ordine si rivolgono sempre più ai mercati obbligazionari, lasciando alle banche la clientela meno affidabile; l'accresciuta concorrenza può far sì che il prezzo di nuovi strumenti sia sottovalutato; la rapida crescita del volume degli scambi può anche portare a situazioni di crisi nel sistema dei pagamenti; la diffusione di strumenti di copertura del rischio ha allungato la catena di esposizioni, aumentando così il pericolo che l'inadempimento da parte di un solo debitore possa innescare un "effetto-domino" nei confronti degli altri operatori.

Una delle responsabilità delle autorità è quella di far sì che i vantaggi per i singoli operatori non siano annullati da un maggior rischio sistemico. Anche nei paesi dove l'innovazione si è spinta più avanti, è ampiamente condivisa l'idea che sia necessaria una certa regolamentazione e vigilanza dei mercati finanziari. In una recente dichiarazione ad una Commissione del Congresso,² il Presidente del *Federal Reserve Board* ha fatto notare che finora le autorità hanno assunto principalmente provvedimenti difensivi per evitare che problemi contingenti potessero minacciare la solidità dell'intero sistema finanziario. Egli ha, tuttavia, sottolineato che le distinzioni tra banche, altre istituzioni finanziarie e imprese commerciali stanno rapidamente scomparendo senza che questo processo sia stato accompagnato da un adeguato dibattito e tanto meno dalla guida da parte delle autorità, notando anche che, per garantire la stabilità del sistema, non è più sufficiente una rete di sicurezza pubblica sorretta da un'attività di sorveglianza e controllo. Ciò vale per quasi tutti i sistemi finanziari moderni, ed ancor più per quei mercati finanziari mondiali finora non regolamentati, sviluppatasi spontaneamente fuori dalla portata di ogni attività di vigilanza.

L'innovazione, infine, presenta importanti implicazioni macroeconomiche per la politica monetaria. Come risultato dell'innovazione finanziaria, della deregolamentazione e della globalizzazione, i capitali internazionali sono diventati più mobili e sensibili ai differenziali dei tassi d'interesse e alle aspettative sui tassi di cambio. Di conseguenza, il tasso di cambio ha assunto sempre maggior importanza ai fini della trasmissione degli impulsi di politica monetaria, poiché modifiche delle condizioni monetarie relative nei maggiori mercati conducono rapidamente a variazioni dei tassi di cambio, influenzando in tal modo

² P. VOLCKER, intervento presso la Sotto-Commissione su telecomunicazioni, protezione dei consumatori e finanza della Commissione per l'Energia e il Commercio, Stati Uniti, Camera dei Rappresentanti, 23 aprile 1986.

l'inflazione effettiva e quella attesa, i prezzi relativi e il livello e la composizione della produzione.

Anche i canali e gli strumenti tradizionali della politica monetaria hanno subito i riflessi dell'innovazione. Quando l'intermediazione era concentrata nel sistema bancario, i controlli sulle banche — per esempio la riserva obbligatoria, i massimali sui tassi d'interesse, i vincoli alla crescita ed alla composizione degli attivi bancari — avevano un ruolo importante tra le tecniche di controllo monetario. Ma lo sviluppo di forme sostitutive del credito bancario e il declino della quota d'intermediazione svolta dalle banche hanno ridotto l'efficacia di quei meccanismi. Più in generale, è probabilmente aumentata la capacità degli intermediari di assorbire gli effetti di misure restrittive, mentre gli strumenti di controllo monetario sono divenuti probabilmente meno precisi.

