

# Banca dei Regolamenti Internazionali

## 70<sup>a</sup> Relazione annuale

1° aprile 1999 – 31 marzo 2000 Basilea, 5 giugno 2000

Copie delle pubblicazioni sono disponibili presso:

Banca dei Regolamenti Internazionali  
Servizi Informazione, Stampa e Biblioteca  
CH-4002 Basilea, Svizzera

Telefax: +41 61 / 280 91 00 e +41 61 / 280 81 00

© Banca dei Regolamenti Internazionali, 2000.

*Tutti i diritti riservati.*

*È consentita la riproduzione o la traduzione di brevi parti del testo purché sia citata la fonte.*

ISSN 1021-2507

ISBN 92-9131-466-8

Publicata anche in francese, inglese, spagnolo (estate 2000) e tedesco.

Disponibile sul sito Internet della BRI ([www.bis.org](http://www.bis.org)).

# Indice

	Pagina
Lettera di presentazione .....	1
I. Introduzione: vecchi problemi in una nuova era? .....	3
Inflazione, tassi d'interesse e livelli di debito .....	4
Realizzazioni sul piano delle strutture e dell'architettura .....	7
II. Gli andamenti nei paesi industriali .....	11
Aspetti salienti .....	11
Andamenti macroeconomici nel 1999 .....	12
Andamenti nei singoli paesi .....	15
Inflazione e mercati del lavoro .....	24
<i>Inflazione e prezzi del petrolio</i> .....	24
<i> Mercati del lavoro, formazione dei salari e processo inflazionistico</i> .....	26
<i> UEM, contrattazioni salariali e inflazione</i> .....	28
<i> Curve di Phillips</i> .....	30
Andamenti nell'interscambio mondiale e nelle posizioni sull'estero .....	32
<i> Interscambio mondiale e prezzi</i> .....	32
<i> Saldi dei conti correnti</i> .....	33
III. La ripresa dalla crisi nei mercati emergenti .....	37
Aspetti salienti .....	37
Principali tendenze economiche e finanziarie .....	38
Recupero dalla crisi in Asia .....	43
<i> Vincoli di capacità e pressioni inflazionistiche</i> .....	46
<i> Squilibri di bilancio e debito pubblico</i> .....	46
<i> Mercati finanziari e politica monetaria</i> .....	47
<i> Prospettive di crescita a più lungo termine</i> .....	49
Alcuni aspetti delle ristrutturazioni societarie e finanziarie in Asia .....	50
<i> Ristrutturazione societaria</i> .....	50
<i> Ristrutturazione bancaria</i> .....	52
Andamenti differenziati e insoliti in America latina .....	55
<i> Andamenti dell'inflazione</i> .....	59
<i> Ampi squilibri esterni</i> .....	60
Africa .....	61
Medio Oriente .....	64
Europa centrale e orientale .....	64
<i> Andamenti del prodotto e del commercio estero</i> .....	64
<i> Inflazione e adozione di nuovi regimi di politica monetaria</i> .....	67
IV. La politica monetaria nei paesi industriali avanzati .....	69
Aspetti salienti .....	69
Stati Uniti .....	70
<i> Prezzi delle attività, stabilità finanziaria e politica monetaria</i> .....	73
<i> Annuncio del bias</i> .....	74

	Pagina
Giappone .....	74
Area dell'euro .....	77
<i>Credibilità e trasparenza</i> .....	79
<i>Pubblicazione di previsioni</i> .....	81
Paesi con obiettivi di inflazione espliciti .....	81
Politica monetaria e incertezza .....	86
<i>Fonti di incertezza</i> .....	86
<i>Implicazioni per la comunicazione di decisioni ufficiali</i> .....	89
<b>V. Gli andamenti nei mercati dei cambi</b> .....	<b>91</b>
Aspetti salienti .....	91
Dollaro, yen ed euro .....	91
<i>Andamenti principali e prospettive a lungo termine</i> .....	91
<i>Determinanti dei movimenti valutari</i> .....	95
<i> Mercati azionari e tassi di cambio</i> .....	98
Andamenti in altri mercati valutari .....	100
<i>Valute europee</i> .....	100
<i>Valute di altri paesi industriali</i> .....	102
<i>Valute dei mercati emergenti</i> .....	104
Cambiamenti strutturali e attività sui mercati dei cambi .....	106
Andamenti nel mercato dell'oro .....	108
<b>VI. I mercati finanziari</b> .....	<b>112</b>
Aspetti salienti .....	112
Mercati azionari .....	113
<i>Profili evolutivi</i> .....	113
<i>Volatilità e cambiamenti nelle valutazioni</i> .....	115
<i>Rischi di valutazione e potenziali implicazioni economiche</i> .....	118
Mercati obbligazionari .....	120
<i>Emissioni del settore privato e spreads creditizi</i> .....	120
<i>Fattori di liquidità negli spreads creditizi</i> .....	123
<i>Ricerca di nuovi benchmarks</i> .....	126
Mercato bancario internazionale .....	128
<i>Flussi bancari verso i paesi industriali</i> .....	129
<i>Flussi verso i mercati emergenti</i> .....	130
<i>Mercato interbancario e centri offshore</i> .....	132
<i>Prestiti consorziali internazionali</i> .....	133
<b>VII. L'euro e l'architettura finanziaria europea</b> .....	<b>134</b>
Aspetti salienti .....	134
Mercati finanziari .....	134
<i>Mercati monetari</i> .....	135
<i>Mercati obbligazionari</i> .....	136
<i>Obbligazioni societarie</i> .....	139
<i>Mercati azionari</i> .....	143
Consolidamento nel settore finanziario .....	145
Quadro regolamentare e di vigilanza .....	147
<i>Assetto attuale</i> .....	148
<i>Realizzazione della parità concorrenziale</i> .....	149
<i>Salvaguardia della stabilità finanziaria</i> .....	151
<b>VIII. Conclusioni</b> .....	<b>154</b>
Gli squilibri e il perseguimento della stabilità dei prezzi .....	156
I cambiamenti strutturali e la prevenzione dell'instabilità finanziaria globale .....	160
La gestione e la risoluzione delle crisi finanziarie .....	164

<b>Attività della Banca</b> .....	169
Contributi diretti della BRI alla cooperazione monetaria e finanziaria internazionale ...	169
<i>Periodiche consultazioni su questioni monetarie e finanziarie</i> .....	170
<i>Promozione della stabilità finanziaria a opera dei comitati permanenti</i> .....	171
<i>Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria</i> .....	172
<i>Comitato sul sistema finanziario globale</i> .....	173
<i>Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento</i> .....	175
<i>Rappresentanza per l'Asia e il Pacifico</i> .....	176
<i>Istituto per la stabilità finanziaria</i> .....	177
Contributi della BRI alla cooperazione finanziaria internazionale allargata .....	178
<i>Gruppo dei Dieci</i> .....	178
<i>Forum per la stabilità finanziaria</i> .....	179
<i>International Association of Insurance Supervisors</i> .....	180
<i>Joint Year 2000 Council</i> .....	181
Altre aree di cooperazione tra banche centrali .....	182
<i>Cooperazione con gruppi regionali di banche centrali</i> .....	182
<i>Gruppo di esperti sulle questioni della banca dei dati monetari ed economici</i> .....	182
<i>Gruppo di esperti di informatica</i> .....	183
Funzioni di Agente e Fiduciario .....	183
<i>Fiduciario per i prestiti governativi internazionali</i> .....	183
<i>Funzioni di Depositario di garanzie</i> .....	184
Assistenza finanziaria alle banche centrali .....	184
Operazioni del Dipartimento Bancario .....	185
<i>Passivo</i> .....	185
<i>Attivo</i> .....	186
Utile netto e sua ripartizione .....	186
Aumento nel numero delle banche centrali azioniste .....	187
Emendamento dello Statuto della Banca .....	188
Cambiamenti nel Consiglio di amministrazione .....	188
<b>Situazione patrimoniale e Conto profitti e perdite al 31 marzo 2000</b> ...	191
<b>Consiglio di amministrazione</b> .....	206
<b>Dirigenti della Banca</b> .....	207

I capitoli di questa Relazione sono andati in stampa tra il 9 e il 17 maggio 2000

## Elenco dei grafici (\*) e delle tabelle

	Pagina
<b>Gli andamenti nei paesi industriali</b>	
Previsioni e risultati per il 1999	12
Dispersione delle previsioni di crescita negli USA per il 1999*	13
Variazioni del tasso di disoccupazione e dell'output gap*	14
L'espansione statunitense in una prospettiva storica	15
Crescita del PIL e variazioni del tasso di disoccupazione durante il recente ciclo*	17
Indicatori del settore delle imprese USA*	18
Elasticità stimata dei consumi rispetto al reddito e alla ricchezza	18
Risparmio e attività finanziarie nette delle famiglie*	19
Rapporto investimenti/PIL*	20
Saldi finanziari delle amministrazioni pubbliche nel 1998 e 1999*	22
Crescita del PIL reale nel 1998 e 1999*	23
Dipendenza dal petrolio*	25
Segnali di salario in rapporto al rumore inflazionistico*	26
Una curva di Phillips per l'area dell'euro (1973–1999)*	30
Stime della curva di Phillips	31
Paesi dell'area dell'euro nel 1999 e loro curva di Phillips congiunta*	32
Andamenti del commercio mondiale e dei prezzi	33
Variazioni nei saldi dei conti correnti, 1997–99	34
Andamenti dei saldi finanziari settoriali*	34
Bilancia dei pagamenti nei paesi industriali	35
<b>La ripresa dalla crisi nei mercati emergenti</b>	
Corsi azionari e spreads obbligazionari nei mercati emergenti*	38
Crescita, inflazione e saldi delle bilance correnti	39
Evoluzione delle ragioni di scambio	40
Flussi netti di capitali privati verso le economie di mercato emergenti	41
Finanziamento bancario e obbligazionario internazionale nelle economie di mercato emergenti	42
Produzione industriale in Asia*	44
Paesi emergenti dell'Asia: contributi alla crescita del PIL reale*	45
Tassi di cambio ed espansione reale del credito in Asia*	47
Rapporto prezzo/utigli in Asia*	48
Progressi nelle ristrutturazioni finanziarie nel 1999*	53
Indicatori di performance bancaria nei paesi asiatici colpiti dalla crisi	54
Andamento delle esportazioni dei maggiori paesi dell'America latina nel 1999	56
Tassi d'interesse e tassi di cambio effettivi reali in America latina*	57
Saldi di bilancio e debito pubblico	58
Inflazione e output gap in America latina*	60
Crescita del PIL reale in Africa e Medio Oriente*	62
Indicatori monetari per l'Africa	63
Indicatori economici per la Russia e l'Europa centrale*	65
Andamenti dei mercati finanziari in Russia e in Europa centrale*	66
<b>La politica monetaria nei paesi industriali avanzati</b>	
Indicatori economici per gli Stati Uniti*	71
Indicatori economici per il Giappone*	76

Indicatori economici per l'area dell'euro*	78
Inflazione e tassi ufficiali nei paesi con obiettivi di inflazione*	82
Tassi di cambio nei paesi con obiettivi di inflazione*	84
Distribuzione delle stime dell'inclinazione della curva di Phillips*	87
Incertezza dell'output gap*	88
Revisione dei valori del PIL*	89

## Gli andamenti nei mercati dei cambi

Tassi di cambio, volatilità implicite e "risk reversals" di dollaro, yen ed euro*	92
Tassi di cambio di dollaro, yen ed euro*	93
Posizione patrimoniale netta sull'estero di Stati Uniti, Giappone e area dell'euro*	93
Riserve valutarie ufficiali	94
Tassi di cambio e differenziali di tasso d'interesse a termine*	95
Previsioni di crescita e tassi di cambio*	96
Flussi di portafoglio fra le tre economie maggiori*	97
Transazioni internazionali di titoli obbligazionari e azionari	98
Mercati azionari e tassi di cambio in determinati paesi industriali	99
Andamenti dei mercati azionari e tassi di cambio*	99
Tassi di cambio di determinate valute europee rispetto all'euro*	100
Prezzi dei prodotti primari, tassi di cambio e tasso sui prestiti di oro*	101
Tassi di cambio rispetto al dollaro in determinati mercati emergenti*	102
Volume degli scambi e volatilità in determinati mercati emergenti*	103
Ruolo di ancoraggio di dollaro, euro e yen*	104
Correlazione fra i mercati azionari e i tassi di cambio nei mercati emergenti*	105
Volatilità sui principali mercati valutari	107
Disponibilità ufficiali di oro	109
Notizie relative a vendite ufficiali di oro e prezzo del metallo*	110

## I mercati finanziari

Indici dei mercati azionari*	113
Segmentazione dei mercati azionari*	114
Distribuzioni di probabilità implicite dell'indice Nasdaq*	115
Indicatori di valutazione dei prezzi azionari	116
Prezzi azionari della "vecchia economia" e tassi d'interesse reali*	117
Emissioni azionarie e andamento dei corsi in corrispondenza degli annunci di riacquisto*	119
Mercati delle obbligazioni internazionali e interne*	121
Emissioni nette di titoli di debito internazionali	122
Spreads creditizi rilevati*	123
Liquidità sui mercati dei titoli di Stato USA e tedeschi*	124
Volume degli scambi in opzioni e futures negoziati in borsa*	125
Nuovi benchmarks sul mercato obbligazionario*	127
Attività sul mercato bancario e mobiliare internazionale*	129
Aspetti principali delle attività internazionali delle banche dichiaranti alla BRI	130
Finanziamento internazionale bancario e mobiliare per area geografica*	131
Operazioni annunciate sul mercato internazionale dei prestiti consorziali*	132

## L'euro e l'architettura finanziaria europea

Differenziali lettera-denaro del mercato monetario a tre mesi	135
Attività interbancaria transnazionale*	136
Convergenza dei rendimenti*	137
Differenziali di rendimento a scadenze diverse*	138
Emissioni annunciate di obbligazioni e notes internazionali*	139
Emissioni obbligazionarie internazionali per categoria di mutuatario*	140

	Pagina
Emissioni obbligazionarie internazionali del settore privato* . . . . .	141
Incidenza della moneta di denominazione e della nazionalità nella scelta della capofila di prestiti obbligazionari . . . . .	142
Indicatori del mercato azionario . . . . .	144
Fusioni e acquisizioni nel settore finanziario dell'area dell'euro . . . . .	146
Struttura di costo nel settore bancario . . . . .	147
Copertura dei sistemi di garanzia dei depositi . . . . .	150

### Convenzioni adottate in questa Relazione

p	dato provvisorio
ps	dato parzialmente stimato
ss, sd	scala sinistra, scala destra
trilioni	migliaia di miliardi
...	dato non disponibile
.	dato non applicabile
–	valore nullo o trascurabile
\$	dollaro USA se non diversamente specificato

Le discrepanze nei totali sono dovute ad arrotondamenti.



## 70<sup>a</sup> Relazione annuale

*sottoposta all'Assemblea generale ordinaria  
della Banca dei Regolamenti Internazionali  
tenuta in Basilea il 5 giugno 2000*

Signore, Signori,

ho l'onore di presentare la settantesima Relazione annuale della Banca dei Regolamenti Internazionali per l'esercizio finanziario iniziato il 1° aprile 1999 e terminato il 31 marzo 2000.

L'utile netto di esercizio ammonta a franchi oro 307 824 257 a fronte di franchi oro 303 618 800 del precedente esercizio. Ulteriori dettagli sui risultati dell'esercizio finanziario 1999/2000 sono riportati nella sezione "Utile netto e sua ripartizione", a pagina 186 di questa Relazione.

Il Consiglio di amministrazione raccomanda che, in applicazione dell'Articolo 51 dello Statuto, l'Assemblea generale deliberi di destinare l'importo di franchi oro 54 658 243 al pagamento di un dividendo di 340 franchi svizzeri per azione.

Il Consiglio raccomanda inoltre che vengano trasferiti franchi oro 50 633 203 al Fondo di riserva generale, franchi oro 3 000 000 al Fondo speciale di riserva per i dividendi e il residuo di franchi oro 199 532 811 al Fondo di riserva libero.

Se queste proposte saranno approvate, il dividendo della Banca per l'esercizio finanziario 1999/2000 sarà pagabile agli azionisti il 1° luglio 2000.

Basilea, 17 maggio 2000

ANDREW CROCKETT  
Direttore Generale



## I. Introduzione: vecchi problemi in una nuova era?

Un decennio di sviluppi economici tumultuosi si è concluso con un anno ricco di sorprese, per la maggior parte gradite. L'inflazione si è mantenuta a livelli molto bassi nella maggioranza dei paesi industriali ed emergenti, la crescita economica è rimasta sostenuta negli Stati Uniti, ha preso slancio in Europa e si è rimessa in moto nella seconda parte dell'anno in America latina. Il recupero di diversi paesi dell'Est asiatico colpiti dalla crisi è stato a dir poco rimarchevole; le economie di Cina e India hanno continuato a espandersi a ritmi elevati. Persino in Giappone alcuni segnali sembrano indicare che il peggio potrebbe essere ormai passato. Sui mercati finanziari i corsi delle azioni hanno toccato nuovi massimi, generalmente trainati da società del settore tecnologico. Le emissioni di obbligazioni societarie hanno raggiunto a loro volta livelli record, con un'espansione particolarmente rapida nel comparto dei titoli denominati nella moneta unica europea, introdotta di recente (e senza scosse). Dalla maggioranza degli osservatori tutti questi eventi sono stati giudicati di buon auspicio per l'esordio del nuovo millennio, e anche l'assenza di seri problemi informatici al momento della transizione è stata interpretata come un fausto presagio.

Ha contribuito considerevolmente al diffuso clima di ottimismo il riconoscimento che nell'ultimo decennio si erano instaurate diverse tendenze desiderabili. Le innovazioni tecnologiche sono state stupefacenti e sembrano aver avuto crescente influsso sui livelli di produttività negli Stati Uniti. Inoltre, posto che vi fosse un'adeguata flessibilità dei mercati del lavoro, dei capitali e dei beni, non vi era evidente ragione per cui queste tecnologie trasferibili non potessero dare buoni frutti altrove. Proprio questo ragionamento può aver generato l'infatuazione per le azioni della "nuova era" su scala mondiale. Oltre a ciò, è proseguito a ritmo sostenuto il processo di deregolamentazione e privatizzazione, il che promette non solo una più efficiente allocazione delle risorse (per il tramite dei mercati finanziari), ma anche nuovi modi per disciplinare governi irresponsabili. Per questa o altre ragioni, l'impegno a perseguire politiche monetarie e fiscali rigorose è stato assai diffuso nei paesi sia industriali che emergenti. Infine, è stato riconosciuto in misura crescente che il buon funzionamento dei mercati richiede un'estesa infrastruttura di sistemi normativi, istituzionali e di governo societario.

Paradossalmente, come più volte la storia ha dimostrato, anche un ottimismo ben fondato ha la perniciosa tendenza a tramutarsi in eccesso. La probabilità che ciò avvenga pare essere aumentata nel periodo in esame. La sottovalutazione pressoché generalizzata della forza della crescita economica nei paesi anglofoni (Capitolo II) e del recupero nell'Est asiatico (Capitolo III) fa ritenere che le cause di fondo di questa buona performance non siano ancora del tutto comprese. Tuttavia, una constatazione sconcertante è che tra le varie

forze economiche e finanziarie in atto sembra esservi stata un'insolita concatenazione. Ad esempio, negli Stati Uniti l'ascesa dei corsi azionari (specie nel settore tecnologico) ha accresciuto la ricchezza delle famiglie e facilitato il finanziamento delle imprese, contribuendo ad alimentare la spesa rispettivamente in consumi e in investimenti. Il conseguente aumento della domanda e dell'intensità di capitale ha innalzato la produttività misurata, il che ha accresciuto l'ottimismo a riguardo dei profitti futuri, fornito ulteriore impulso alle quotazioni azionarie, e così via. Senza dubbio, simili processi che si rafforzano reciprocamente possono accentuare le fluttuazioni sia dei mercati finanziari che dell'economia reale, specie se vengono amplificati dai movimenti dei tassi di cambio.

Un'altra ragione per temperare l'ottimismo è che non sono stati compiuti sostanziali passi avanti nel ridurre molti degli squilibri e delle deficienze strutturali che avevano caratterizzato l'economia mondiale negli anni precedenti. Anzi, per taluni aspetti essi si sono aggravati. Primo fra questi squilibri è il divario senza precedenti tra il massimo e il minimo assoluto toccato dal saggio di risparmio privato rispettivamente in Giappone e negli Stati Uniti. Sebbene le dinamiche relative delle posizioni di bilancio abbiano attenuato l'impatto di questi due valori estremi – ma a costo di un forte deterioramento della finanza pubblica in Giappone – sono rimasti ampi squilibri esterni, con il rischio di conseguenze sui tassi di cambio. Per quanto concerne la riduzione degli ostacoli strutturali a una crescita sostenuta, sia in Giappone che nell'Europa continentale sono stati compiuti ulteriori progressi, benché la rigidità dei mercati dei beni e del lavoro continui a rappresentare un problema. In tutte queste regioni, ma forse in modo particolare nell'Est asiatico, si è temuto che il sostegno politico alle iniziative di ristrutturazione potesse scemare a causa del vigore della ripresa economica. Anche in questo caso, sebbene in modo diverso, l'ottimismo a breve termine ha avuto la tendenza a compromettere le basi stesse di un ottimismo di più lungo periodo.

Pur riconoscendo la situazione di incertezza, gli operatori finanziari e le autorità monetarie dei paesi industriali sono pervenuti alla conclusione che i tassi d'interesse dovevano essere più alti. I rendimenti a lungo termine sui titoli di Stato hanno continuato ad aumentare per tutto il 1999, anche se i corsi sono poi temporaneamente saliti, e i tassi ufficiali sono stati parimenti innalzati da molte banche centrali, secondo le quali era necessario intervenire per fronteggiare il rischio di un rialzo dell'inflazione. Nondimeno, al momento di andare in stampa il rialzo dei tassi non aveva provocato né un chiaro rallentamento della crescita economica, né una brusca svolta nei principali mercati finanziari. In particolare, seppure la volatilità dei prezzi azionari sia aumentata notevolmente e i titoli tecnologici abbiano registrato un sensibile calo, il mercato azionario non ha subito perdite generalizzate.

## Inflazione, tassi d'interesse e livelli di debito

In siffatte circostanze, era difficile immaginarsi che solo un anno prima alcuni osservatori avevano paventato il pericolo di una recessione e deflazione a livello mondiale. L'evidenziarsi di una crescita economica più forte del previsto

nella quasi generalità dei paesi ha giustamente spostato l'attenzione sia dei mercati sia delle autorità sulle pressioni inflazionistiche. Purtuttavia, il fatto che tali pressioni siano rimaste relativamente moderate comprova il potente influsso di forze disinflazionistiche di fondo quali la trasformazione tecnologica, la deregolamentazione, l'eccesso di capacità e il rigore finanziario in molti paesi. Inoltre, la possibilità di un'interazione tra più alti tassi d'interesse, accresciuti livelli di debito e squilibri in aumento ha accentuato i timori che a un certo punto potessero derivarne conseguenze imprevedibili e forse disinflazionistiche.

Negli Stati Uniti è proseguita lo scorso anno la sostenuta, ininterrotta e non inflazionistica espansione economica, sorretta da componenti sia dell'offerta che della domanda. Dal lato dell'offerta, l'inattesa moderazione salariale e la maggiore intensità di capitale hanno ridotto di fatto i costi unitari del lavoro, allorché il tasso di disoccupazione è sceso al disotto dei livelli che storicamente avrebbero innescato l'inflazione. Dal lato della domanda, i consumi delle famiglie sono saliti fortemente, incentivati dai più alti corsi azionari, dalle maggiori opportunità di impiego e dalla crescente fiducia in una "nuova economia" basata sulla tecnologia avanzata. Anche gli investimenti hanno registrato una rilevante crescita, di cui ha nuovamente beneficiato in particolare il settore "high-tech". Molti di questi sviluppi sono stati inoltre condivisi dagli altri maggiori paesi anglofoni, con l'importante differenza che la crescita della produttività misurata è stata generalmente meno pronunciata.

La decisione della Riserva federale USA, a metà dello scorso anno, di cominciare a innalzare cautamente i tassi ufficiali (Capitolo IV) ha rispecchiato il timore che la domanda potesse continuare a sopravanzare l'offerta, anche assumendo l'avvento di una "nuova economia". L'accelerazione della spesa pubblica, in risposta a considerazioni preelettorali e alla previsione di cospicui saldi attivi, può aver fornito ulteriori motivazioni a favore di un inasprimento. Ha parimenti destato preoccupazione il netto rincaro dei prezzi del petrolio dopo una lunga fase discendente, anche se il ruolo del greggio nei paesi industriali è alquanto diminuito. Nella primavera del 1999 questi timori erano aggravati da più manifeste spinte al rialzo sia sui prezzi che sui costi del lavoro. Anche i bilanci delle famiglie e delle imprese negli Stati Uniti indicavano la necessità di una certa moderazione nei comportamenti del settore privato. Nel corso dell'anno il saggio di risparmio delle famiglie è nuovamente calato, e a ciò si è accompagnata un'ulteriore crescita dell'indebitamento. I finanziamenti marginali per l'acquisto di azioni sono aumentati notevolmente, pur restando a livelli bassi, e anche altre forme di indebitamento delle famiglie hanno continuato ad aumentare a ritmo rapido. Tale propensione può essere stata senz'altro incentivata dai persistenti alti corsi azionari, tenuto conto che oltre il 50% delle famiglie USA possiede ora azioni. Anche il debito delle imprese è salito rapidamente, per effetto della forte espansione degli investimenti e di ulteriori riacquisti di azioni proprie.

In forte contrasto si pone il Giappone, dove il risparmio netto del settore privato ha raggiunto un massimo storico. Poiché il connesso effetto deprimente sulla domanda è stato compensato solo in parte da un aumento del risparmio negativo dello Stato, la crescita complessiva dell'economia giapponese è risultata alquanto modesta, e a stento è stata evitata la deflazione. Ha contribuito a tale evoluzione l'atteggiamento di cautela sia delle imprese che delle famiglie.

L'eccesso di capacità ereditato dagli anni ottanta ha continuato a gravare sulle imprese, i cui investimenti sono calati ulteriormente nonostante l'accresciuta spesa nel comparto ad alta tecnologia. Con la ripresa dei profitti, seguita alle ristrutturazioni interne, è stata data priorità al rimborso del debito.

Relativamente al risparmio delle famiglie, la tendenza ascendente iniziata nel 1997 è proseguita dopo una leggera flessione nella prima parte del 1999. Una serie di fattori è all'origine del clima di apprensione delle famiglie. Le ristrutturazioni societarie hanno suscitato timori per l'occupazione e minato la fiducia. Forse un aspetto di rilevanza nel più lungo periodo è il crescente debito dello Stato che, unitamente al rapido invecchiamento della popolazione, desta preoccupazioni a riguardo della futura pressione fiscale e della sostenibilità dei sistemi previdenziali. La Banca del Giappone si è impegnata a mantenere la politica del tasso d'interesse zero finché non si fosse avviata una ripresa in grado di autosostenersi, e tale impegno è servito a rafforzare la fiducia e a mantenere bassi i rendimenti obbligazionari. Nondimeno, un paventato declassamento da parte di Moody's, la liberalizzazione in atto nel sistema finanziario giapponese, che offrirà ai risparmiatori nuove opportunità, e i persistenti disavanzi pubblici hanno fatto temere che i rendimenti obbligazionari potessero salire prima ancora che si fosse messa in moto una robusta crescita.

Il divergente andamento del risparmio nelle economie statunitense e giapponese trova contropartita nel disavanzo record del saldo corrente USA e nella persistente, ampia eccedenza di quello del Giappone. In effetti, il disavanzo USA ha assunto dimensioni senza precedenti in rapporto al PIL. Per contro, l'area dell'euro nel suo insieme ha mantenuto un modesto saldo attivo corrente, anche se in calo, in linea con la sua posizione ciclica intermedia. Per gran parte del periodo i principali tassi di cambio paiono essere stati influenzati più da fattori congiunturali che da considerazioni inerenti ai saldi esterni. Pertanto, un euro in deprezzamento e un dollaro ancora forte hanno potuto convogliare ulteriormente le pressioni di domanda verso paesi con un eccesso di capacità relativamente maggiore.

Tuttavia, a partire dalla seconda metà del 1999 l'inattesa debolezza dell'euro (nonostante un'accelerazione della crescita in Europa) e il fortissimo apprezzamento dello yen (nonostante la recessione tecnica in Giappone) implicavano l'agire di altri fattori (Capitolo V). Nel primo caso, gli osservatori hanno chiamato in causa la presunta lentezza delle riforme strutturali in Europa e i commenti apparentemente contraddittori dei responsabili delle politiche. Quanto al secondo, è stato argomentato che l'eccedenza esterna cominciava infine a esercitare i suoi effetti e che le riforme strutturali avrebbero stimolato i profitti. Un fatto incontrovertibile è l'ingente deflusso di capitali a più lungo termine dall'Europa agli Stati Uniti e al Giappone, soprattutto verso settori tecnologici con allettanti prospettive di rendimento. In un certo senso, l'introduzione dell'euro potrebbe aver avuto fin troppo successo. La maggiore dimensione e liquidità del mercato, insieme a tassi d'interesse relativamente bassi, ha incoraggiato l'emissione di obbligazioni in euro, i cui proventi potevano essere convertiti per finanziare investimenti in altri segmenti.

Quale che sia la causa del mutamento nel rapporto di cambio yen/euro, né le autorità del Giappone né quelle dell'area dell'euro lo hanno giudicato

incondizionatamente benefico. Consapevole della perdurante fragilità dell'economia giapponese e dell'impossibilità di abbassare ulteriormente i tassi ufficiali, la Banca del Giappone è intervenuta a più riprese per rallentare l'ascesa dello yen. La Banca centrale europea, data la priorità annessa alla stabilità dei prezzi interni, ha considerato con preoccupazione gli effetti inflazionistici del deprezzamento dell'euro in un momento in cui anche i prezzi delle materie prime stavano aumentando e le richieste salariali in alcuni paesi apparivano eccessive. Di conseguenza, la BCE ha innalzato una prima volta i tassi guida verso la fine del 1999, e questa politica di inasprimento è stata mantenuta in seguito.

L'andamento al rialzo dei rendimenti obbligazionari nei paesi industriali (Capitolo VI) non ha avuto effetti immediati sulla maggior parte delle economie emergenti. Gli afflussi di capitali esteri sono proseguiti a un ritmo pressoché analogo a quello del 1998 (ossia ancora ben inferiore ai livelli precrisi), con gli investimenti diretti esteri quale principale veicolo, mentre sono ulteriormente diminuiti i prestiti bancari. Se il vigore della ripresa di molte economie asiatiche è giunto inaspettato, la sua dinamica è stata piuttosto tradizionale, in quanto basata anzitutto su politiche macroeconomiche espansive, maggiori esportazioni e variazioni delle scorte. Nella fattispecie, il forte apprezzamento dello yen ha agito a favore di questi paesi, così come gli ulteriori, ingenti acquisti di prodotti della tecnologia informatica da parte sia del Giappone che degli Stati Uniti. Il fatto che la maggioranza delle economie asiatiche si stesse espandendo rapidamente, pur registrando ancora ampie eccedenze dei conti correnti, ha sostenuto i tassi di cambio della regione, consentendo alle banche centrali di mantenere bassi tassi d'interesse. Nella maggior parte dei paesi l'inflazione è rimasta moderata, e ciò ha costituito un ulteriore fattore positivo.

Ancor più sorprendente è il fatto che i più alti tassi d'interesse nei paesi industriali abbiano avuto un impatto così modesto in America latina e nell'Europa orientale. Molti paesi di queste regioni presentavano elevati livelli di debito esterno e ampi disavanzi di parte corrente, che si erano protratti durante la precedente grave recessione. Purtuttavia, le pressioni al ribasso subite da molte valute non sono state forti, né sufficienti a ostacolare una continua leggera accelerazione della crescita. Analogamente all'Africa e al Medio Oriente, molti paesi in America latina hanno beneficiato del rialzo dei prezzi delle materie prime, anche se con effetti alquanto variati, dato il diverso movimento dei corsi del petrolio, dei metalli e di altri prodotti. Un fattore che sembra avere particolarmente contribuito a sostenere la fiducia è l'enfasi data alla restrizione di bilancio anche in pieno contesto recessivo. I mercati hanno interpretato ciò come un cambiamento di regime che, in aggiunta alle privatizzazioni e ad altre riforme strutturali, avrebbe creato basi solide per una crescita duratura. Solo con il tempo si saprà se queste valutazioni ottimistiche erano corrette.

## Realizzazioni sul piano delle strutture e dell'architettura

Le politiche macroeconomiche e gli sviluppi indotti dalla domanda operano in un contesto comprendente il lato dell'offerta dell'economia, la sua struttura finanziaria e il complesso di accordi e convenzioni internazionali che definiscono l'"architettura finanziaria internazionale". Mentre i cambiamenti in tali ambiti

tendono a non essere sensazionali, ma piuttosto evolutivi, è lì che vanno gettate le fondamenta di una prosperità durevole.

In tutto il mondo sono state attuate significative riforme dal lato dell'offerta, sullo sfondo dell'evidente spostamento verso l'alto nel trend della produttività degli Stati Uniti. Questo ha causato un numero elevato di perdite involontarie del posto di lavoro, e ciò nonostante il tasso di disoccupazione ha continuato a calare. Ispirandosi all'esempio statunitense, molti altri paesi hanno cominciato ad adottare le pratiche più flessibili che caratterizzano il mercato del lavoro e dei beni negli Stati Uniti. Per quanto concerne il primo mercato, in Europa sono stati compiuti taluni progressi verso l'adozione di un modello di contrattazione salariale a livello di impresa, e secondo alcune indicazioni preliminari il tasso naturale di disoccupazione starebbe parimenti abbassandosi. In Francia l'introduzione della settimana lavorativa di 35 ore era stata giustamente interpretata come un passo indietro, ma notevoli sforzi sono stati compiuti in seguito al fine di utilizzarla come mezzo per riformare pratiche lavorative obsolete. In Giappone la politica del posto di lavoro a vita nelle grandi aziende ha mostrato segni di cedimento, per effetto dei tagli aziendali che hanno agito sulle generazioni più anziane e dei cambiamenti culturali che hanno interessato le classi giovani.

Considerando le innovazioni strutturali nei mercati dei beni, sia in Europa che in diversi paesi emergenti sono state privatizzate numerose aziende di servizi pubblici e società di telecomunicazione, consentendo in molti casi di abbassare drasticamente i prezzi dei servizi. Nonostante l'entusiasmo dei mercati finanziari, i progressi in Giappone sono stati meno evidenti, anche se è proseguita la graduale razionalizzazione del sistema di distribuzione, che ha esercitato anch'essa pressioni al ribasso sui prezzi. Vi sono state inoltre crescenti indicazioni di un allentamento dei legami "keiretsu" e di una maggiore accettazione dei rapporti con aziende estere. In Corea la ristrutturazione societaria sembra essere ben avviata, grazie al forte sostegno del governo. Anche se molte "chaebol" hanno dato priorità ai profitti rispetto alla crescita dimensionale, non ha trovato finora ampia conferma l'impegno a dismettere l'attività non fondamentale. Infine, vi è stato un notevole aumento di interesse in Europa e in molti paesi emergenti per l'uso commerciale della tecnologia Internet. Data la sopravvivenza di prassi non competitive in molti paesi, tale sviluppo potrebbe tradursi in riduzioni dei costi persino maggiori che negli Stati Uniti.

La trasformazione strutturale si è accelerata anche nel settore finanziario, dove il credito fornito dai mercati ha continuato a guadagnare terreno nei confronti della tradizionale intermediazione bancaria. Le emissioni internazionali di obbligazioni e notes hanno registrato un forte aumento, così come le negoziazioni cross-border di azioni, mentre il credito bancario internazionale è ulteriormente diminuito sulla scia delle crisi recenti. Le pressioni competitive si sono intensificate ovunque, e al tempo stesso ha assunto maggiore rilevanza la tutela degli interessi degli azionisti. In questo contesto fattosi più agguerrito spiccano due importanti tendenze. In primo luogo, in tutte le parti del mondo si è fortemente accelerata l'attività di fusione e acquisizione tra società finanziarie. Mentre nella maggior parte dei paesi industriali questa ha avuto una



dimensione per lo più nazionale, è notevolmente aumentata la penetrazione nei mercati emergenti delle società finanziarie dei paesi industriali. In secondo luogo, nel contesto di un'ulteriore espansione delle risorse controllate dal settore della gestione professionale di patrimoni pare esservi stato uno spostamento a favore dei fondi di investimento che si erano specializzati con successo in strategie dinamiche.

Un evento strutturale straordinario agli inizi del 1999 è stata la riuscita introduzione dell'euro in sostituzione delle sue valute costituenti (Capitolo VII). Quasi immediatamente, i mercati monetari e interbancari nell'area dell'euro hanno cominciato a funzionare su base totalmente integrata, e il volume delle emissioni di titoli societari in euro è stato di molte volte superiore a quello delle emissioni nelle valute preesistenti. Hanno beneficiato di questo andamento soprattutto i crediti a più basso rating, così come il mercato dei titoli garantiti da ipoteche. In parziale controtendenza, i mercati azionari e dei titoli di debito pubblico non sono riusciti a integrarsi. Sebbene ciò sia in parte dovuto alla mancata realizzazione, finora, di un'infrastruttura comune di negoziazione e compensazione, le convenzioni nazionali hanno continuato a rappresentare un significativo ostacolo a una piena unificazione. In questo nuovo scenario, le banche sono state esposte ad accentuate pressioni competitive derivanti dai mercati, dalle loro omologhe e da tutta una serie di concorrenti esteri o basati su Internet. Pertanto, molte banche hanno riconsiderato le loro strategie di crescita, pianificando al tempo stesso razionalizzazioni interne e operazioni di consolidamento esterno.

In molti paesi le precedenti crisi finanziarie avevano comportato la necessità di procedere a ulteriori ristrutturazioni bancarie. Di conseguenza, lo scorso anno in molti paesi latino-americani, ma specie in Brasile, il settore bancario appariva sensibilmente rafforzato. Un'evidente eccezione, malgrado il significativo aumento della penetrazione estera, è rappresentata dal Messico, dove carenze sul piano legale e giudiziario hanno continuato a limitare il diritto dei creditori di rivalersi sulle garanzie collaterali. In Asia i progressi sono stati notevoli in alcuni paesi, specie in Corea e Malaysia, ma lenti in altri. In certa misura, ciò va attribuito alla necessità di affrontare la ristrutturazione societaria contestualmente a quella del settore bancario, il che ha reso il compito molto più complesso. Per quanto concerne la ristrutturazione delle banche in Cina, è per ora difficile valutare gli sviluppi recenti. In Giappone la virtuale scomparsa del premio richiesto alle banche sta a indicare la fiducia degli operatori nella solvibilità di fondo del sistema, grazie alle continue fusioni e agli apporti di capitale del governo. L'espansione del credito, tuttavia, non ha ripreso slancio.

Di fronte al susseguirsi delle crisi finanziarie internazionali dal 1994, le autorità del settore pubblico nei paesi sia industriali che emergenti hanno rivolto crescente attenzione alle misure per prevenire le crisi, per migliorare la loro gestione e infine per risolverle. Nonostante i significativi progressi compiuti in taluni ambiti, molti partecipanti a questo processo hanno fatto altresì notare la proliferazione di gruppi di lavoro e l'evidente mancanza di coesione tra di loro. A giudicare dai risultati delle sue prime tre riunioni, il Forum per la stabilità finanziaria, di recente istituzione, pare costituire uno strumento efficace per evitare duplicazioni e lacune in quest'area, nonché per

fornire un utile orientamento sul modo in cui le raccomandazioni possano essere attuate nella pratica. Quest'ultimo compito rappresenta un impegno cospicuo e di importanza cruciale per la comunità internazionale.

Nell'ambito della prevenzione delle crisi sono proseguite le riunioni di esperti nazionali, molte delle quali alla BRI, dove è stata dedicata crescente attenzione alla stesura o alla revisione di codici di corretta prassi in campo finanziario. Una descrizione approfondita del lavoro svolto da tutti i comitati che operano a Basilea è contenuta nel capitolo dedicato alle Attività della Banca. Passando dalla formulazione di principi alla loro attuazione concreta, particolari progressi sono stati compiuti nell'applicazione dei *Principi fondamentali per un'efficace vigilanza bancaria*, grazie all'impegno cooperativo del Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria e del suo Core Principles Liaison Group. Un contributo fondamentale è stato fornito anche dal FMI e dalla Banca mondiale, che hanno avviato un ambizioso programma pilota per valutare la stabilità finanziaria nel quadro delle consultazioni dell'Articolo IV. Relativamente alla gestione delle crisi, il dibattito si è incentrato sul conflitto tra il sostegno finanziario a mutuatari sovrani in difficoltà, da un lato, e il problema del "moral hazard", dall'altro. Le discussioni su come contemperare uno schema di regole con l'esercizio della discrezionalità e sulle implicazioni per le condizioni abbinate ai finanziamenti del FMI hanno messo in luce le perduranti divergenze di opinione in merito alle procedure appropriate.

Anche nell'area della risoluzione delle crisi sono stati compiuti alcuni limitati progressi. Con l'incoraggiamento del FMI, un certo numero di paesi minori ha negoziato sia una ristrutturazione che una riduzione del valore delle rispettive obbligazioni internazionali, senza manifesti effetti indotti sul costo di tale forma di finanziamento per altri mutuatari di paesi emergenti. Inoltre, nel riconoscimento che i detentori di obbligazioni rappresentano una categoria sempre più importante di creditori, Canada, Germania e Regno Unito hanno assunto varie iniziative per incoraggiare l'impiego di clausole di azione collettiva nei nuovi contratti obbligazionari. Infine, sono state prese ulteriori esitanti misure per alleggerire l'onere debitorio di un certo numero di paesi fra i più poveri del mondo, alcuni dei quali erano stati anche colpiti da calamità naturali. Tuttavia, la questione dello sgravio del debito suscita forti emozioni che hanno reso finora dolorosamente lento il processo internazionale di formazione del consenso. In questa come in altre aree sono necessari ulteriori progressi, forse sulla falsariga di quanto suggerito nelle Conclusioni di questa Relazione.

## II. Gli andamenti nei paesi industriali

### Aspetti salienti

Sostenuta dal perdurante vigore della domanda interna negli Stati Uniti e dal progressivo rafforzamento dell'attività nei paesi dell'area dell'euro, lo scorso anno la crescita del prodotto nei paesi industriali ha segnato una ripresa, dopo il rallentamento del periodo 1997–98. L'unica eccezione a questa tendenza è stata rappresentata dal Giappone dove, dopo un inatteso recupero nel primo semestre 1999, il prodotto ha subito un calo nel corso del secondo, collocandosi a fine anno sullo stesso livello del 1998.