Si discute anche ampiamente delle conseguenze dell'innovazione sulla capacità dei tassi d'interesse di influenzare la domanda aggregata. In linea di principio, il più ampio ricorso a finanziamenti a tasso variabile e a nuove tecniche di gestione del rischio rende il sistema finanziario più reattivo a variazioni dei tassi d'interesse. D'altra parte, alcune innovazioni finanziarie tendono a indebolire il legame tra la politica monetaria e l'economia reale costituito dal tasso d'interesse. La maggiore flessibilità dei nuovi strumenti finanziari ha consentito a un crescente numero di imprese non finanziarie di svolgere attività di gestione della liquidità. I debitori sono così in grado di coprirsi almeno parzialmente contro l'aumento dei tassi. Di conseguenza, anche se gli impulsi monetari si diffondono nel sistema finanziario con maggiore rapidità, essi possono essere attenuati da aggiustamenti di portafoglio.

Nel complesso, vi è quindi maggiore incertezza sugli effetti della politica monetaria e la convinzione che, nel nuovo contesto, sarà opportuno evitare oscillazioni eccessive nei tassi d'interesse e di cambio.

La liberalizzazione dei movimenti di capitale in Europa

Negli ultimi anni, l'innovazione finanziaria e la liberalizzazione dei movimenti di capitale hanno compiuto grandi progressi in Europa. Si è ridotta la segmentazione dei mercati interni, sebbene in alcuni paesi i controlli valutari costituiscano ancora un ostacolo rilevante.

Gli sforzi nella direzione di una liberalizzazione dei movimenti di capitale in Europa risalgono ai primi anni sessanta, quando la CEE adottò due importanti Direttive per la creazione di un mercato dei capitali unificato. Negli anni successivi, la maggior parte delle restrizioni alle transazioni finanziarie fu eliminata anche se l'integrazione dei mercati nazionali continuava ad essere modesta.

Nei primi anni settanta, la crescente instabilità dei cambi e il primo *shock* petrolifero indussero un certo numero di paesi a reintrodurre controlli valutari, come misura di carattere temporaneo in vista di un graduale aggiustamento degli squilibri esterni. La Commissione della CEE decise di autorizzare queste misure sulla base della clausola di salvaguardia contenuta nell'Articolo 108 del Trattato di Roma. Sebbene il ricorso a questa clausola fosse stato in origine concepito come temporaneo e limitato a circostanze particolari, esso finì per essere tollerato come prassi normale, spesso tenuto in vita anche dopo l'esaurirsi delle difficoltà di bilancia dei pagamenti che lo avevano inizialmente giustificato. La libera circolazione delle merci venne così a coesistere, in Europa, con un sistema di flussi finanziari sottoposto a restrizioni.

Uno degli scopi principali della creazione dello SME fu quello di proteggere il commercio comunitario dagli effetti destabilizzanti di ampie oscillazioni del tasso di cambio del dollaro. Poco dopo l'entrata in vigore del Sistema, il secondo *shock* petrolifero accentuò le divergenze esistenti tra i paesi membri, e la priorità attribuita al mantenimento della coesione nello SME non incoraggiò modifiche nell'atteggiamento prevalente verso l'utilizzo della clausola di salvaguardia. Fu soltanto dopo la riduzione degli squilibri esterni e dell'inflazione che ripresero vigore le spinte all'eliminazione dei controlli valutari e alla liberalizzazione dei mercati finanziari.

La proposta avanzata nel maggio del 1986 dal Presidente della Commissione della CEE, Jacques Delors, in seguito fatta propria dal Consiglio dei Ministri della Comunità, ha rappresentato lo schema di riferimento entro il quale perseguire la liberalizzazione delle transazioni finanziarie. Il primo obiettivo è stato quello di "normalizzare" l'uso della clausola di salvaguardia. Già nel dicembre del 1984 la Commissione aveva proceduto al rinnovo delle deroghe concesse a Francia, Italia e Irlanda, specificando che esse sarebbero dovute rimanere in vigore solo per un periodo limitato e, se possibile, essere rimosse prima dei termini stabiliti. L'osservanza di queste condizioni sarebbe stata sottoposta allo stretto controllo del Comitato Monetario della CEE. Da allora, la

Francia ha eliminato tutte le restrizioni autorizzate in base alla clausola di salvaguardia, mentre l'Italia ha ridotto il deposito infruttifero sugli investimenti all'estero al 15 per cento. L'Irlanda sta attualmente procedendo a un completo riesame del suo sistema di controlli valutari.