Nonostante il livello prossimo o superiore al pieno utilizzo della capacità produttiva nei paesi più avanzati nel ciclo economico e il forte rincaro dei prezzi dell'energia, le misure dell'inflazione di base sono rimaste per lo più su valori modesti. Ciò è in parte riconducibile alla crescente competitività sui mercati mondiali dei beni, che ha impedito ai produttori di traslare i più elevati costi degli input sui prezzi finali. Una seconda ragione è stata la crescita mediamente più debole dei costi unitari del lavoro, dovuta alla moderazione dei salari nominali e al più rapido incremento della produttività. Quest'ultimo è stato notevole soprattutto negli Stati Uniti, dove la crescita della produzione oraria nel settore delle imprese non agricole è salita al 4<sup>1/4</sup>%, facendo registrare il tasso più elevato degli ultimi 35 anni.

La crescita effettiva del prodotto è stata inferiore al potenziale nella maggior parte degli altri paesi e le comuni misure del sottoimpiego di capacità si sono ampliate. Ciò nonostante, in generale i tassi di disoccupazione sono calati, in netto contrasto con gli andamenti storici. Il calo è stato particolarmente pronunciato nei paesi dell'area dell'euro, in linea con le tesi secondo cui la moderazione dei salari e le misure volte ad accrescere la flessibilità del mercato del lavoro starebbero gradualmente riducendo la disoccupazione strutturale, sebbene altre spiegazioni siano parimenti plausibili.

Nel corso del 1999 è stato inoltre osservato un ulteriore ampliamento degli squilibri finanziari interni ed esterni, segnatamente negli Stati Uniti e in Giappone. I guadagni di ricchezza e il connesso aumento dell'indebitamento del settore privato hanno alimentato l'espansione della domanda interna negli Stati Uniti che ha superato di gran lunga quella del prodotto reale, portando a un nuovo incremento del disavanzo di parte corrente. Per converso, in Giappone la propensione al consumo del settore privato è ulteriormente diminuita e l'azione di stimolo fiscale volta a incentivare la dinamica del prodotto ha avuto solo effetti temporanei. Di conseguenza, il disavanzo delle amministrazioni pubbliche si è ulteriormente ampliato e il rapporto debito/PIL ha continuato a crescere a un ritmo elevato.

Nonostante l'accentuarsi del disavanzo corrente degli Stati Uniti, lo scorso anno il dollaro è rimasto generalmente stabile in termini effettivi, dato che lo

squilibrio è stato ampiamente compensato dagli afflussi netti di capitali a lungo termine. Per contro, nei paesi dell'area dell'euro i deflussi netti di capitale a lungo termine hanno superato in larga misura l'eccedenza corrente mentre, nel caso del Giappone, gli annunci di ristrutturazioni societarie, unitamente alle misure di deregolamentazione, hanno indotto un deciso aumento degli afflussi per investimenti diretti esteri (IDE) e di portafoglio, che ha contribuito alle spinte al rialzo sui prezzi azionari nipponici.

## Andamenti macroeconomici nel 1999

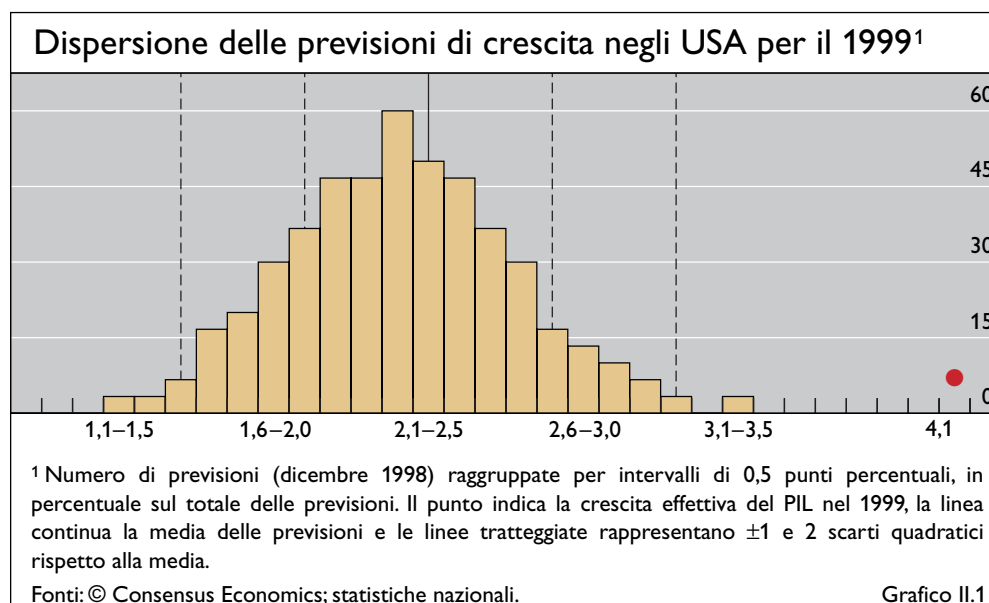
Con il procedere dell'anno e il venir meno degli effetti delle turbative seguite alla moratoria sul debito russo, le prospettive di crescita del prodotto nei paesi industriali e la situazione economica mondiale sono gradatamente migliorate (tabella II.1). Per il terzo anno consecutivo la crescita effettiva negli Stati Uniti ha superato in misura significativa i valori attesi (grafico II.1); anche negli altri paesi più avanzati nel ciclo economico (Canada, Australia e Regno Unito) l'espansione è risultata più vigorosa del previsto. Sebbene le proiezioni per i paesi dell'area dell'euro si siano sostanzialmente realizzate nella media, tale risultato può essere largamente attribuito a errori previsivi di segno opposto relativamente ai singoli paesi e ha celato una crescente divergenza di andamento all'interno del gruppo. In particolare, le economie in una fase già avanzata del ciclo (Irlanda, Spagna e Paesi Bassi) sono cresciute a un ritmo più sostenuto di quanto pronosticato, mentre nei paesi più attardati (Germania e Italia) la ripresa è stata più esitante del previsto. Anche gli andamenti nella regione Asia-Pacifico hanno contribuito a rafforzare la domanda mondiale. In Giappone non si è verificato il preannunciato calo del prodotto, mentre le economie asiatiche emergenti colpite dalla crisi si sono riprese a un ritmo decisamente superiore alle proiezioni (Capitolo III).

Migliori prospettive di crescita del prodotto

Nonostante il rafforzamento della crescita del prodotto, il rialzo di proporzioni inattese dei prezzi del petrolio e dell'energia e l'indirizzo relativamente accomodante delle politiche, lo scorso anno l'inflazione dei prezzi al

Previsioni e risultati per il 1999 <sup>1</sup>						
	PIL reale		Prezzi al consumo		Saldo corrente	
	Previsione	Risultato	Previsione	Risultato	Previsione	Risultato
	variazioni percentuali annue				in mdi di \$USA	
Nord America	2,3	4,1	2,0	2,2	-287	-342
Europa occidentale	2,0	2,2	1,5	1,2	134	74
Area dell'euro	2,3	2,2	1,3	1,0	108	40
Area Asia-Pacifico	0,5	2,2	1,1	0,4	192	191
America latina	0,8	-	7,4	8,0	- 67	- 50
Europa orientale	-0,4	1,1	53,2	34,1	- 24	- 4
Altri paesi	2,0	2,1	5,2	3,2	- 14	- 11
Mondo	1,5	2,6	3,7	2,8	- 66	-142

<sup>1</sup> In base ai dati pubblicati a dicembre 1998 (previsioni) e aprile 2000 (risultati).  
Fonte: © Consensus Economics, *Consensus Forecasts*. Tabella II.1



Forze  
disinflazionistiche  
più vigorose del  
previsto

consumo è risultata sostanzialmente in linea con le previsioni. Ciò fa ritenere che le forze disinflazionistiche di fondo sono state più vigorose di quanto la maggior parte degli analisti avesse considerato. Le pressioni concorrenziali sui mercati mondiali dei prodotti e la connessa riduzione del potere di fissazione dei prezzi delle imprese sono tra i principali fattori all'origine di questa evoluzione positiva. Un importante contributo è altresì provenuto dalla perdurante moderazione salariale e dall'accelerazione della produttività in alcuni dei paesi in più rapida espansione, mentre il ruolo svolto dai movimenti di cambio resta incerto. Da un lato, il rafforzamento del dollaro USA nei confronti dell'euro ha probabilmente favorito uno spostamento della domanda globale verso i paesi con capacità eccedente e un'inflazione relativamente modesta. Dall'altro, il generale apprezzamento dello yen ha agito in senso opposto, sottraendo domanda a un paese caratterizzato da sottoimpiego di capacità e deflazione.

Ampliamento degli  
squilibri interni ed  
esterni

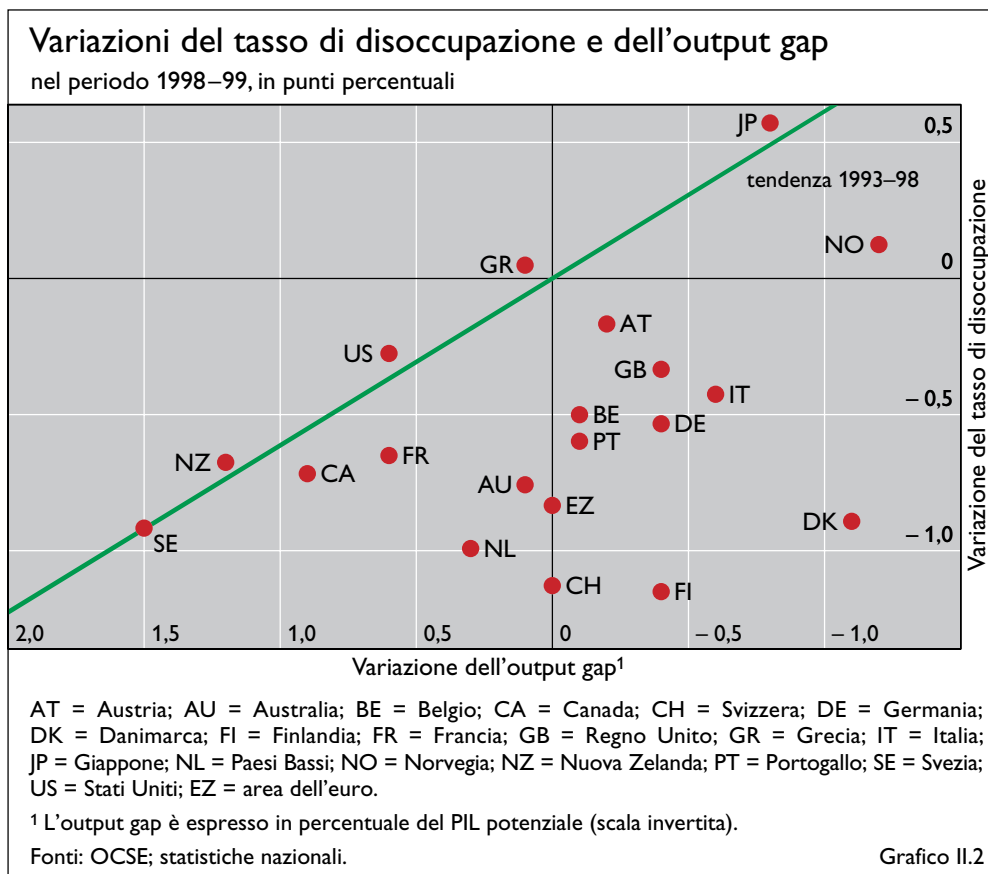
Data la convergenza dei tassi di crescita meno pronunciata del previsto, la maggior parte dei paesi più avanzati nel ciclo ha registrato un ulteriore ampliamento degli squilibri esterni. L'avanzo esterno aggregato dei paesi dell'area Asia-Pacifico è risultato in linea con le proiezioni, mentre quello dei paesi dell'Europa occidentale si è ridotto in misura superiore alle attese, nonostante il deprezzamento dell'euro. Tuttavia, come indica implicitamente il divario fra le previsioni e i risultati complessivi, illustrato alla tabella II.1, nel 1999 la discrepanza statistica negativa globale è aumentata significativamente. Inoltre, gli andamenti aggregati celano l'accentuarsi degli squilibri a livello di singoli paesi, che in taluni casi appaiono di entità insostenibile. Infatti, il graduale ampliamento dell'eccedenza esterna del Giappone fino al 1998 e il successivo calo nel 1999 vanno visti come il risultato netto di una crescente eccedenza di risparmio privato e un'espansione del disavanzo pubblico a ritmi insostenibili. Analogamente, il sempre più ampio disavanzo esterno degli Stati Uniti rispecchia crescenti squilibri interni, ma di segno opposto, poiché al rimborso netto del debito pubblico fa riscontro la rapida espansione dell'indebitamento del settore privato.

Con il miglioramento delle prospettive di crescita, lo scorso anno i tassi di interesse reali a lungo termine sono aumentati, raggiungendo in alcuni casi livelli superiori alle medie storiche. Tuttavia, dato che questi aumenti hanno costituito, in parte, un aggiustamento alle aspettative di una crescita potenziale più elevata e quindi una risposta endogena ad alcune delle determinanti dell'espansione, il loro effetto di contenimento sulla dinamica della domanda interna non è risultato chiaramente evidente. È anche probabile che, nella misura in cui ha liberato risorse finanziarie per gli investimenti privati, il risanamento dei conti pubblici dello scorso anno abbia avuto un effetto moderatore.

Più alti tassi d'interesse reali con scarsi effetti restrittivi

Nonostante le migliorate condizioni economiche nel corso del 1999, nella maggior parte dei paesi la crescita effettiva è stata inferiore al potenziale e quindi insufficiente a impedire un ampliamento dell'output gap complessivo. Purtroppo, il tasso di disoccupazione è diminuito, confermando la tesi secondo cui le misure di riforma del mercato del lavoro e la moderazione dei salari reali stavano agendo favorevolmente sulla domanda di lavoro. Questa evoluzione è stata particolarmente evidente nei paesi dell'area dell'euro, il cui tasso di disoccupazione aggregato è calato di circa 1 punto percentuale laddove, in base alla tendenza del periodo 1993-98, non vi era da attendersi alcuna variazione (grafico II.2). È chiaro che questo risultato apparentemente positivo potrebbe anche derivare da fattori meno auspicabili, come il lavoro a tempo parziale involontario, la minore crescita delle forze di lavoro e il rallentamento dei guadagni di produttività (si veda oltre).

La disoccupazione reagisce alla moderazione salariale e alle misure di riforma del mercato del lavoro



## Andamenti nei singoli paesi

Negli Stati Uniti l'espansione più lunga del periodo postbellico ...

Agli inizi di quest'anno, l'economia degli *Stati Uniti* ha fatto segnare il centosettesimo mese consecutivo di crescita ininterrotta, l'espansione più lunga del periodo postbellico (tabella II.2). Tuttavia, per effetto di alcuni fattori avversi nei primi anni novanta, non si è trattato dell'espansione con il tasso più elevato: persino negli ultimi quattro anni la crescita media ha appena raggiunto quella degli anni ottanta ed è rimasta ben al di sotto di quella degli anni sessanta. Anche il ritmo di creazione di posti di lavoro risulta, al confronto, più debole. D'altra parte, poiché l'espansione è iniziata nel contesto di un eccesso di offerta di lavoro relativamente esiguo, il tasso di disoccupazione si è mantenuto costantemente basso per scendere, nei primi mesi di quest'anno, al livello minimo dalla fine del 1969. Nondimeno, contrariamente a quanto avvenuto nel 1969, quando il tasso d'inflazione era salito al 6%, lo scorso anno l'indice dei prezzi al consumo (al netto dei prezzi dell'energia e dei prodotti alimentari più volatili) ha subito un incremento del 2% soltanto.

... grazie a un'inflazione bassa e stabile ...

Un aspetto fondamentale che distingue l'attuale espansione dalle precedenti di durata analoga è che l'inflazione, anziché aumentare, è diminuita. Consentendo alle politiche di mantenere un orientamento accomodante, i bassi tassi d'inflazione hanno fornito un contributo fondamentale al perdurare della ripresa. Inoltre, anche la variabilità dell'inflazione è stata bassa, il che ha probabilmente attenuato le incertezze e migliorato la capacità segnaletica delle variazioni dei

L'espansione statunitense in una prospettiva storica					
	1° t 1961–3° t 1969	1° t 1983–2° t 1990	2° t 1991–4° t 1999	4° t 1995–4° t 1999	
PIL in volume <sup>1</sup>	5,0	4,3	3,6	4,4	
<i>Deviazione standard</i> <sup>2</sup>	2,0	1,7	1,3	0,7	
Occupazione <sup>1</sup>	2,1	2,5	1,5	1,7	
Produttività <sup>1</sup>	2,9	1,7	2,1	2,6	
Tasso di disoccupazione <sup>3</sup>	4,7	6,8	5,8	4,8	
Deflatore del PIL <sup>1</sup>	2,6	3,3	1,9	1,6	
<i>Deviazione standard</i> <sup>2</sup>	1,3	0,6	0,6	0,4	
Saggio di risparmio delle famiglie <sup>3</sup>	8,4	8,4	5,6	3,9	
Prezzi azionari <sup>1,4</sup>	5,1	12,6	16,4	23,1	
Tassi d'interesse a 10 anni <sup>3,5</sup>	4,7	9,6	6,4	5,9	
Debito/reddito delle famiglie <sup>3</sup>	63,4	74,4	89,6	94,2	
Debito/prodotto delle imprese <sup>3,6</sup>	54,9	70,6	75,3	76,3	
Profitti delle imprese/PIL <sup>3</sup>	10,8	7,4	8,7	9,7	
Investimenti delle imprese/PIL <sup>3,7</sup>	13,4	14,6	15,6	17,3	
Investimenti in impianti e attrezzature/PIL <sup>3,7</sup>	3,4	6,0	8,3	9,7	
Saldo corrente/PIL <sup>3</sup>	0,5	-2,4	-1,7	-2,3	

<sup>1</sup> Variazioni percentuali annue. <sup>2</sup> Variazioni su quattro trimestri. <sup>3</sup> Media del periodo. <sup>4</sup> S&P 500. <sup>5</sup> Titoli del Tesoro USA.  
<sup>6</sup> Settore delle imprese non finanziarie. <sup>7</sup> In termini di volume.  
 Fonte: statistiche nazionali.

Tabella II.2

prezzi relativi, rendendo pertanto più facile per le imprese conseguire un equilibrio tra produzione e domanda. Infatti, una caratteristica importante dell'attuale ciclo è stata la netta diminuzione sia del rapporto fra scorte e vendite sia dell'ampiezza del ciclo delle scorte, che ha consentito alle imprese di ridurre i costi attenuando al tempo stesso la variabilità della crescita del PIL.

Questo miglioramento dei risultati non ha un'origine interamente esogena, ma può essere attribuito in ampia misura agli investimenti per apparecchiature informatiche e all'introduzione di nuove tecnologie a tutti i livelli della catena di produzione e di distribuzione. Come evidenziato dalla tabella II.2, il rapporto fra gli investimenti in impianti e attrezzature e il PIL è stato pari all'8¼%, notevolmente superiore rispetto alle precedenti fasi di espansione. Inoltre, vi sono finora scarsi segni di un imminente esaurirsi del boom degli investimenti, poiché l'incidenza di questi ultimi sul PIL superava l'11% alla fine dello scorso anno. Uno dei principali risultati dell'impiego delle nuove tecnologie e dell'incremento dell'intensità di capitale nell'economia statunitense è stata la netta accelerazione della crescita della produttività del lavoro e del tasso potenziale di sviluppo dell'intera economia. Infatti, l'incremento della produttività nel settore delle imprese non agricole è stato del 4¼% lo scorso anno, il che ha contribuito a contenere i costi unitari del lavoro e l'inflazione dei prezzi in generale. L'aumento del rapporto capitale/lavoro e della crescita della produttività del lavoro nella seconda parte degli anni novanta ha altresì comportato un innalzamento del tasso stimato di espansione del prodotto compatibile con una disoccupazione stabile, che da un livello appena inferiore al 2% dovrebbe essere salito al 3¼% nel corso del decennio (grafico II.3).

Il contributo delle amministrazioni pubbliche differisce da quello fornito nei cicli precedenti. Innanzitutto, l'aumento della spesa pubblica è stato inferiore rispetto a quello negli anni sessanta, quando aveva costituito una delle principali cause di surriscaldamento. In secondo luogo, un incremento inatteso delle entrate (risultante in parte dalla tassazione delle plusvalenze in conto capitale) e gli sforzi tesi a ridurre la spesa hanno generato una crescente eccedenza di risparmio, che ha consentito un ridimensionamento del debito pubblico, lasciando così spazio all'investimento privato. In terzo luogo, è probabile che la riduzione dell'aliquota media e marginale dell'imposta sul reddito e la sostituzione dei trasferimenti ai soggetti a basso reddito con incentivi alla ricerca di impiego abbiano contribuito alla crescita delle forze di lavoro, nonché ridotto il potenziale eccesso di domanda e le pressioni salariali.

Nonostante l'impatto favorevole dal lato dell'offerta, le nuove tecnologie hanno anche generato squilibri e potrebbero con il tempo contribuire a una maggiore volatilità del ciclo. Primo, i settori delle tecnologie avanzate, che rappresentano una quota crescente del prodotto statunitense, hanno un passato di cicli volatili e di elevata reattività alle fluttuazioni della domanda dei loro prodotti. Secondo, dal lato degli utilizzatori, le nuove tecnologie e le pressioni ad abbassare i costi hanno incitato le imprese a ridurre in misura sostanziale le giacenze di magazzino e altri stock di riserva. Sebbene le nuove tecnologie abbiano anche consentito una più efficace gestione delle scorte, potrebbe essersi accresciuta la vulnerabilità delle imprese di fronte a shock dal lato dell'offerta e della domanda. Di conseguenza, la minore variabilità della

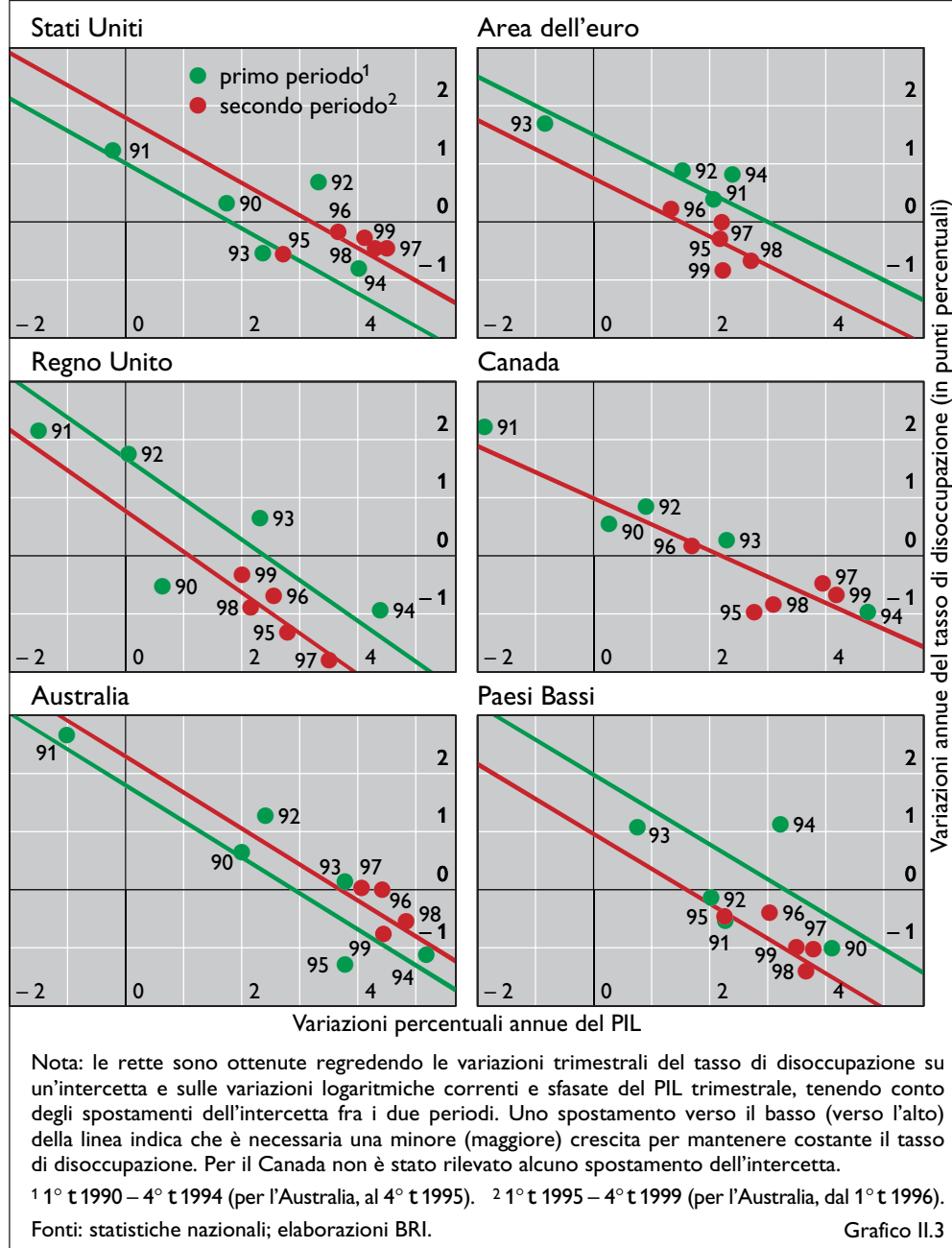
... e a una crescita della produttività più sostenuta

Il risparmio positivo del settore pubblico facilita gli investimenti

Le nuove tecnologie concorrono a ridurre i costi ...

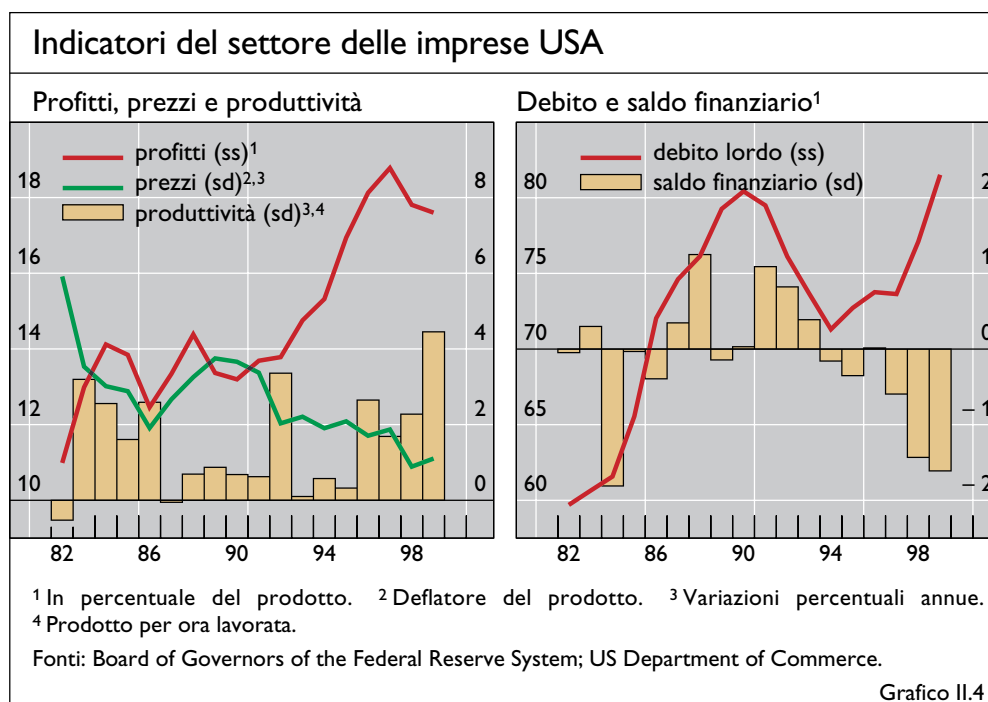


## Crescita del PIL e variazioni del tasso di disoccupazione durante il recente ciclo



... ma potrebbero anche comprimere i margini di profitto

crescita del PIL non è soltanto il risultato di nuovi investimenti e del ricorso alle tecnologie innovative, ma potrebbe essere divenuta una condizione necessaria della loro ulteriore redditività. In terzo luogo, poiché l'uso delle nuove tecnologie e della rete Internet ha intensificato le pressioni concorrenziali nei mercati sia all'ingrosso che al dettaglio, erodendo il potere delle imprese nel determinare i prezzi, i margini e le quote di profitto sono stati sempre più soggetti a spinte al ribasso. Sui profitti ha altresì agito negativamente il crescente onere degli ammortamenti, dovuto alla durata limitata dei recenti investimenti in impianti e attrezzature. Ad esempio, nel corso degli ultimi



tre anni la dinamica più sostenuta della produttività del lavoro si è di fatto accompagnata a una diminuzione delle quote di profitto, diversamente da quanto avvenuto in periodi precedenti, caratterizzati invece da una correlazione positiva (grafico II.4). In sintesi, la spesa per investimenti non solo comprende una quota sempre maggiore di investimenti di sostituzione ma viene anche finanziata in misura crescente mediante capitale di prestito.

Infine, vi sono indicazioni che i corsi azionari e la ricchezza finanziaria delle famiglie sono aumentati più di quanto spiegherebbe l'incremento della crescita potenziale al 3<sup>1</sup>/<sub>4</sub>% circa, implicando che gli effetti dell'accresciuta produttività dal lato della domanda hanno sopravanzato quelli dal lato dell'offerta. Ciò è riscontrabile non solo nell'ampliarsi del divario fra la domanda effettiva e il prodotto potenziale, ma è forse ancor più evidente nel marcato incremento del rapporto fra la ricchezza finanziaria netta e il reddito disponibile delle famiglie

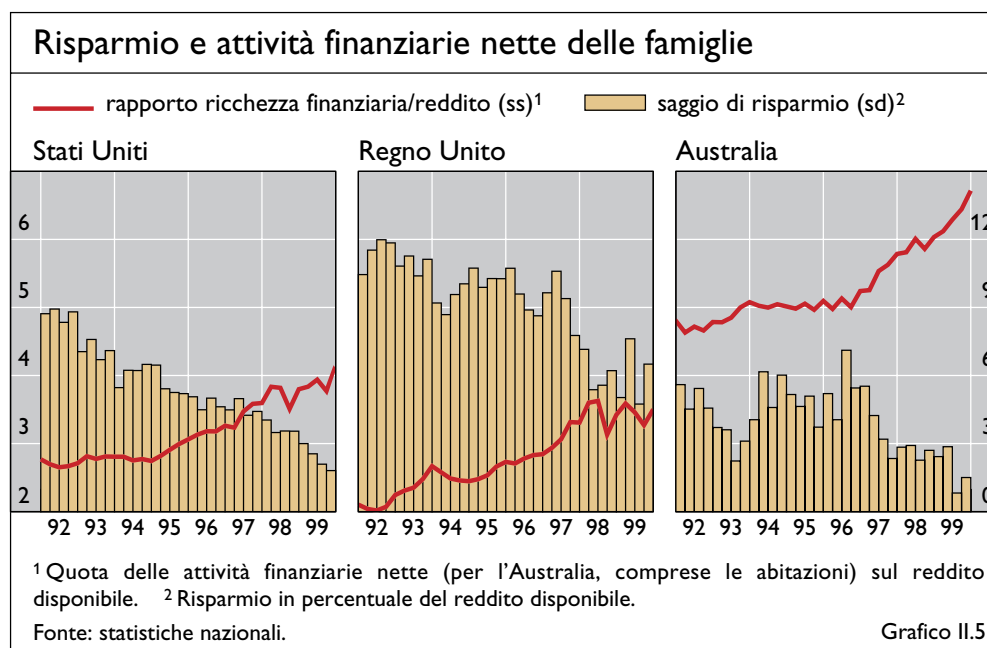
Rischi di un eccesso di domanda risultanti da guadagni di ricchezza

Elasticità stimata dei consumi rispetto al reddito e alla ricchezza						
	Rispetto al reddito <sup>1</sup>		Rispetto alla ricchezza <sup>1,2</sup>		Contributo relativo <sup>3</sup>	
	Breve periodo	Lungo periodo	Breve periodo	Lungo periodo	Reddito	Ricchezza
Stati Uniti	0,62	0,89	0,04	0,12	15,5	6,5
Regno Unito	0,59	0,76	0,02	0,16	10,5	7,5
Australia	0,41	0,90	0,11	0,13	14,5	7,5

<sup>1</sup> Le elasticità sono ottenute regredendo la spesa delle famiglie rispettivamente sul reddito disponibile e sulla ricchezza netta delle famiglie, con l'impiego di un modello di correzione dell'errore sui dati trimestrali. Per gli Stati Uniti, 1° t 1960 – 4° t 1999; per il Regno Unito, 1° t 1980 – 4° t 1999; per l'Australia, 1° t 1977 – 4° t 1999. <sup>2</sup> Per gli Stati Uniti e il Regno Unito, unicamente la ricchezza finanziaria; per l'Australia, inclusa la ricchezza immobiliare. <sup>3</sup> Calcolato come contributo (percentuale) alla crescita dei consumi nel periodo 4° t 1994 – 4° t 1999, usando le elasticità di lungo periodo. Durante tale periodo i consumi reali sono cresciuti del 22% negli Stati Uniti e in Australia e del 18% nel Regno Unito.

Fonte: statistiche nazionali.

Tabella II.3



(grafico II.5), nonché nell'influsso dei guadagni di ricchezza sulla spesa di queste ultime. Quand'anche soltanto il 4% di tali guadagni fosse stato speso nel breve periodo, al rialzo dei corsi azionari sarebbe attribuibile il 20–25% dell'aumento dei consumi nel corso degli ultimi cinque anni (tabella II.3).

Andamenti analoghi  
in altri paesi  
anglofoni ...

Alcuni degli andamenti sopra descritti possono essere osservati anche negli altri paesi anglofoni più avanzati nel ciclo (*Regno Unito, Canada e Australia*). In tutti e tre i paesi lo scorso anno l'economia ha operato a livelli prossimi o superiori al pieno utilizzo della capacità e i tassi di disoccupazione sono scesi ai minimi degli ultimi dieci o venti anni. Tuttavia, differenti sono stati i fattori di crescita nei singoli paesi. Il Canada ha beneficiato del rialzo dei corsi delle sue materie prime di esportazione e della forte espansione delle vendite agli Stati Uniti, mentre la domanda interna è accelerata soltanto relativamente tardi nel corso dell'anno. In Australia la crescita è stata soprattutto alimentata dalla spesa delle famiglie, mentre gli investimenti sono rallentati e i proventi delle esportazioni sono calati, in parte a causa dell'andamento cedente nella prima parte dell'anno di talune materie prime che costituiscono una quota rilevante delle esportazioni australiane. La crescita modesta del PIL su base annua osservata nel Regno Unito è risultata dalla somma di tendenze contrapposte. Innanzitutto, la debolezza del primo semestre è stata seguita dal vigore del secondo, che ha rispecchiato gli effetti ritardati dell'allentamento della politica monetaria deciso in risposta alla diminuzione dell'inflazione. In secondo luogo, una netta dicotomia è emersa fra i settori orientati verso l'interno – che beneficiano del calo dei prezzi delle importazioni e dei forti guadagni di ricchezza – e i settori esposti alle pressioni competitive connesse con una valuta forte e, per parte dell'anno, con la debole crescita dei mercati di esportazione.

... anche per  
quanto riguarda  
i bassi saggi  
di risparmio ...

Nei tre paesi anche il risparmio delle famiglie è sceso a livelli che non soltanto sono bassi secondo i parametri storici ma anche sensibilmente inferiori a quelli degli altri paesi industriali, Stati Uniti esclusi. Una delle ragioni principali pare essere stato il summenzionato aumento della ricchezza

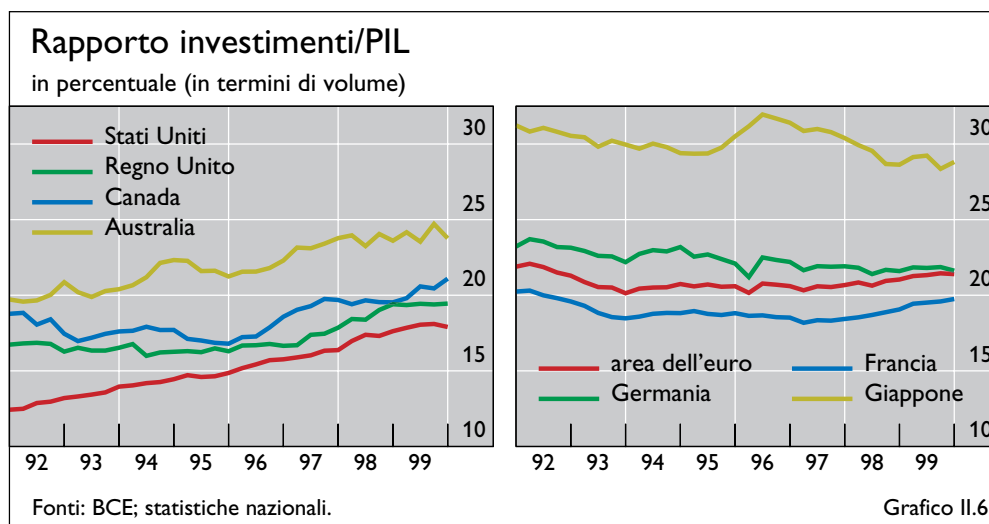
finanziaria netta al quale si sono aggiunti, nel Regno Unito e in Australia, un rialzo dei prezzi delle abitazioni e un'espansione dei prestiti ipotecari in eccesso rispetto alla spesa imputabile agli investimenti in abitazioni. In Canada la quota di risparmio delle famiglie è addirittura scesa all'1% lo scorso anno, mentre il rapporto indebitamento/reddito ha superato il 100%.

Gli andamenti relativi agli investimenti delle imprese e i loro effetti sulla crescita potenziale e sulla produttività del lavoro paiono differire nelle tre economie. Sebbene queste siano state accomunate da un incremento del rapporto investimenti/PIL a partire dal 1995 circa (grafico II.6), soltanto l'Australia ha registrato una significativa accelerazione della produttività. Esclusi gli Stati Uniti, l'Australia è inoltre l'unico paese in cui il tasso di crescita del PIL compatibile con un livello di disoccupazione stabile pare essersi accresciuto. In Canada vi sono indicazioni di un rafforzamento della crescita di produttività a partire dalla metà del 1998; tuttavia, l'incremento è stato troppo debole e tardivo per poter influire sulla correlazione calcolata fra la crescita del PIL e la disoccupazione. Nel Regno Unito il quadro è ancora più contrastato. Confrontate con un deciso apprezzamento della sterlina, le industrie di trasformazione sono riuscite ad aumentare la produttività in misura tale da poter preservare la crescita delle esportazioni senza comprimere i margini di profitto. Per contro, nel settore dei servizi la produttività rilevata è rimasta pressoché invariata e, date le diverse misure concernenti il mercato del lavoro e la forte espansione della quota di impieghi a tempo parziale, il tasso di crescita ora necessario a mantenere stabile la disoccupazione è diminuito.

... mentre vi sono differenze nelle dinamiche della produttività

In *Nuova Zelanda*, nonostante il forte recupero della domanda interna, lo scorso anno la dinamica del prodotto è rimasta inferiore a quella della maggior parte degli altri paesi anglofoni. La produzione del settore primario ha subito un calo a causa della siccità, i corsi delle principali materie prime d'esportazione del paese sono rimasti bassi e la forte accelerazione della domanda di importazioni si è tradotta sia in un contributo negativo dell'interscambio alla crescita sia in un ampliamento del disavanzo esterno all'8% circa del PIL.

In *Giappone* la crescita è stata positiva unicamente nel primo semestre 1999, quando gli effetti delle misure di stimolo fiscale adottate verso la fine del 1998



Il rallentamento in Giappone rispecchia gli effetti ...

sono stati accentuati da un recupero inatteso della spesa delle famiglie. Nel corso del secondo semestre la domanda privata è tornata a essere debole in quanto il risparmio delle famiglie è aumentato, gli investimenti fissi delle imprese sono ulteriormente rallentati e l'effetto espansivo del precedente pacchetto fiscale si è gradatamente esaurito. Il contributo delle esportazioni nette è tuttavia leggermente migliorato, nonostante l'apprezzamento dello yen.

... della perdurante debolezza del settore finanziario ...

Gli andamenti dello scorso anno vanno considerati alla luce dei problemi strutturali cui è confrontata l'economia giapponese. Uno di questi, che ha esercitato un influsso considerevole nel biennio 1997-98, è stata la debole posizione finanziaria delle banche e la loro incapacità (o riluttanza) a erogare credito. Questo problema pare sia stato in certa misura risolto mediante un programma di ricapitalizzazione con fondi pubblici il quale, insieme a un aumento dei profitti, ha consentito alle banche di stralciare un ammontare ingente di crediti in sofferenza. Nondimeno, il credito bancario continua a contrarsi a causa dell'effetto congiunto di una carenza di domanda, poiché le grandi società preferiscono rimborsare il debito bancario e/o finanziarsi sul mercato dei capitali, e di criteri più stringenti per la concessione di credito alle imprese medio-piccole. Inoltre, la perdurante esposizione delle banche a prezzi immobiliari cedenti potrebbe rendere necessario lo stralcio di ulteriori crediti (si veda anche il Capitolo IV).

... e delle ristrutturazioni societarie

Un secondo problema deriva dalle ristrutturazioni societarie volte a migliorare la redditività del capitale. Le imprese hanno dapprima tentato di ridurre l'eccesso di capacità, il che ha concorso alla flessione degli investimenti fissi lo scorso anno. Tuttavia, poiché un miglioramento significativo della redditività non pare realizzabile senza una sostanziale riduzione della quota del reddito da lavoro, le società hanno altresì annunciato piani di riduzione del personale. Anche se l'attuazione di questi piani sarà diluita nel tempo e si è finora sostanzialmente tradotta in una diminuzione degli straordinari e delle nuove assunzioni, l'annuncio pare aver depresso la fiducia e la spesa dei consumatori.

Il sostanziale aumento del risparmio privato ...

Di fatto, i bassi livelli di spesa e il conseguente eccesso di offerta di risparmio privato potrebbero essere il problema strutturale più grave che si pone all'economia giapponese. In netto contrasto con gli andamenti nei paesi anglofoni, il Giappone ha registrato una progressiva espansione del risparmio privato dalla fine degli anni ottanta, con una decisa accelerazione a partire dal 1997. Unitamente alla flessione degli investimenti delle imprese e, più di recente, a una ripresa dei profitti societari e degli utili non distribuiti, tale espansione ha fatto salire l'avanzo finanziario netto del settore privato a oltre il 10% del PIL nel 1999 e a circa il 13% alla fine del primo trimestre di quest'anno.