Il secondo obiettivo era quello di riprendere il processo di integrazione dei mercati dei capitali, estendendo l'obbligo incondizionato di liberalizzazione, previsto dalla Direttiva del 1962, ai crediti commerciali a lungo termine e alle transazioni in titoli quotati e non quotati in Borsa. La nuova Direttiva dovrebbe vedere la luce entro la fine del 1986; insieme ai criteri più rigidi per il ricorso alla clausola di salvaguardia, essa completerà la prima fase del processo di liberalizzazione. La seconda fase dovrebbe condurre, entro il 1992, alla completa libertà di movimento per i capitali, in armonia con l'obiettivo indicato dal Libro Bianco della CEE sulla completa unificazione del mercato interno dei servizi finanziari.

Tuttavia, questo ambizioso obiettivo sarà probabilmente di difficile raggiungimento se non si verificheranno contemporaneamente altre condizioni. In primo luogo, la libertà di movimento dei capitali nella Comunità presuppone un graduale aggiustamento delle strutture economiche, al fine di ridurre gli squilibri regionali in materia di risorse, produttività dei fattori e flessibilità dei mercati. Fin dalla nascita della Comunità si è sempre ritenuto che un progresso su tutti questi fronti, da realizzare attraverso adeguati interventi di bilancio della Comunità, fosse condizione necessaria per l'integrazione; tuttavia, tanto le risorse a ciò destinate quanto i risultati in quest'area sono rimasti modesti.

La completa liberalizzazione di tutte le transazioni finanziarie richiederà, inoltre, una maggiore convergenza degli andamenti macroeconomici dei vari paesi e un più esteso coordinamento delle politiche. Fino a quando tale convergenza sarà incompleta e permarrà l'esigenza di politiche nazionali differenti, una piena libertà di movimento per i capitali entrerà in conflitto con la coesione all'interno dello SME e con la libertà degli scambi. In altri termini, paesi che operano in un'area di libero scambio con tassi di cambio fissi e piena mobilità dei capitali non possono adottare politiche macroeconomiche indipendenti. Ciò significa che i progressi nella liberalizzazione dei flussi di capitale dipenderanno dalla capacità degli stati membri di trovare un accordo sugli obiettivi di fondo della politica economica. Questo consenso dovrà produrre non solo una maggiore stabilità dei prezzi, ma anche un ragionevole equilibrio dei conti con l'estero e adeguati tassi di crescita. La responsa-

bilità del conseguimento di questi obiettivi dovrà essere equamente ripartita e le implicazioni esterne delle politiche economiche nazionali dovranno essere pienamente riconosciute da tutti i paesi.

Il completamento dell'integrazione finanziaria in Europa

Da sola, la liberalizzazione dei movimenti di capitale non è sufficiente a conseguire la completa integrazione dei mercati finanziari europei. Un ulteriore ostacolo è rappresentato dalla diversità delle normative, dei controlli di vigilanza e degli assetti giuridico-amministrativi. Alcuni anni orsono, i sostenitori della deregolamentazione avrebbero proposto di eliminare ogni tipo di controllo. Tuttavia, la recente esperienza di innovazioni molto rapide ha reso più prudenti anche i più convinti assertori del libero mercato.

Eventi quali la crisi debitoria dei paesi in via di sviluppo, i problemi delle casse di risparmio e prestiti negli Stati Uniti, la crisi di una delle maggiori banche americane, le operazioni scorrette e a volte fraudolente che hanno luogo sui mercati finanziari, la sottovalutazione dei rischi e l'insufficienza degli accantonamenti, sono serviti a rammentare in maniera assai incisiva che la stabilità finanziaria costituisce un bene pubblico con il quale una concorrenza illimitata entra in potenziale conflitto. Inoltre, come si è già accennato, la deregolamentazione del settore bancario deve essere accompagnata da adeguata regolamentazione e vigilanza degli altri mercati e intermediari finanziari, al fine di assicurare parità di trattamento. Questa regolamentazione, tuttavia, può facilmente dare luogo a barriere artificiali al libero movimento dei capitali.

È perciò necessario valutare le varie normative attualmente in vigore, per accertare in quali punti gli obiettivi di stabilità e di integrazione siano in conflitto e approntare i meccanismi e i necessari compromessi in grado di riconciliarli.

Per esempio, molti paesi impongono restrizioni sugli investimenti esteri e operano una selezione dei progetti relativi per valutarne la corrispondenza agli interessi nazionali. Il confine tra tale protezione degli interessi nazionali e quella che invece è una discriminazione del capitale estero è spesso assai labile. Inoltre, numerose norme e procedure introdotte originariamente con finalità prudenziali non servono più a

tale scopo e discriminano involontariamente il capitale straniero. Barriere di questo tipo dovranno essere gradualmente eliminate. Le differenze, spesso notevoli, tra le normative e i sistemi di vigilanza nazionali costituiscono un altro importante ostacolo all'integrazione dei mercati finanziari. In questo caso, tuttavia, norme contrastanti non sempre possono essere facilmente modificate, dal momento che esse costituiscono sovente la chiave di volta dell'intera struttura di ciascun sistema.

Una di queste differenze di fondo deriva dall'esistenza di un'attività bancaria di tipo misto o universale in alcuni paesi e dalla separazione netta tra l'attività di banca commerciale e di investimento in altri. Questa differenza di carattere istituzionale può far sì che le banche miste possano non essere autorizzate a operare in paesi che hanno optato per un sistema creditizio basato sul principio della specializzazione. Per contro, a meno che non siano prima autorizzati a operare come banche, gli operatori non bancari possono non essere in grado di svolgere la propria attività in paesi che hanno optato per il sistema misto. Ostacoli simili possono essere provocati dalla diversità dei requisiti di trasparenza e dei sistemi di prevenzione delle frodi vigenti nei vari paesi.

È perciò chiaro che un'applicazione non discriminante delle normative nazionali non è di per sé sufficiente ad assicurare l'integrazione dei mercati finanziari. Poiché continueranno a operare le forze che spingono verso l'internazionalizzazione dei mercati finanziari, se non si ridurrà la segmentazione presente nei sistemi giuridico-amministrativi nazionali potrebbero prodursi due conseguenze indesiderate: in primo luogo, il baricentro delle attività potrebbe spostarsi verso mercati meno regolamentati e con una vigilanza meno severa; in secondo luogo, la concorrenza tra i mercati nazionali potrebbe pregiudicare la protezione degli investitori.

Per evitare queste conseguenze, le necessarie modifiche dei sistemi legislativi e amministrativi nazionali dovranno essere coordinate a livello internazionale. Adeguate politiche dovranno assicurare la convergenza dei sistemi di controllo e il riconoscimento su basi di reciprocità delle tecniche e delle normative finanziarie.

Queste due strade non sono fra di loro alternative. Infatti, in una certa misura la prima è una condizione necessaria della seconda. Il reciproco riconoscimento delle tecniche finanziarie è ottenibile solo in presenza di un'adeguata armonizzazione o di un sufficiente terreno istituzionale comune. Altrimenti, le disparità iniziali delle condizioni di concorrenza genererebbero tensioni indesiderate e comportamenti elu-

sivi nei mercati finanziari. Inoltre, il riconoscimento su basi di reciprocità tende ad essere considerato una soluzione sub-ottimale poiché nel caso di una sua applicazione ineguale negli accordi internazionali si rischierebbe il ritorno al bilateralismo.