... è contro-bilanciato solo in parte dallo stimolo fiscale

Il governo giapponese ha cercato di controbilanciare gli effetti depressivi dello squilibrio fra risparmio e investimenti del settore privato adottando una serie di programmi di stimolo fiscale (di cui due sono stati attuati lo scorso anno), per un importo pari a circa metà dell'eccedenza cumulativa di risparmio privato netto dal 1992. Al fine di incentivare la domanda di abitazioni e di migliorare le condizioni del credito alle imprese medio-piccole, le misure di stimolo sono state integrate da diversi schemi di finanziamento. Sebbene ciò

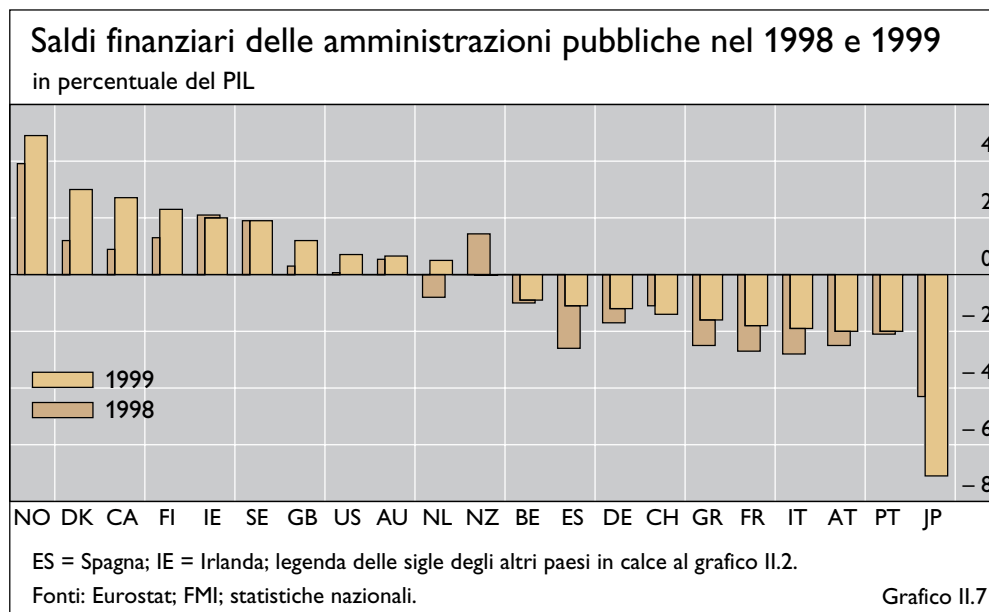
abbia concorso temporaneamente a espandere gli investimenti residenziali e a limitare il numero dei fallimenti, gli effetti moltiplicativi dello stimolo fiscale paiono essersi progressivamente ridotti. Gravate da vincoli di bilancio, le amministrazioni locali hanno incontrato crescenti difficoltà nel fornire il contributo aggiuntivo atteso, e l'efficienza e l'utilità marginali dei piani di investimento pubblici paiono essere diminuite di pari passo con il numero di questi ultimi. Nondimeno, il fatto che l'attività economica sia rallentata nei periodi in cui tali stimoli fiscali erano assenti mostra che, senza di essi, la recessione sarebbe stata molto più acuta.

Dato che gli stimoli fiscali non hanno generato una ripresa duratura della domanda privata e che il gettito fiscale è diminuito in rapporto al PIL, il rapporto debito netto/PIL procede lungo una dinamica ascendente insostenibile, anche se il suo livello è ancora modesto rispetto a quelli internazionali. Nel 1999 il saldo primario ha registrato un passivo e, poiché il tasso d'interesse implicito sul debito ha sensibilmente superato la crescita del PIL nominale, alla fine dell'anno l'incidenza del debito netto sul PIL era salita oltre il 37% (da un livello inferiore al 30% nel 1998) e quella del debito lordo al 105%. Inoltre, sulla base delle attuali proiezioni, la quota di indebitamento netto dovrebbe ampliarsi a circa il 45% entro la fine di quest'anno e quella del debito lordo a quasi il 115%.

Lo scorso anno i paesi dell'area dell'euro hanno registrato solo modesti squilibri finanziari interni ed esterni (grafico II.13). Il disavanzo dei bilanci pubblici dell'area dell'euro è sceso all'1<sup>1</sup>/<sub>4</sub>% del PIL (grafico II.7), per effetto in parte della minore spesa per interessi ma anche di un incremento inatteso delle entrate. Sebbene quest'ultimo paia essersi realizzato in modo alquanto indipendente dalla posizione occupata nel ciclo, nei singoli paesi dell'area si evidenzia una significativa correlazione positiva fra disavanzo di bilancio e output gap, con gli scostamenti maggiori osservabili nei paesi caratterizzati da squilibri strutturali relativamente ampi (Austria e Finlandia). In generale, tuttavia, questi

Espansione insostenibile del debito pubblico

Squilibri modesti nell'area dell'euro



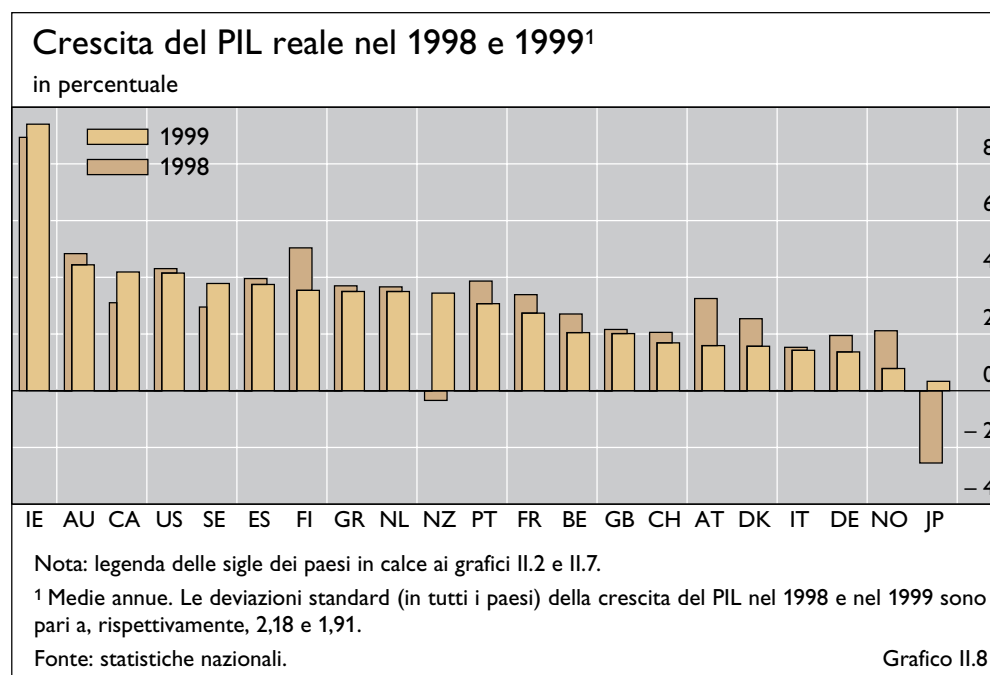
squilibri sono diminuiti nel 1999, così come il rapporto debito lordo/PIL. Di conseguenza, lo squilibrio più rilevante permane nel mercato del lavoro dove, nonostante il significativo decremento dell'ultimo biennio, il tasso di disoccupazione risultava ancora mediamente del 10%.

Disparità nei tassi di crescita e nell'eccesso di capacità nell'area

Mentre la crescita media nell'area dell'euro è risultata sostanzialmente in linea con le previsioni, l'atteso restringimento dei differenziali di crescita interna non si è realizzato. In effetti, lo scorso anno i tassi di crescita si situavano fra un massimo del 9,4% in *Irlanda* e un minimo dell'1,4% in *Italia* e *Germania* (grafico II.8). Dato il perdurare di questi differenziali da alcuni anni, anche l'eccesso di capacità e i tassi di disoccupazione differiscono ampiamente all'interno dell'area. In *Irlanda*, dove la crescita del PIL è stata in media dell'8<sup>3/4</sup>% nell'ultimo quinquennio, attualmente il prodotto effettivo supera del 5% circa le stime del potenziale. Lo stesso fenomeno si riscontra nei *Paesi Bassi*, sebbene i progressi compiuti nel rendere più flessibile il mercato del lavoro abbiano ridotto la disoccupazione al 2<sup>3/4</sup>% soltanto. Viceversa, l'*Italia* ha registrato un output gap del -3<sup>1/4</sup>%, il più elevato dell'area dell'euro, e un tasso di disoccupazione inferiore unicamente a quello della *Spagna*.

Significativo miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro

Un'altra caratteristica degli andamenti nell'area dell'euro lo scorso anno risiede nel fatto che, nonostante una crescita media del prodotto di appena il 2%, l'occupazione è aumentata dell'1<sup>1/2</sup>% mentre la disoccupazione è calata. Le stime riportate nel grafico II.3 paiono indicare che, negli ultimi anni, la crescita del prodotto necessaria a mantenere stabile la disoccupazione è stata minore che in passato. Una prima ragione potrebbe essere che il graduale spostamento della produzione e dell'occupazione verso il settore terziario a maggiore intensità di lavoro abbia ridotto la produttività aggregata del lavoro e, di conseguenza, il tasso di sviluppo necessario a mantenere stabile la disoccupazione. In secondo luogo, il fatto di poter ridurre i livelli di disoccupazione anche in un contesto di bassa crescita del prodotto fa ritenere che siano stati compiuti progressi in



termini di flessibilità del mercato del lavoro e di riduzione della disoccupazione strutturale. A tale riguardo, i Paesi Bassi rappresentano un esempio rimarchevole. Come mostrato nel grafico II.3, il tasso di crescita del prodotto necessario a mantenere stabile la disoccupazione è diminuito in modo significativo e la flessione è riconducibile, in ampia misura, a un sensibile incremento del lavoro a tempo parziale. Nondimeno, pur essendo confortanti dal punto di vista della diminuzione della disoccupazione, questi risultati indicano altresì che i rapporti investimenti/PIL relativamente elevati (grafico II.6) nell'area dell'euro devono ancora tradursi in un incremento della produttività del lavoro e della redditività del capitale indotto dalle tecnologie.

Nel 1999 la maggior parte degli altri paesi europei ha registrato una crescita del prodotto notevolmente più lenta. In *Danimarca* e *Norvegia*, il rallentamento può essere ascritto all'indirizzo più restrittivo impartito alle politiche, in quanto sia la crescita del prodotto che il tasso d'inflazione stavano sopravanzando in modo eccessivo il ciclo europeo. La caratteristica più rilevante degli andamenti recenti in *Grecia* è il forte rallentamento dei costi unitari del lavoro, da un tasso medio superiore al 10% nel periodo 1990-97 a un tasso del 6% nel 1998 e di appena il 2½% nel 1999. Questo rallentamento, che può essere attribuito all'effetto congiunto della moderazione salariale e della migliorata produttività, ha costituito uno dei principali fattori di sostegno agli sforzi volti a soddisfare i criteri necessari per l'adesione alla UEM. L'indebolimento dell'attività economica in *Svizzera* lo scorso anno è stato dovuto soprattutto alla dinamica più lenta della domanda interna, nonostante le condizioni monetarie relativamente favorevoli e il consistente calo della disoccupazione. La *Svezia* ha rappresentato la principale eccezione al generale rallentamento in Europa. Nella prima parte dell'anno la crescita è stata piuttosto esitante, ma un successivo recupero della domanda estera ha portato l'incremento del PIL al 3½% per l'insieme dell'anno.

Andamenti in altri  
paesi europei

## Inflazione e mercati del lavoro

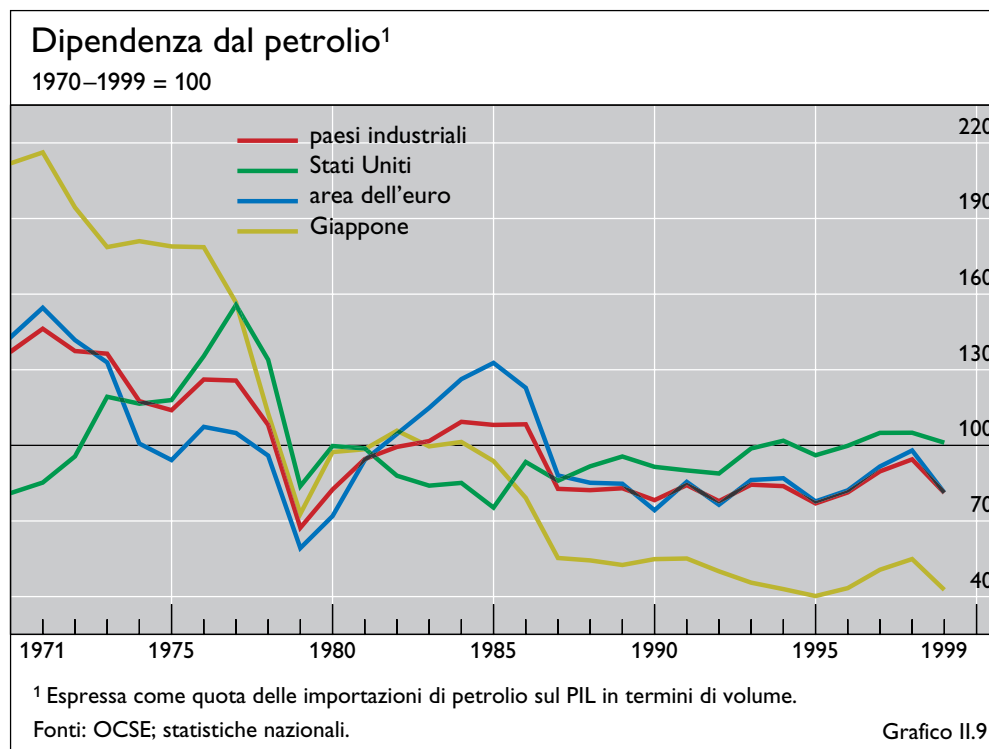
### *Inflazione e prezzi del petrolio*

Sebbene negli ultimi mesi del 1999 i tassi d'inflazione annui misurati dall'indice generale dei prezzi abbiano mediamente superato di 0,4 punti percentuali i livelli del terzo trimestre, questo aumento non segnala necessariamente la fine del favorevole contesto inflazionistico degli anni novanta. I rialzi sono stati modesti nella maggior parte dei paesi e vanno principalmente ascritti ai prezzi del petrolio. Invero, l'assenza di significativi effetti sull'inflazione di base fa ritenere che siano tuttora in atto le forze alla radice del processo disinflazionistico degli anni novanta.

Moderato  
impatto del rincaro  
del petrolio ...

Una possibile spiegazione di questo modesto impatto sull'inflazione di base è che la recente impennata dei prezzi del petrolio ha solo annullato le precedenti flessioni, cosicché in termini reali i prezzi sono rimasti al disotto dei livelli di due anni fa. Pertanto, potrebbe non essere risultato difficile ai consumatori adeguarsi ai nuovi prezzi. In secondo luogo, il petrolio riveste oggi un'importanza minore che in passato. L'innovazione tecnologica, lo sviluppo di





... riconducibile a innovazioni tecnologiche, misure di risparmio energetico ...

... concorrenza e condizioni della domanda aggregata

fonti alternative più economiche e molteplici misure di risparmio energetico hanno fatto sì che a partire dagli anni settanta nei paesi industriali il volume delle importazioni di petrolio in rapporto al PIL sia andato calando (grafico II.9). Il maggior numero di fonti di energia, insieme alla ridotta incidenza del petrolio, limitano gli effetti indotti di un rincaro del greggio, facilitando alle imprese la ricerca di alternative meno costose o l'assorbimento nei margini di profitto delle variazioni di prezzo.

Una terza ragione dell'assenza di effetti di propagazione del rincaro del petrolio risiede nell'azione combinata delle spinte competitive, delle condizioni della domanda aggregata e della politica monetaria. Rispetto a precedenti periodi di consistenti rincari del petrolio, l'inflazione è rimasta debole su scala mondiale, e sono più numerosi i paesi in cui vi è eccesso di capacità. Oltre a ciò, la maggiore competitività dei mercati (incalzati dalla globalizzazione e deregolamentazione), la cautela dei consumatori e credibili politiche monetarie hanno contribuito congiuntamente a infrangere i "vecchi" schemi inflazionistici. In siffatto contesto, un'impresa che aumenti i prezzi non può attendersi che le sue concorrenti facciano altrettanto, né che un deprezzamento del cambio ripristini la sua competitività. Per evitare la perdita di quote di mercato, l'aumento di prezzo di un input deve essere compensato da riduzioni di costo altrove oppure assorbito mediante un assottigliamento dei margini di profitto. Pertanto, l'accentuata concorrenza attenua gli effetti susseguenti di un rincaro del petrolio.

In sintesi, le forze disinflazionistiche degli anni novanta paiono aver finora limitato l'impatto dello shock petrolifero del 1999 a una semplice variazione dei prezzi relativi, senza che siano state innescate l'inflazione e una conseguente recessione. Inoltre, la favorevole reazione del 1999, insieme all'accordo

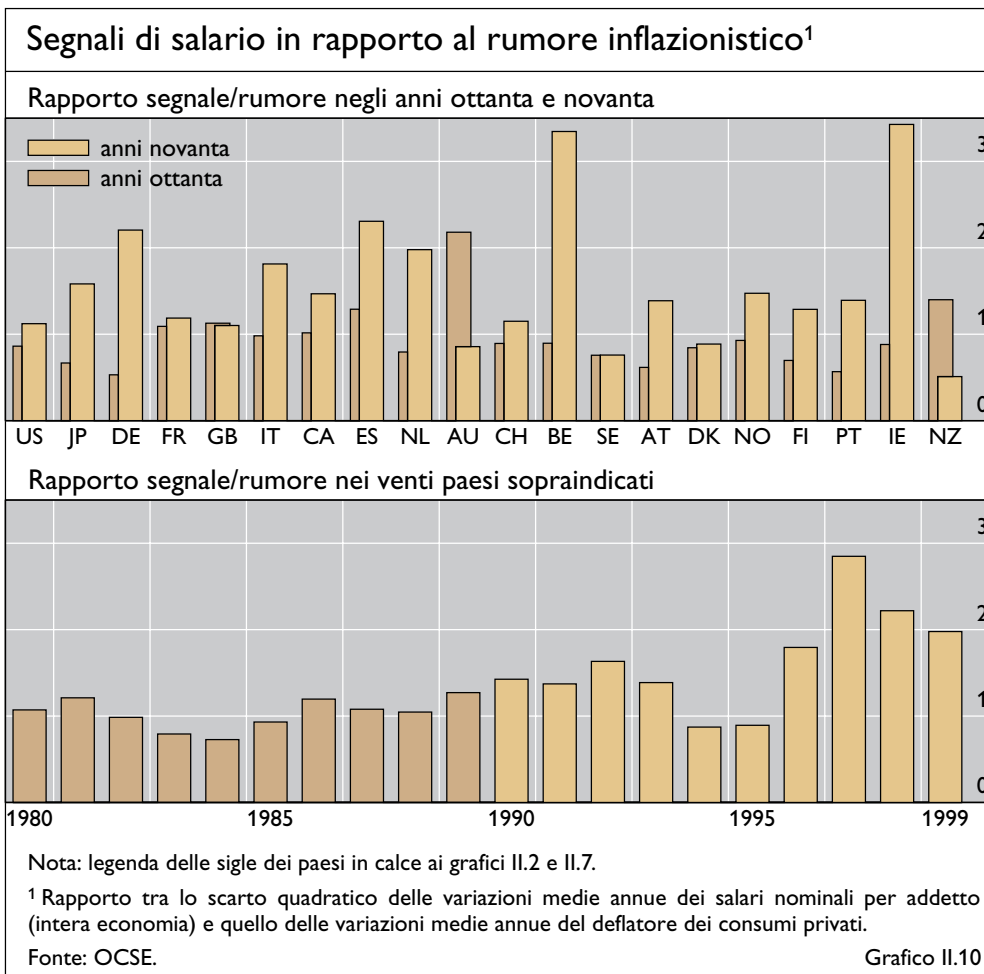
concluso nel marzo di quest'anno per un allentamento dei contingenti di produzione, dà adito a ottimismo per quanto concerne gli effetti secondari del costo dell'energia per l'anno in corso e quello seguente.

*Mercati del lavoro, formazione dei salari e processo inflazionistico*

La crescente concorrenza a livello mondiale e la trasformazione tecnologica non hanno influito soltanto sulle politiche di prezzo delle imprese, ma hanno anche avuto ripercussioni di vasta portata sulla formazione dei salari e la loro interazione con i prezzi nei paesi industriali. La determinazione dei salari è parte fondamentale del processo inflazionistico, poiché le retribuzioni sono al tempo stesso una delle principali determinanti del reddito nominale e dei costi di produzione. Di conseguenza, le modalità di fissazione dei salari possono frenare o favorire l'instaurarsi di un contesto di inflazione bassa e stabile.