L'ambito possibile per un processo di armonizzazione e di riconoscimento su basi di reciprocità dipende, naturalmente, dal gruppo di paesi considerato. La cooperazione internazionale per promuovere la convergenza delle normative e degli *standards* finanziari tra i paesi del Gruppo dei Dieci assume un significato di grande importanza in virtù del loro peso finanziario e degli sforzi che essi compiono per farli adottare anche al di fuori del Gruppo. Tuttavia, le intese di Basilea costituiscono essenzialmente un "gentlemen's agreement", e, d'altro canto, i Governatori delle banche centrali del Gruppo dei Dieci hanno approvato formalmente solo le più importanti tra esse.

Diversa è la situazione nella CEE, poiché la Comunità dispone di poteri legislativi e poiché, come si è già accennato, è stata formulata una dettagliata proposta per il completamento del mercato interno entro il 1992. Essa delinea gli obiettivi da raggiungere e le scadenze delle misure particolari che dovranno essere adottate nei prossimi cinque anni. Diversamente dalle proposte avanzate in altre sedi, il Libro Bianco della CEE gode del solido sostegno politico dei paesi membri.

L'integrazione dei mercati finanziari dovrà essere conseguita liberalizzando sia l'istituzione di nuovi operatori, sia l'offerta di servizi, una volta conseguita una sufficiente armonizzazione e il riconoscimento reciproco delle normative e dei prodotti finanziari.

Il risultato dipenderà dalla capacità degli stati membri di convenire su regole comuni e dall'importanza delle forze che saranno liberate sul mercato. Questo processo influenzerà necessariamente, e sarà a sua volta influenzato, dal sistema finanziario internazionale.

Considerazioni conclusive

Due brevi osservazioni per concludere. La prima riguarda l'atteggiamento delle banche centrali e delle autorità di vigilanza nei confronti delle modifiche in corso sui mercati finanziari. La formazione dei banchieri centrali e delle autorità di vigilanza e la natura delle loro funzioni li rendono prudenti nei confronti delle novità e nella valutazio-

ne delle loro conseguenze. Ciò non vuol dire, naturalmente, che essi si oppongono ai cambiamenti. Il processo di integrazione potrà portare consistenti benefici e occorrerà imparare a vivere nelle nuove condizioni. In alcuni casi può essere dovere del banchiere centrale incoraggiare l'innovazione al fine di accrescere l'efficienza del sistema finanziario. Tale progresso non deve però pregiudicare la solidità e la stabilità della struttura finanziaria. Anche se, in linea di principio, non vi è motivo di ritenere che il nuovo contesto verso il quale ci dirigiamo sarà meno stabile, i tradizionali metodi e criteri di valutazione della liquidità e del grado di capitalizzazione degli intermediari dovranno sicuramente essere rivisti. Più in generale, continuerà a rendersi necessario un contesto di norme che protegga la fiducia e il risparmio dagli eccessi di una concorrenza incontrollata. A questo scopo, sarà opportuno sottoporre a controllo i settori non regolamentati del sistema finanziario.

La seconda osservazione riguarda gli operatori e gli intermediari. La facilità con la quale essi possono oggi operare su un'ampia gamma di strumenti finanziari, trasferendo fondi quasi istantaneamente da uno strumento all'altro, da una valuta all'altra e da un paese all'altro, rende la gestione delle transazioni finanziarie e del loro rischio enormemente più complessa. Per rispondere alle esigenze che emergono da questo nuovo contesto si stanno sviluppando tecnologie sempre più sofisticate e automatizzate. Singolarmente prese, esse sembrano offrire risposte pronte per ogni situazione. Tuttavia, è indispensabile che gli operatori e gli intermediari finanziari facciano sì che queste procedure siano coerenti con le esigenze di liquidità e di solvibilità delle singole imprese, nonché con la stabilità dell'intero sistema. Ciò significa che le tecniche di gestione e di controllo dei rischi devono essere affinate per soddisfare i più severi *standards* imposti dalle nuove condizioni della concorrenza.

LAMBERTO DINI*

* Direttore Generale della Banca d'Italia.