Uno degli elementi caratterizzanti il processo di formazione dei salari è lo stesso scenario inflazionistico. I mercati del lavoro, così come altri mercati, funzionano in modo più efficiente quando i soggetti dispongono di migliori informazioni. Il vantaggio immediato di un livello basso e stabile dell'inflazione è che il rumore inflazionistico di fondo si attenua, permettendo alle variazioni dei salari nominali di riprodurre più fedelmente la dinamica delle retribuzioni

La bassa inflazione rende più chiari i segnali dei salari nominali ...



reali e relative, ciò che a sua volta consente agli operatori di interpretare più facilmente i segnali e di rispondere in modo appropriato. Una misura che esprime la maggiore chiarezza dei segnali forniti dai salari nominali è il rapporto fra la dispersione delle variazioni salariali e la dispersione dell'inflazione, in periodi e paesi diversi. Un rapporto in aumento indica che le variazioni delle retribuzioni nominali rispecchiano in misura crescente le variazioni in termini reali più che i differenziali inflazionistici. Come si può rilevare dal grafico II.10, nell'arco degli anni novanta il rapporto fra dispersione delle variazioni dei salari e dei tassi d'inflazione è aumentato in 16 paesi industriali su 20 rispetto agli anni ottanta (riquadro superiore). Del pari, il profilo temporale di questo rapporto riferito allo stesso campione di 20 paesi (riquadro inferiore) mostra una tendenza ascendente negli ultimi due decenni. Una simile evoluzione consente a datori di lavoro e lavoratori di isolare più agevolmente i segnali delle retribuzioni reali dal rumore di fondo dell'inflazione, fornendo quindi parametri di riferimento più affidabili per l'assunzione, la formazione e i percorsi di carriera del personale.

... mentre le pressioni competitive accrescono l'esigenza di flessibilità

Una seconda serie di influssi proviene dalla concorrenza globale e dai progressi tecnologici; entrambi hanno accentuato le pressioni all'innovazione nel mondo industriale. Per restare competitive le imprese e i loro dipendenti devono avere le competenze, gli incentivi e la flessibilità necessari a produrre e sfruttare le innovazioni tecnologiche. Di conseguenza, si riconosce sempre più spesso alla gestione del personale un ruolo chiave per la competitività di un'industria, specie di quelle in cui il fatturato o la produzione stanno aumentando.

Il collegamento fra retribuzione e prestazione ...

Uno dei principali aspetti della gestione delle risorse umane è la politica retributiva. Esistono già ora notevoli differenze tra paesi e imprese concorrenti sul modo in cui vengono fissate e adeguate le retribuzioni, ed è probabile che nel prossimo decennio emergano approcci ancor più differenziati. In alcuni paesi (in particolare Stati Uniti e Regno Unito) le società offrono più frequentemente incentivi, gratifiche, partecipazione agli utili e opzioni azionarie per aumentare le remunerazioni e collegarle maggiormente alla produttività individuale e dell'impresa. È tuttora difficile ottenere dati esaurienti sull'incidenza di queste componenti della retribuzione. Tuttavia, indicazioni aneddotiche e indagini specifiche concordano sul fatto che una quota elevata degli emolumenti percepiti dalla maggior parte dei più alti dirigenti USA è rappresentata da opzioni azionarie e che si sta diffondendo l'uso di incentivi e gratifiche per i quadri meno elevati. Inoltre, fanno crescente ricorso a opzioni azionarie per dirigenti di rango elevato anche società tedesche, svizzere e di altri paesi europei.

... può aumentare la produttività e la sensibilità ciclica dei salari

Tali sviluppi possono accrescere la produttività e probabilmente la sensibilità delle retribuzioni nominali al ciclo economico. Mentre non vi è dubbio che una più rapida crescita della produttività e i più alti salari reali che ad essa si accompagnano sono benefici, gli effetti che produce una maggiore variabilità ciclica dei salari non sono chiari. In fase di recessione il calo dei salari indotto dal ciclo potrebbe accentuare la caduta della domanda di consumi, come è avvenuto in Giappone negli anni novanta. Questo aspetto potrebbe essere particolarmente preoccupante per i paesi anglofoni, dato l'ingente

indebitamento delle famiglie. D'altra parte, proprio il calo delle retribuzioni potrebbe contribuire a salvare posti di lavoro e a preservare il clima di fiducia, consentendo ai datori di lavoro di diminuire i costi della manodopera senza ricorrere a licenziamenti.

#### *UEM, contrattazioni salariali e inflazione*

Le istituzioni del mercato del lavoro europeo e l'unione monetaria europea saranno soggette a particolari sollecitazioni reciproche negli anni a venire. L'unione monetaria potrebbe indurre modifiche nel processo di contrattazione e di formazione dei salari, mentre l'evoluzione dei mercati del lavoro potrebbe avere importanti implicazioni per la conduzione della politica monetaria.

Nell'Europa continentale le contrattazioni in genere si svolgono a livello nazionale, come in Austria, Belgio, Portogallo e nei paesi nordici, oppure a livello intermedio (di settore/categoria), come in Francia, Germania, Italia, Paesi Bassi e Spagna. Un contratto europeo tipico stabilisce incrementi salariali medi o minimi e altre condizioni di impiego per una larga parte delle forze di lavoro, mentre fino a epoca recente erano rare le contrattazioni a livello aziendale, comuni ad esempio negli Stati Uniti.

Il livello al quale si svolgono le trattative, ovvero il grado di coordinamento, può influire in vario modo sull'evoluzione economica. Alla contrattazione nazionale o accentrata viene spesso attribuito il merito di spronare le rappresentanze sindacali e i datori di lavoro a raggiungere un accordo che tenga debitamente conto degli effetti macroeconomici e dei costi sociali ("internalizzazione delle esternalità"). Le controparti paiono essere consapevoli che miglioramenti salariali superiori alla crescita media della produttività sono controproducenti, nella misura in cui costringono gli imprenditori ad aumentare i prezzi, e quindi a compromettere la crescita dei salari reali oppure, se le pressioni competitive non lo consentono, a ridurre l'occupazione. Inoltre, la negoziazione accentrata offre ai governi l'opportunità di influire sull'esito in modo diretto, ad esempio mediante sgravi fiscali, come è avvenuto in Irlanda e Finlandia agli inizi di quest'anno. D'altra parte, nell'introdurre incrementi salariali uniformi per differenti categorie e settori, la contrattazione centralizzata ostacola l'aggiustamento dei salari relativi con il pericolo che, in un mercato del lavoro in trasformazione, aumentino gli sfasamenti tra domanda e offerta di qualificazione, nonché la disoccupazione strutturale.

La contrattazione aziendale o decentrata raramente "internalizza" gli effetti degli incrementi salariali ma, fatto altrettanto importante, il suo esito è condizionato dalla concorrenza sul mercato dei prodotti. Inoltre, essa consente una maggiore flessibilità dei salari relativi in funzione di differenti livelli di produttività. Viene spesso sostenuto che il modello intermedio, ossia la contrattazione a livello settoriale, rappresenta il "peggiore dei due mondi". Poiché le pressioni concorrenziali sono meno forti che a livello di impresa, e gli incentivi a internalizzare gli effetti macroeconomici dell'accordo sono minori rispetto alla contrattazione accentrata, le rappresentanze sindacali possono sfruttare il loro potere contrattuale per ottenere incrementi salariali più elevati per la categoria che rappresentano. Anche se non vi sono solidi riscontri empirici, nei paesi che applicano modelli intermedi tra quello accentrato e

Modelli di  
formazione dei  
salari in Europa

Principali  
caratteristiche delle  
contrattazioni  
accentrata ...

... decentrata e  
settoriale

decentrato sia i salari reali che la disoccupazione tendono a essere più elevati.

La UEM potrebbe spostare la contrattazione salariale ...

La UEM potrebbe modificare questi schemi di contrattazione in almeno due modi: da un lato, le parti negoziali di ciascun singolo paese vengono ad assumere un ruolo minore all'interno dell'area dell'euro e, dall'altro, la concorrenza è intensificata in un mercato europeo comune, con una moneta unica. Il primo fattore determina uno spostamento verso il livello intermedio di contrattazione, e ciò comporta il rischio che i negozianti avanzino richieste salariali più egocentriche, nella consapevolezza che l'impatto inflazionistico di un singolo contratto sull'area dell'euro nel suo insieme sarà modesto. Il secondo fattore implica che, come per le contrattazioni decentrate, le forze concorrenziali tendono maggiormente a moderare le richieste salariali e quindi l'inflazione media nell'area dell'euro. In definitiva, se i negozianti sapranno riconoscere che in presenza di una politica monetaria credibile e di mercati competitivi le eccessive rivendicazioni salariali conducono solo a un aumento dei disoccupati e a conflitti sociali, sarà il secondo fattore a prevalere. Tuttavia, questo esito non è affatto scontato, e una maggiore conflittualità potrebbe modificare le istituzioni preposte al coordinamento delle trattative.

... verso un modello più centralizzato ...

Per evitare che ciò avvenga, le parti contraenti potrebbero cercare di centralizzare i negoziati a livello europeo. Un passo simile potrebbe essere giustificato, allorché imprenditori e concorrenza assumono connotati più paneuropei. Tuttavia, non sarebbe semplice accomunare le diverse controparti nazionali (rappresentanze sindacali di settore o categoria e corrispondenti organizzazioni imprenditoriali) in un unico processo. Inoltre, è probabile che la maggiore concorrenza e la trasformazione tecnologica amplino la gamma di contratti applicabili a differenti settori o categorie professionali. Ciò richiederebbe una maggiore flessibilità, mentre i negoziati a livello paneuropeo andrebbero nella direzione opposta.

... oppure, più probabilmente, verso negoziati a livello aziendale

Un esito più probabile è che le contrattazioni salariali finiscano per assumere una connotazione più locale. In effetti, un decentramento è già in atto in diversi paesi. Esso è iniziato nel Regno Unito fin dagli anni sessanta e si è poi accelerato negli anni ottanta. Negli ultimi due decenni Danimarca, Svezia e Paesi Bassi hanno decentrato la maggior parte delle contrattazioni salariali, mantenendo a livello nazionale o settoriale solo i negoziati riguardanti altre condizioni d'impiego. In altri paesi la transizione è stata più graduale, anche se in Germania sono sempre più frequenti accordi tra imprese e sindacati per modificare le retribuzioni aziendali in funzione delle condizioni di mercato prevalenti (slittamento salariale) o per aggirare ostacoli normativi.

Ruolo della BCE

Nella misura in cui un aspetto importante della politica monetaria delle banche centrali della UE è consistito nel promuovere l'integrazione di basse aspettative inflazionistiche negli accordi salariali, un sistema più decentrato comporta che in futuro la BCE avrà un ruolo meno diretto, ma certamente non meno importante. Quando le retribuzioni sono fissate a livello locale, le aspettative di inflazione sono incorporate nelle variazioni dei salari nominali in maniera meno uniforme ed esplicita che nella contrattazione centralizzata. La competitività dei mercati si sostituisce in gran parte al ruolo che le pressioni politiche svolgono sulle parti contraenti, mentre la banca centrale assolve la

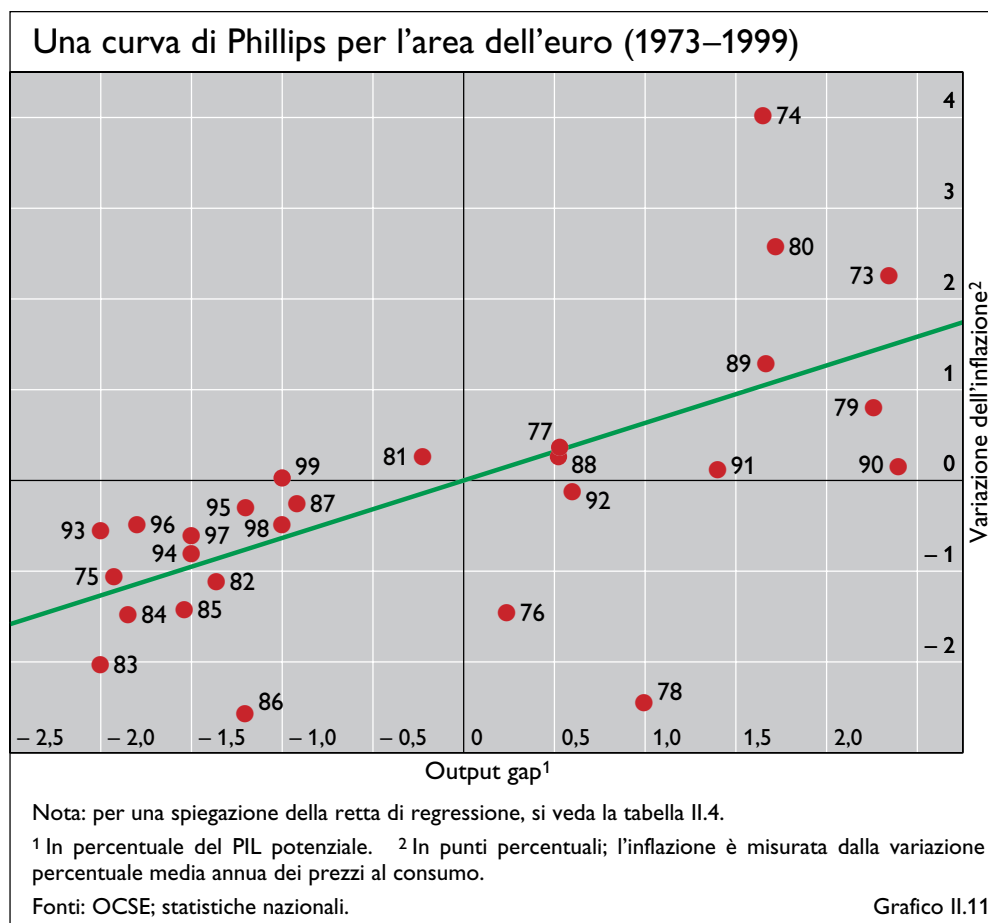
funzione principale di informare e rendere minima l'incertezza sull'orientamento della politica monetaria. Tuttavia, essa non avrà alcun influsso diretto sull'esito della miriade di negoziati.

### Curve di Phillips

La diversità e l'innovazione nei mercati del lavoro potrebbero inoltre far sì che le relazioni espresse nelle curve di Phillips varino significativamente tra paesi o si modifichino nel tempo. Per i responsabili della politica monetaria l'inclinazione della curva di Phillips di breve periodo apporta elementi di conoscenza sulle conseguenze inflazionistiche delle dinamiche correnti del prodotto, mentre gli spostamenti nelle relazioni osservate non solo forniscono informazioni circa le implicazioni per la politica monetaria delle tendenze rilevanti di un'economia, ma modificano anche un importante parametro del meccanismo di trasmissione.

L'introduzione della UEM ha ridestato l'interesse nella natura delle curve di Phillips per l'area dell'euro nel suo insieme. In particolare, si sono poste le questioni se l'inclinazione della curva sia ripida in rapporto ad altri paesi, se il successo della politica monetaria nel ridurre l'inflazione ne abbia provocato uno spostamento e se vi sia evidenza di una relazione comune fra i paesi dell'area. Il grafico II.11 riporta, a titolo illustrativo, la relazione fra l'output gap aggregato dei paesi dell'area dell'euro e le variazioni del tasso medio d'inflazione fra il 1973 e il 1999. Come indica il tracciato della retta, a ogni punto di variazione

Curva di Phillips per l'area dell'euro



Stime della curva di Phillips <sup>1</sup>							
	1973–99	R <sup>2</sup>	DW	1973–88	1989–99	R <sup>2</sup>	DW
Area dell'euro	0,63	0,41	1,59	0,89	0,30	0,48	1,75
Stati Uniti	0,67	0,38	1,93	0,74	0,32	0,38	2,04
Giappone	0,69	0,11	2,29	1,06	0,25	0,12	2,47
Giappone <sup>2</sup>	1,37	0,48	1,70	2,10	0,35	0,68	1,39

<sup>1</sup> Per l'intero periodo 1973–99, il modello della curva di Phillips viene stimato dall'equazione  $\Delta\pi = \beta Gap + \varepsilon$ , dove  $\pi$  è il tasso d'inflazione (IPC),  $Gap$  è l'output gap e  $\beta$  è la pendenza della curva evidenziata nella prima colonna;  $\varepsilon$  rappresenta le variazioni non spiegate dell'inflazione, mentre R<sup>2</sup> e DW individuano rispettivamente il coefficiente di determinazione e il grado di autocorrelazione. Le stime nella seconda sezione della tabella sono ottenute dall'equazione  $\Delta\pi = \beta Gap + \delta Dum.Gap + \varepsilon$ , dove  $Dum$  è una variabile "dummy" che assume valore 1 dopo il 1988 e 0 prima di tale anno. L'inclinazione per il periodo 1973–88 è data da  $\beta$ , mentre quella per il periodo 1989–99 da  $\delta + \beta$ . Tutti i coefficienti angolari si sono mostrati significativi. <sup>2</sup> Per il Giappone la prima equazione è  $\Delta\pi = \beta\Delta Gap_{-1} + \varepsilon$  e la seconda è  $\Delta\pi = \beta\Delta Gap_{-1} + \delta Dum.\Delta Gap_{-1} + \varepsilon$ .

Fonti: OCSE; statistiche nazionali. Tabella II.4

del primo corrisponde una variazione del secondo pari in media a 0,6–0,7 punti percentuali.

L'appiattimento  
della curva di  
Phillips ...

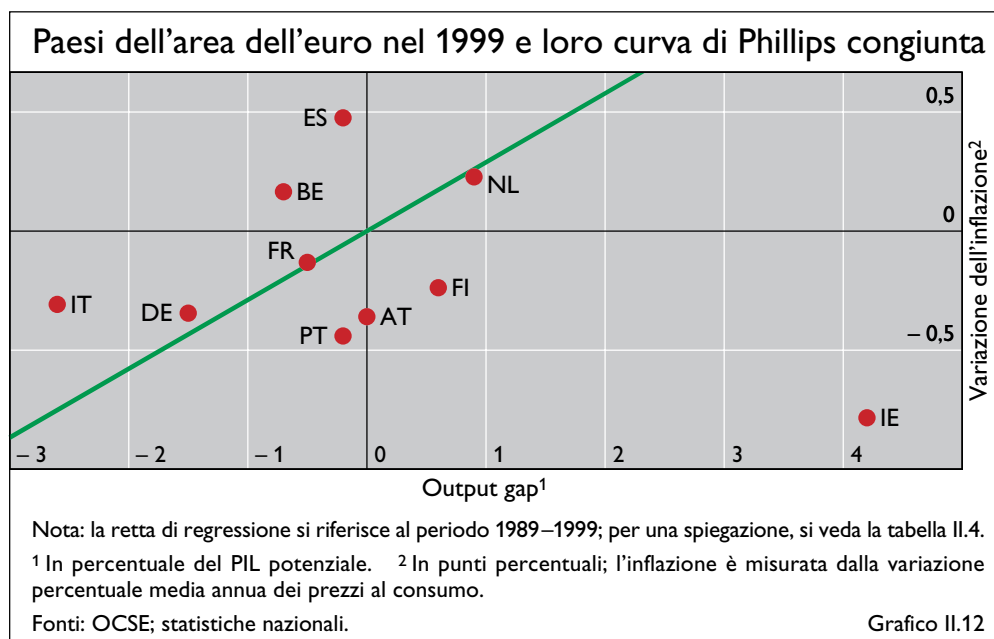
La tabella II.4 raffronta questa relazione con i valori stimati per Stati Uniti e Giappone nello stesso periodo, e verifica se l'inclinazione della curva si è modificata nel corso del tempo. Non considerando variazioni di tale inclinazione i risultati mostrano spiccate analogie, come si evince dalla prima colonna della tabella. È inoltre degno di nota il fatto che negli anni novanta le pendenze scendano a 0,2–0,3 per le tre regioni considerate (si veda anche il Capitolo IV). In altri termini, l'inflazione pare oggi meno sensibile al prodotto di quanto non lo fosse durante gli anni settanta e ottanta. Ciò vale anche per il Giappone ma, forse a causa delle incertezze riguardo alla dimensione effettiva dell'output gap o delle diverse politiche di prezzo adottate dalle imprese nell'intento di preservare i margini di profitto, la curva di Phillips pare essere meglio colta allorché le variazioni dell'inflazione vengono poste in relazione alle variazioni sfasate dell'output gap piuttosto che al suo *livello*. Tuttavia, in entrambe le versioni la sensibilità dell'inflazione alle variazioni del prodotto diminuisce notevolmente.

... potrebbe  
riflettere rigidità  
nominali o errori  
di misurazione

Come rilevato nella Relazione dello scorso anno (Capitolo II, pagine 30–32), diverse possono essere le ragioni alla base dell'appiattimento delle curve di Phillips negli anni novanta, fra cui una minore inflazione, politiche monetarie più credibili e rigidità verso il basso dei salari nominali o dei prezzi. Ad esempio, in un contesto di moderata inflazione, se i salari sono rigidi verso il basso alcuni di essi dovranno necessariamente essere più elevati del dovuto, cosicché una diminuzione della domanda avrà un minore impatto disinflazionistico. Anche altri fattori potrebbero produrre variazioni nell'inclinazione della curva. Ad esempio, una contrazione non individuata nello stock di capitale umano e fisico di un paese – dovuta a ristrutturazioni o a nuove tecnologie, come potrebbe essere accaduto in Giappone – comporterebbe una sovrastima dell'output gap e una distorsione della pendenza della curva verso lo zero.

Curva di Phillips  
congiunta per  
l'intera area  
dell'euro

La terza questione – se vi sia una relazione comune fra i paesi dell'area dell'euro – si fonda sul presupposto che i paesi partecipanti alla moneta unica presentino analogie tali da giustificare una curva di Phillips congiunta. In caso



contrario (e se non vi sono stati progressi verso tale convergenza), una politica monetaria comune potrebbe originare perduranti disparità potenzialmente in grado di destabilizzare l'attività economica. Fortunatamente, benché i singoli paesi mostrino in realtà correlazioni leggermente diverse, l'imporre una relazione comune non pregiudica la capacità della curva di Phillips di prevedere l'inflazione sulla base dell'output gap. Di conseguenza, il fatto che i singoli paesi dell'area dell'euro si collochino intorno alla retta per l'intera area negli anni novanta (grafico II.12) rispecchia principalmente divergenze cicliche più che disparità nelle relazioni sottostanti. In effetti, fatta eccezione per l'Irlanda, la capacità di adattamento della curva dell'area dell'euro ai valori osservati è ragionevolmente buona.

In definitiva, la curva di Phillips sembra riflettere relazioni grosso modo simili tra i vari paesi dell'area dell'euro e mostra una pendenza alquanto prossima a quella degli Stati Uniti; nel caso del Giappone, invece, la relazione viene meglio evidenziata ricorrendo a un modello alternativo. Per tutte e tre le regioni la curva appare marcatamente più piatta negli anni novanta; ciò implicherebbe che, al momento attuale, a una data variazione dell'output gap corrisponda una minore variazione dell'inflazione. Ciò potrebbe aumentare la capacità delle banche centrali di mantenere il livello corrente di inflazione, ma altresì rendere più difficile il compito di correggere un tasso che si discosti dal percorso desiderato.

## Andamenti nell'interscambio mondiale e nelle posizioni sull'estero

### *Interscambio mondiale e prezzi*

Nel 1998 l'espansione del commercio mondiale aveva registrato una netta flessione in termini di volume poiché l'incremento del prodotto in alcune delle economie emergenti più aperte e dinamiche era divenuto negativo.



Andamenti del commercio mondiale e dei prezzi				
	1991-96	1997	1998	1999
	variazioni percentuali annue			
Volumi	6,5	10,0	3,8	4,9
Prezzi (in DSP)	-	-0,8	- 4,2	- 1,6
Manufatti	-	-2,7	0,2	- 1,7
Petrolio	-3,1	-0,2	-31,2	37,6
Derrate alimentari	3,0	-6,0	-11,2	-15,9
Bevande	2,6	39,9	-14,0	-21,9
Materie industriali di base	-2,2	3,9	-13,1	- 3,0

Fonti: HWWA-Institut für Wirtschaftsforschung; FMI. Tabella II.5

Il commercio mondiale cresce solo moderatamente ...

Lo scorso anno, nonostante la ripresa sia della crescita globale sia dell'attività economica nei paesi asiatici colpiti dalla crisi, l'interscambio mondiale è aumentato solo moderatamente, soprattutto perché la domanda di importazioni nelle economie di mercato emergenti (e, di riflesso, le esportazioni dei paesi avanzati) ha risentito del debole incremento della domanda interna (tabella II.5).

... ma le dinamiche dei prezzi differiscono

I prezzi del commercio mondiale (misurati in DSP) sono nuovamente calati lo scorso anno, seppure in modo nettamente diverso tra i vari gruppi di prodotti e di materie prime. Dopo la modesta crescita del 1998, i prezzi dei manufatti sono leggermente diminuiti a causa del perdurare di una forte concorrenza sui mercati mondiali dei prodotti e di "sacche" di offerta eccedente dopo la crisi asiatica. I prezzi dei prodotti alimentari si sono notevolmente ridotti per il secondo anno consecutivo, mentre quelli delle materie industriali di base (e in particolare i metalli), che tendono a mostrare una maggiore sensibilità alle dinamiche globali della produzione industriale, hanno iniziato a riprendersi nel corso del 1999, ancorché non abbastanza da impedire un lieve decremento su base annua. La ripresa più spettacolare si è tuttavia verificata nei prezzi petroliferi, cresciuti di quasi il 40% tra il 1998 e il 1999 – e più che triplicati tra la fine del 1998 e l'ultimo picco – principalmente per effetto di un efficace contingentamento dell'offerta introdotto nel marzo 1999. Peraltro, a seguito dell'accordo del marzo scorso, con cui sono state innalzate le quote di produzione, i prezzi del petrolio sono diminuiti di quasi un terzo.

#### *Saldi dei conti correnti*

Crescente discrepanza statistica

Come evidenziato nella tabella II.6, la discrepanza statistica mondiale di segno negativo è aumentata significativamente dall'insorgere della crisi asiatica. Il deterioramento aggregato di tutti i paesi che hanno accusato un indebolimento nel conto corrente a partire dal 1997 è pari a circa \$320 miliardi, di cui circa il 60% attribuibile agli Stati Uniti e un terzo agli altri paesi industriali. Il miglioramento cumulativo è invece ammontato a soli \$144 miliardi, gran parte del quale realizzato in Asia. Il peggioramento è principalmente riconducibile alla più rapida crescita delle importazioni; le dinamiche degli acquisti all'estero nei paesi o gruppi di paesi riportati nella sezione di sinistra della tabella non sembrano

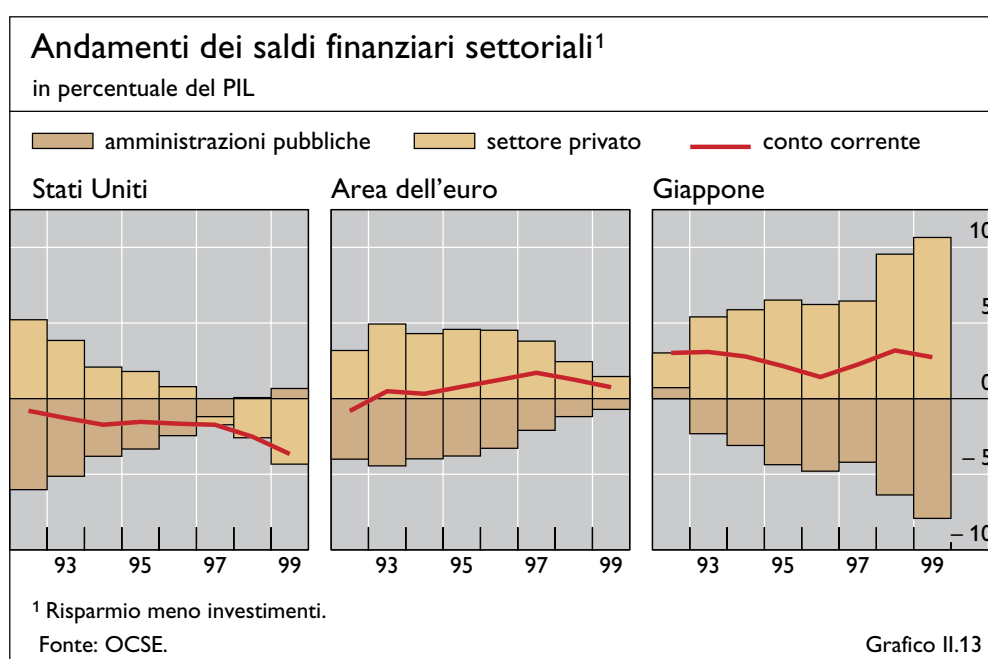
Variazioni nei saldi dei conti correnti, 1997–99 <sup>1</sup>			
	Peggioramenti		Miglioramenti
Stati Uniti	-195,4	Paesi asiatici emergenti	85,3
Area dell'euro	- 61,0	Giappone	15,2
Regno Unito	- 31,5	Canada	7,3
Australia	- 9,6	Svizzera	3,2
Altri paesi industriali	- 3,9	Altri paesi industriali	2,4
Medio Oriente	- 9,6	Economie in transizione	20,8
Africa	- 9,4	America latina	9,9
Totale	-320,4	Totale	144,1

<sup>1</sup> In miliardi di dollari USA.  
 Fonti: FMI; statistiche nazionali. Tabella II.6

peraltro incoerenti con le relazioni storiche fra importazioni e crescita della domanda interna. È difficile discernere le variazioni dei volumi da quelle dei prezzi a causa delle ampie oscillazioni dei tassi di cambio nel periodo in rassegna, le quali producono lo stesso effetto anche dal lato delle esportazioni. Nel complesso, la tabella indica che la dilatazione delle esportazioni, e quindi la crescita complessiva del prodotto, potrebbero essere state maggiori di quanto finora ipotizzato. La precisa localizzazione degli effetti aggiuntivi di crescita e di bilancia dei pagamenti è tuttavia di non facile determinazione.

Tralasciando la questione della discrepanza statistica, gli squilibri finanziari negli Stati Uniti non sono circoscritti all'economia interna, come rilevato in precedenza, ma risultano forse più evidenti nell'ampliamento degli squilibri esterni e nei crescenti timori circa la sostenibilità nel più lungo periodo dell'attuale livello del dollaro (grafico II.13). In ogni caso, non si può dire se e quando i mercati giudicheranno insostenibile il disavanzo esterno degli

La sostenibilità del disavanzo corrente USA ...



Bilancia dei pagamenti nei paesi industriali									
	Conto corrente			Conto finanziario			Saldo complessivo <sup>1</sup>		
	1997	1998	1999	1997	1998	1999	1997	1998	1999
	in miliardi di dollari USA								
Stati Uniti	-143,5	-220,6	-338,9	277,6	238,5	359,0	134,1	17,9	20,1
Giappone	94,3	120,6	109,5	3,6	- 62,9	- 35,8	97,9	57,7	73,7
Area dell'euro	106,8	67,3	45,8	-80,9	-214,2	-180,4	25,9	-146,9	-134,6
<i>Germania</i>	- 3,1	- 4,6	- 20,2	-37,9	- 75,9	- 59,4	-41,0	- 80,5	- 79,6
<i>Francia</i>	38,8	40,6	37,4	-37,5	- 64,2	- 84,5	1,3	- 23,6	- 47,1
<i>Italia</i>	32,2	21,7	9,8	4,8	- 6,9	- 13,0	37,0	14,8	- 3,2
<i>Benelux</i>	41,4	37,7	34,6	-40,8	- 88,0	- 27,9	0,6	- 50,3	6,7
Regno Unito	10,8	- 1,1	- 20,7	-67,2	- 84,2	50,0	-56,4	- 85,3	29,3
Svizzera	25,9	23,8	29,2	-24,9	- 14,0	- 55,4	1,0	9,8	- 26,2
Australia	- 12,7	- 17,9	- 22,3	16,2	6,6	12,2	3,5	- 11,3	- 10,1
Canada	- 10,3	- 11,1	- 2,9	- 6,9	- 8,1	- 5,6	-17,2	- 19,2	- 8,5
Nuova Zelanda	- 4,3	- 2,6	- 4,3	5,4	3,0	0,1	1,1	0,4	- 4,2
Paesi industriali	80,2	- 41,1	-193,2	103,3	-163,2	163,2	183,5	-204,3	- 30,0

<sup>1</sup> Somma delle colonne precedenti.  
 Fonti: FMI; statistiche nazionali.

Tabella II.7

... dipende dagli afflussi di capitali a lungo termine

Stati Uniti senza considerare anche i flussi netti di capitali a lungo termine e le forze che determinano tali flussi. Negli ultimi due o tre anni, i saldi dei conti correnti delle tre principali aree valutarie sono stati soverchiati dagli IDE e dagli investimenti di portafoglio azionari (tabella II.7). Ad esempio lo scorso anno, in termini netti, gli afflussi di IDE agli Stati Uniti rappresentavano il 40% circa del disavanzo corrente, mentre quelli di portafoglio erano pari a oltre la quota restante. Va inoltre rilevato che tra il 1991 e il 1997 le società statunitensi hanno investito all'estero più di quanto le società estere non abbiano investito negli USA. Questa tendenza si è però invertita nel 1998. Il saldo dei flussi di portafoglio era divenuto negativo già a partire dal 1996, anche se ciò è in parte riconducibile al fatto che gli investitori USA avevano effettuato cessioni nette di titoli azionari esteri. Tutto considerato, l'accelerazione degli IDE e degli investimenti di portafoglio verso gli Stati Uniti negli ultimi due anni fa ritenere che per gli investitori esteri sui mercati USA la redditività attesa del capitale sia cresciuta di pari passo con le aspettative di un aumento della produttività e del PIL potenziale e che questo incremento sia servito in parte a finanziare il forte deterioramento del disavanzo corrente.

Caratteristiche dei flussi di capitali nell'area dell'euro, in Giappone ...

Per un certo verso, l'immagine fornita dall'area dell'euro è speculare a quella degli Stati Uniti. Lo scorso anno il conto corrente presentava un'eccezione ma, a causa di deflussi netti di capitali a lungo termine pari a quattro volte l'ammontare di tale avanzo, il saldo complessivo è risultato fortemente negativo. Nel caso del Giappone, il rimpatrio di fondi investiti all'estero, assieme agli acquisti netti esteri di titoli azionari giapponesi e al triplicarsi degli afflussi di IDE rispetto al 1998 (indotti dalla deregolamentazione e dalle ristrutturazioni societarie), ha fatto scendere i deflussi netti di capitali a solo un terzo dell'eccezione di parte corrente.

Considerando altre singole economie, lo scorso anno tutti i maggiori paesi dell'area dell'euro hanno registrato disavanzi nel conto finanziario; la Germania ha riportato il deficit complessivo più elevato, mentre i paesi del Benelux hanno segnato un surplus. La Svizzera, per converso, è passata da un saldo positivo a uno negativo della bilancia totale. Anche nel Regno Unito si è verificato un importante spostamento dei flussi netti di capitali, che ha determinato un'eccezione complessiva di insolito ammontare. I conti correnti e i conti finanziari degli altri paesi anglofoni hanno mostrato dinamiche piuttosto divergenti lo scorso anno, a differenza del 1998, quando essi avevano indistintamente registrato disavanzi correnti piuttosto ampi e una contrazione dei flussi netti di capitali. Grazie anche alle vendite agli Stati Uniti e al rialzo dei prezzi delle materie prime, il Canada è riuscito in pratica a eliminare il disavanzo di parte corrente, riducendo al tempo stesso i deflussi netti. Per contro, l'Australia e la Nuova Zelanda – più esposte alla ripresa relativamente lenta nella domanda di importazioni dell'Asia e con un export di materie prime a più forte componente agricola – hanno visto ampliarsi ulteriormente i rispettivi disavanzi commerciali e correnti. L'Australia ha tuttavia beneficiato di più elevati afflussi netti, che sembrano aver attenuato le pressioni sulla valuta, mentre si è assistito a un nuovo calo dei fondi affluiti alla Nuova Zelanda.

... e in alcuni altri paesi

Nel complesso, durante lo scorso decennio i flussi netti di IDE e di investimenti di portafoglio azionari, sulla scia delle mutevoli aspettative di redditività e di crescita a lungo termine, paiono aver assunto maggiore importanza rispetto agli squilibri correnti. Ciò emerge con chiarezza nel caso degli Stati Uniti, dove la correlazione fra corsi azionari e afflussi netti di capitali è altamente positiva, così come quella fra cambio del dollaro e prezzi delle azioni (Capitolo V). Una siffatta correlazione è evidente anche in Giappone, dove gli annunci di ristrutturazioni societarie hanno condotto a marcati incrementi negli afflussi di fondi e nelle quotazioni di borsa. I movimenti relativi degli indici azionari non riescono però a spiegare i deflussi di capitali europei a più lungo termine, visto che tali indici sono aumentati in Europa a un ritmo grosso modo analogo a quello giapponese e pari a oltre il doppio di quello degli USA.

Diverse determinanti dei flussi di capitali

Inoltre, mentre tali tendenze sono per lo più inequivocabili, meno certa appare la loro sostenibilità. Da un lato, nella misura in cui le aspettative circa i rendimenti futuri, e quindi i flussi di capitali, sono essenzialmente di natura ciclica, un rallentamento dell'economia statunitense è destinato ad acuire i timori sul disavanzo corrente e, forse, a comprimere gli afflussi netti. Dall'altro, se i movimenti di capitali sono trainati principalmente da cambiamenti strutturali, quali gli aumenti nella crescita di lungo periodo indotti dalle tecnologie informatiche o le ristrutturazioni societarie, e le pressioni della domanda nei paesi di destinazione restano moderate, un ulteriore peggioramento degli squilibri di parte corrente potrebbe influire solo marginalmente sull'entità dei flussi finanziari a più lungo termine.

Sostenibilità degli afflussi negli USA

### III. La ripresa dalla crisi nei mercati emergenti

#### Aspetti salienti

La performance macroeconomica dei mercati emergenti nel 1999 si è rivelata molto migliore di quanto si fosse temuto all'inizio dell'anno: in quasi tutti i paesi la crescita è stata sostenuta e l'inflazione è rimasta sotto controllo. In particolare, sia il Brasile sia la Russia sono riusciti a contenere l'inflazione nonostante le ingenti svalutazioni. La ripresa in Asia si è irrobustita, estendendosi alla quasi totalità della regione, contestualmente al dileguarsi della minaccia deflazionistica per Cina e Hong Kong. Il miglioramento è proceduto di pari passo con il ripristino della fiducia sui mercati finanziari, in presenza di sensibili contrazioni dei differenziali creditizi e del rifluire dei capitali internazionali verso i segmenti obbligazionari e azionari. Se da un lato il dinamismo di questi ultimi ha favorito la cessione da parte dei governi delle attività bancarie acquisite durante la crisi, dall'altro la loro vulnerabilità a possibili deflussi di fondi ha suscitato timori in alcuni paesi asiatici.

Nel corso dell'anno passato la maggior parte dei paesi dell'America latina si è gradualmente ripresa dalla recessione, poiché il migliore contesto esterno ha consentito un allentamento delle condizioni monetarie, mentre le misure di contenimento dei disavanzi pubblici hanno contribuito a una maggiore stabilità. L'ondata di investimenti diretti esteri (IDE) e un più libero commercio internazionale hanno ulteriormente accresciuto l'integrazione dell'America latina nell'economia mondiale. Il progressivo rincaro del petrolio ha sostenuto tanto i paesi produttori della regione, quanto la Russia e il Medio Oriente. Nonostante, in un periodo di debole domanda interna e di favorevoli condizioni della domanda mondiale, gli ampi disavanzi con l'estero hanno continuato a rappresentare una fonte di vulnerabilità, specie alla luce dell'elevato debito estero di alcuni paesi. Ciò vale anche per molti paesi africani: lo scorso anno il deficit corrente è rimasto alto per il continente nel suo insieme anche se, in media, la sua crescita è diminuita.

Benché le riforme microeconomiche abbiano accresciuto la competitività di diverse economie, sussiste il timore che la resistenza di queste ultime a future crisi economiche o finanziarie sia tuttora alquanto bassa. Progressi sono stati realizzati nel consolidamento dei bilanci bancari in vari paesi asiatici. Le ristrutturazioni societarie sembrano tuttavia procedere a rilento, anche se in Corea la maggiore apertura dei mercati e gli IDE hanno in parte rinvigorito il settore manifatturiero. Anche in Cina e in India è in atto una riforma dei sistemi finanziari ed economici, ma i progressi sono stati lenti e molto dipende dalla capacità delle autorità di proseguire nell'azione intrapresa.

Con il passaggio dei paesi emergenti a regimi di cambio più flessibili, i responsabili delle politiche hanno ricercato o adottato metodi alternativi per ancorare le aspettative inflazionistiche. Diverse economie hanno già optato per

la fissazione di obiettivi di inflazione come guida per la conduzione della politica monetaria, e vari paesi asiatici stanno valutando un approccio analogo.

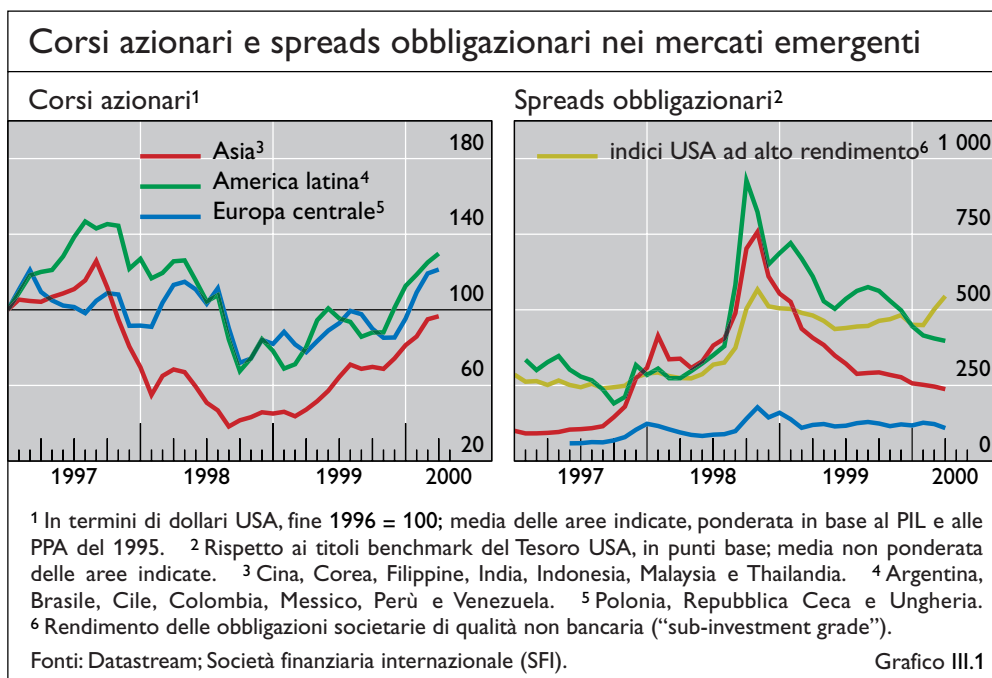
## Principali tendenze economiche e finanziarie

Nel corso dell'anno, in presenza di un recupero della crescita nei paesi industriali, le condizioni reali e finanziarie delle economie di mercato emergenti sono gradualmente migliorate. I corsi azionari nei paesi riportati nel grafico III.1 sono aumentati di circa il 60% nel 1999, molto di più che nella maggior parte dei paesi industriali. In questi ultimi i tassi d'interesse a breve e a lungo termine sono saliti, ma l'impatto sulle economie emergenti è stato modesto, e gli spreads del finanziamento internazionale hanno continuato a ridursi. Un ulteriore segnale del migliorato clima di fiducia è provenuto dai mercati dei cambi: le valute dei paesi che avevano adottato la fluttuazione amministrata sono andate generalmente stabilizzandosi o, in alcuni casi, si sono persino apprezzate nei confronti del dollaro USA.

Migliorano le condizioni economiche e finanziarie

Il rafforzamento della domanda globale è stato un elemento determinante per la ripresa dell'attività economica nell'anno trascorso; nondimeno, anche le politiche e altri fattori interni hanno svolto un ruolo importante non solo nel sorreggere il rilancio dell'economia, ma anche nel mantenere bassa l'inflazione. Ciò è emerso con particolare evidenza in Asia, dove gli indirizzi accomodanti o espansivi delle politiche economiche hanno determinato una ripresa con un tipico "profilo a V", il cui vigore era stato fortemente sottostimato dalla maggior parte degli analisti. Si è assistito a un'inversione positiva nel ciclo delle scorte, a un ampio contributo delle esportazioni nette alla crescita – in un primo momento essenzialmente sotto forma di un calo delle importazioni e in seguito di una progressiva dilatazione dell'incidenza delle esportazioni – nonché, da ultimo, a una ripresa dei consumi. Anche i tassi di cambio asiatici hanno

Ripresa inaspettatamente forte in Asia



guadagnato terreno grazie ai miglioramenti nel clima di fiducia e nell'espansione dell'economia reale. Tali andamenti hanno agito nel senso di attenuare le pressioni al rialzo sui prezzi interni, senza peraltro pregiudicare le posizioni competitive.

Sorprendente  
vigore della crescita  
in America latina ...

In America latina e nelle economie in transizione l'espansione del prodotto si è rivelata parimenti più forte del previsto. Dopo la svalutazione del real brasiliano all'inizio dello scorso anno, la produzione sembrava destinata a diminuire non solo in Brasile, ma anche in alcuni altri paesi che già verso la fine

Crescita, inflazione e saldi delle bilance correnti									
	PIL reale			Prezzi al consumo			Saldo della bilancia corrente		
	1992-97	1998	1999 ps	1992-97	1998	1999 ps	Media 1992-97	1998	1999 ps
	variazioni percentuali annue						in percentuale del PIL		
Asia <sup>1</sup>	8,8	2,0	6,0	9,7	7,4	2,2	-0,3	4,5	3,0
Cina	11,5	7,8	7,1	13,3	-0,9	-1,4	1,0	3,0	1,5
Hong Kong	5,2	- 5,1	2,9	7,8	2,8	-4,0	0,1 <sup>2</sup>	0,5 <sup>2</sup>	4,4 <sup>2</sup>
India	6,3	6,0	6,3	8,4 <sup>3</sup>	6,9 <sup>3</sup>	3,5 <sup>3</sup>	-1,2	- 0,9	- 0,8
Corea	6,8	- 6,7	10,7	5,2	7,5	0,8	-1,8	12,6	6,0
Singapore	9,1	0,4	5,4	2,1	-0,3	0,5	14,7	25,4	25,3
Taiwan	6,6	4,6	5,7	3,2	1,7	0,2	3,1	1,3	2,0
Filippine	3,8	- 0,5	3,2	7,8	9,7	6,7	-4,2	2,0	9,2
Indonesia	6,9	-13,7	0,2	8,2	58,4	20,5	-2,4	4,4	3,8
Malaysia	9,2	- 7,5	5,4	3,6	5,3	2,7	-5,7	13,7	16,9
Thailandia	6,5	-10,2	4,1	5,0	8,1	0,3	-5,9	12,5	8,9
America latina <sup>1</sup>	4,1	1,9	0,1	102,9	10,5	9,1	-2,7	- 4,4	- 2,6
Argentina	5,3	3,9	-3,0	7,0	0,9	-1,2	-3,1	- 4,9	- 4,2
Brasile	4,4	0,1	0,8	363,3	3,8	4,9	-1,8	- 4,4	- 4,0
Cile	8,4	3,4	-1,1	10,2	5,1	3,4	-3,9	- 5,7	- 0,1
Colombia	4,3	0,6	-4,5	22,2	20,4	11,2	-4,3	- 5,3	- 1,3
Messico	2,5	4,8	3,4	19,9	15,9	16,6	-4,0	- 3,8	- 2,9
Perù	5,6	0,3	3,8	27,5	7,2	3,5	-5,6	- 6,0	- 3,6
Venezuela	2,2	- 0,7	-7,2	55,2	35,8	23,6	2,7	- 2,7	5,4
Europa centrale <sup>1</sup>	3,9	3,3	3,2	24,0	11,9	6,5	-1,5	- 4,1	- 5,8
Polonia	5,2	4,8	4,1	29,3	11,8	7,3	0,5	- 4,4	- 7,5
Repubblica Ceca	1,9	- 2,2	-0,2	11,3	10,7	2,1	-3,5	- 2,5	- 2,0
Ungheria	1,1	4,9	4,5	22,4	14,3	10,0	-4,8	- 4,9	- 4,3
Russia	-7,2	- 4,9	3,2	285,3	27,7	85,7	2,3	0,4	13,9
Israele	5,2	1,9	2,2	10,9	5,4	5,2	-4,3	- 0,9	- 2,6
Turchia	4,9	2,8	-5,0	82,3	84,6	64,9	-1,2	0,9	- 0,5
Arabia Saudita	1,1	1,6	1,0	1,3	-0,4	-1,6	-6,4	-10,2	- 2,8
Africa	2,3	3,4	2,8	24,0	6,7	5,8	-9,5 <sup>4</sup>	-16,5 <sup>4</sup>	-13,2 <sup>4</sup>
Sudafrica	1,7	0,1	1,2	9,5	6,9	5,2	-0,4	- 1,7	- 0,4
<i>Per memoria:</i>									
<i>paesi industriali</i>	2,5	2,7	2,9	2,5	1,3	1,5	-	- 0,1	- 0,8

<sup>1</sup> Media dei paesi indicati, ponderata in base al PIL e alle PPA del 1995. <sup>2</sup> Bilancia dei beni e dei servizi non dei fattori.

<sup>3</sup> Prezzi all'ingrosso. <sup>4</sup> In percentuale delle esportazioni di beni e servizi.

Fonti: FMI; statistiche nazionali; stime BRI.

Tabella III.1

del 1998 avevano mostrato tendenze recessive. In parte per effetto di un tempestivo riorientamento delle politiche, che ha contribuito a mantenere l'inflazione su livelli modesti, il Brasile ha recuperato con sorprendente rapidità, e il prodotto complessivo per la regione è rimasto sostanzialmente invariato rispetto al 1998 (tabella III.1). Per contro, i paesi che esportano prevalentemente materie prime interessate dal calo dei prezzi e/o che hanno mantenuto il regime di cambi fissi hanno generalmente accusato una flessione del prodotto.

Fra le economie in transizione, lo scorso anno ha destato una particolare sorpresa il rapido recupero della Russia dalla crisi finanziaria dell'autunno 1998. Analogamente al Brasile, questo risultato positivo sembra in parte riconducibile a politiche volte a impedire che il deprezzamento della moneta si riversasse per intero sull'inflazione interna. Malgrado il rallentamento in America latina, in Africa e nel Medio Oriente, la crescita media dei paesi emergenti nel 1999 è stimata al 4%. Benché decisamente più elevata rispetto all'anno precedente, essa resta ben al disotto della media dei primi anni novanta, ripristinando solo in parte il differenziale storico nei confronti dell'area industriale.

Lo scorso anno i movimenti dei prezzi delle materie di base, dei tassi di cambio e delle connesse ragioni di scambio hanno influito in modo significativo sulle dinamiche della crescita, specie per quanto riguarda l'espansione relativamente lenta delle regioni e dei paesi con esportazioni meno diversificate (tabella III.2). In Africa, nel Medio Oriente e in quasi tutta l'America latina gli sviluppi del 1999 sembrerebbero riconducibili agli effetti ritardati del grave deterioramento delle ragioni di scambio subito l'anno precedente e solo a partire dalla fine dell'anno a quelli del successivo miglioramento dei prezzi relativi del commercio. L'effetto frenante delle ragioni di scambio meno favorevoli è stato più evidente nei paesi a regime di cambio fisso e con esportazioni basilari in brusco calo in termini di volume. Altri paesi hanno consentito alle proprie valute di indebolirsi rispetto al dollaro USA al fine di smorzare l'impatto sui redditi reali originato dalla caduta dei prezzi delle materie prime. Tuttavia, nella maggior parte dei casi tali effetti sono stati in parte controbilanciati dall'adozione di politiche più restrittive volte a impedire alle svalutazioni del cambio di spingere verso l'alto l'inflazione interna.

Seppure in modo più indiretto, anche l'entità e la composizione dei flussi netti di capitali possono spiegare talune divergenze nella crescita dei paesi emergenti (tabella III.3). Nel complesso, gli afflussi netti di capitali privati sono

... e nelle economie in transizione

Impatto negativo dei bassi prezzi delle materie prime

La lenta ripresa dei movimenti di capitali riflette ...

Evoluzione delle ragioni di scambio			
	1997	1998	1999 ps
	variazioni percentuali annue		
Economie di mercato emergenti	-0,4	- 6,2	3,6
Asia	-0,9	- 0,8	-1,3
America latina	-1,3	- 7,2	5,2
Africa	0,9	- 9,9	3,6
Medio Oriente	1,0	-14,4	12,3
Paesi industriali	-0,4	1,5	0,2

Fonte: FMI, *World Economic Outlook*. Tabella III.2



Flussi netti di capitali privati verso le economie di mercato emergenti				
	1996	1997	1998	1999
	in miliardi di dollari USA			
<b>Economie di mercato emergenti</b>				
Flussi totali	216	148	75	81
Investimenti diretti	113	139	143	150
Investimenti di portafoglio	78	53	9	23
Altri	25	-44	-77	-93
<i>Per memoria: conto corrente</i>	- 94	-72	-51	14
<i>variazione delle riserve<sup>1</sup></i>	-114	-73	-38	-79
<b>Asia</b>				
Flussi totali	104	- 1	-43	-27
Investimenti diretti	53	55	58	50
Investimenti di portafoglio	13	4	-18	- 6
Altri	38	-60	-83	-71
<i>Per memoria: conto corrente</i>	- 37	23	114	96
<i>variazione delle riserve<sup>1</sup></i>	- 50	-16	-70	-60
<b>America latina</b>				
Flussi totali	72	86	70	54
Investimenti diretti	40	53	56	64
Investimenti di portafoglio	41	19	15	11
Altri	- 8	13	- 1	-20
<i>Per memoria: conto corrente</i>	- 38	-64	-89	-54
<i>variazione delle riserve<sup>1</sup></i>	- 31	-15	17	5
<b>Africa</b>				
Flussi totali	8	17	12	15
Investimenti diretti	5	7	5	10
Investimenti di portafoglio	1	4	4	4
Altri	1	6	2	1
<i>Per memoria: conto corrente</i>	- 7	- 7	-20	-17
<i>variazione delle riserve<sup>1</sup></i>	- 9	-11	1	- 3
<b>Paesi in transizione</b>				
Flussi totali	17	23	14	12
Investimenti diretti	14	20	21	24
Investimenti di portafoglio	19	22	7	4
Altri	- 16	-18	-14	-16
<i>Per memoria: conto corrente</i>	- 17	-26	-25	- 5
<i>variazione delle riserve<sup>1</sup></i>	- 2	-10	- 1	- 8

<sup>1</sup> Il segno negativo indica un incremento.

Fonte: FMI, *World Economic Outlook*.

Tabella III.3

rimasti più o meno costanti rispetto al 1998, benché notevolmente al disotto dei livelli osservati prima della crisi asiatica. Gli ingenti avanzi di parte corrente in Asia hanno permesso di rimborsare il debito bancario senza pregiudicare la ripresa; di fatto, le riserve valutarie sono aumentate in misura quasi uguale a quella del 1998. Per contro, la diminuzione degli afflussi netti in America latina, unitamente al persistere di elevati disavanzi correnti, ha indotto (ovvero costretto) vari paesi a inasprire le politiche monetarie e fiscali agli inizi del 1999, allorché la crisi brasiliana ha dilatato i premi di rischio dell'intera regione. I flussi netti di capitali verso l'Africa sono stati alquanto insensibili al mutare delle

condizioni dei mercati finanziari internazionali e, sfortunatamente, anche al fabbisogno di finanziamento esterno del continente. Soprattutto in conseguenza della debolezza dei prezzi delle derrate agricole, il disavanzo aggregato di parte corrente della regione era aumentato nettamente nel 1998 ed è rimasto elevato lo scorso anno, mentre i fondi netti in entrata hanno confermato il loro basso livello precedente. Alla luce dell'esiguità del risparmio interno, la mancanza di finanziamenti dall'estero potrebbe avere in alcuni casi accentuato il rallentamento della produzione, comprimendo la spesa per investimenti.

La composizione degli afflussi di capitali ha probabilmente influito anche sul profilo della crescita nell'anno passato. Nel corso dell'ultimo decennio gli IDE nei paesi emergenti sono aumentati significativamente sia in termini assoluti sia in percentuale degli afflussi privati totali; inoltre, nonostante la crisi asiatica e le turbolenze del 1998, il loro elevato livello è rimasto sorprendentemente stabile. Questa evoluzione deriva in parte da una generale tendenza verso la globalizzazione delle strutture produttive. Tuttavia, essa rispecchia anche aspetti più specifici, quali la rimozione delle restrizioni poste agli IDE in taluni paesi asiatici, l'attrattiva dei bassi costi di produzione conseguenti alle ampie svalutazioni e/o del calo dei corsi azionari, nonché la privatizzazione di grandi

... più elevati afflussi di investimenti diretti esteri ...

Finanziamento bancario e obbligazionario internazionale nelle economie di mercato emergenti							
	Media 1990-95 <sup>1</sup>	1996	1997	1998	1999	Giugno 1997	Dicembre 1999
in miliardi di dollari USA							
Credito bancario internazionale <sup>2</sup>					Importi in essere		
Asia <sup>3</sup>	37	80	5	-96	-53	480	315
di cui: Cina	7	13	10	-11	-15	85	68
Paesi colpiti dalla crisi <sup>4</sup>	28	58	-10	-83	-31	329	190
America latina	1	28	31	-8	-16	284	280
di cui: Argentina	-	5	8	1	-	42	48
Brasile	-	17	14	-11	-9	98	85
Messico	-	-	-7	-	-4	69	61
Europa centrale <sup>5</sup>	-	2	6	6	5	26	39
Russia	1	6	10	-6	-8	54	44
Africa	-2	-	3	-2	1	51	56
Emissioni nette di strumenti debitori internazionali					Importi in essere		
Asia <sup>3</sup>	15	42	34	-	-3	127	139
di cui: Cina	2	2	4	-	-	17	18
Paesi colpiti dalla crisi <sup>4</sup>	11	38	25	-	-2	98	107
America latina	13	41	42	22	32	136	205
di cui: Argentina	6	11	14	11	11	35	63
Brasile	4	12	10	3	6	35	46
Messico	2	13	8	2	10	50	63
Europa centrale <sup>5</sup>	3	-	2	2	2	15	20
Russia	-	-	7	12	-1	6	19

<sup>1</sup> 4° t 1993-95 per le emissioni nette di titoli. <sup>2</sup> Variazioni depurate dagli effetti di cambio delle posizioni creditorie delle banche dichiaranti alla BRI. <sup>3</sup> A esclusione di Hong Kong e Singapore. <sup>4</sup> Corea, Filippine, Indonesia, Malaysia e Thailandia. <sup>5</sup> Polonia, Repubblica Ceca e Ungheria.

Fonte: BRI.

Tabella III.4

società pubbliche. In America latina tali afflussi hanno finanziato lo scorso anno la quasi totalità dello squilibrio di parte corrente. Analogamente, in economie in transizione quali la Polonia e l'Ungheria, la relativa stabilità degli IDE ha allentato l'urgenza di politiche restrittive tese a scongiurare un ulteriore peggioramento dei disavanzi correnti. I paesi africani, cui è affluita solo una modesta frazione dei capitali investiti nelle economie emergenti, hanno viceversa dovuto correggere le loro politiche monetarie e fiscali al fine di contenere il deficit corrente.

... ma anche un ulteriore calo dei flussi bancari

Nel 1999 il credito bancario internazionale ai mercati emergenti ha continuato a diminuire in termini aggregati, anche se in misura minore rispetto al 1998. Dall'inizio della crisi i paesi asiatici hanno ridotto il debito in essere verso le banche internazionali di circa \$160 miliardi (tabella III.4), grazie a un calo degli investimenti e alle ristrutturazioni dei bilanci bancari e societari. Sono diminuiti anche i prestiti bancari internazionali all'America latina e alla Russia. Le emissioni nette di titoli internazionali di debito si sono al contrario rivelate una più stabile fonte di finanziamento. In effetti, i paesi latino-americani hanno incrementato notevolmente le emissioni di titoli obbligazionari a partire da metà 1997, nonostante le ampie oscillazioni degli spreads. L'Argentina e il Messico si sono mostrati particolarmente attivi nel 1999, e i collocamenti obbligazionari si sono ulteriormente intensificati agli inizi di quest'anno, allorché un maggior numero di paesi dell'area ha tratto vantaggio dal restringimento degli spreads.

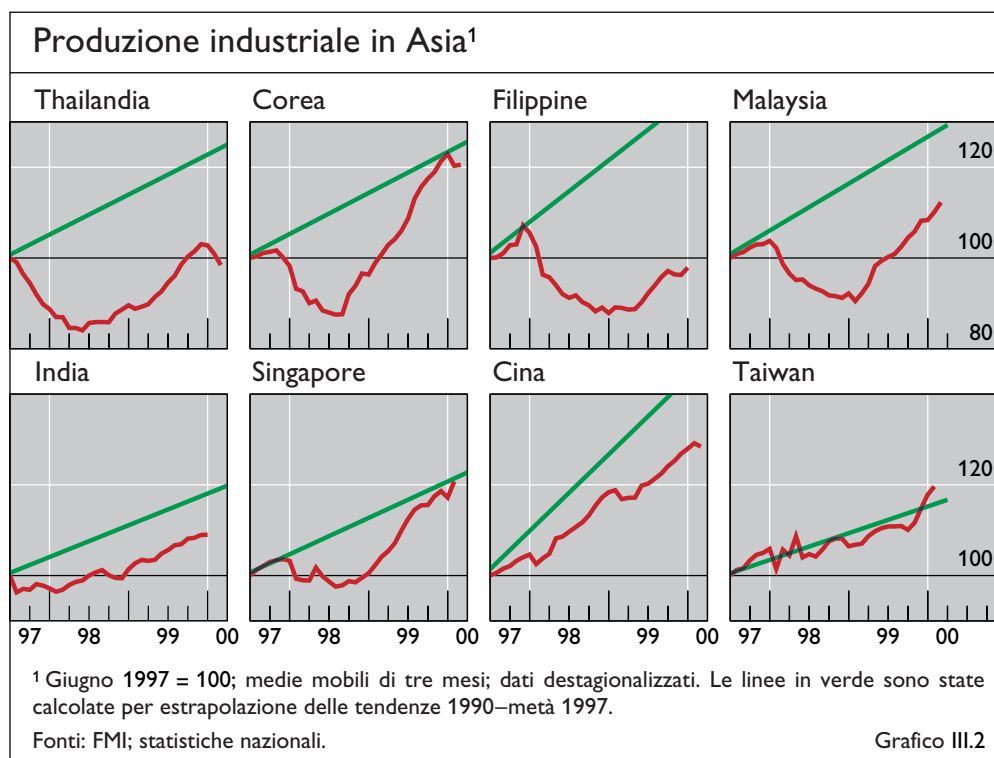
## Recupero dalla crisi in Asia

Ripresa vigorosa ma disomogenea in Asia

La profonda contrazione del prodotto in buona parte dell'Estremo Oriente ha toccato il punto di svolta nella seconda metà del 1998. Sebbene la successiva ripresa sia risultata assai più vigorosa di quanto generalmente previsto, vi sono state marcate divergenze fra i vari paesi in ordine ai tempi e alla misura in cui sono state recuperate le precedenti perdite di produzione (tabella III.1). Per ciò che riguarda *Corea*, *Singapore* e *Taiwan*, alla fine del 1999 la produzione si era pressoché riportata ai livelli precrisi, mentre in *Malaysia* e *Thailandia* essa li aveva addirittura superati (grafico III.2). Seppure con un certo ritardo, l'attività a *Hong Kong* ha cominciato a espandersi nella prima metà del 1999, per poi rafforzarsi progressivamente in corso d'anno. Nel 1998 le *Filippine* avevano subito una recessione a causa sia degli scarsi raccolti agricoli, sia della recessione dei paesi limitrofi; l'economia ha nondimeno ripreso vigore nel 1999, grazie anche al fatto che i problemi del debito estero e della sovraesposizione del sistema bancario non erano così gravi come in altri paesi. In *Indonesia*, dove la contrazione dell'economia è stata la peggiore in termini di entità e di durata, nell'ultima parte del 1999 si è verificata un'inversione di rotta, che non si è tuttavia trasformata finora in una ripresa stabile; a fine anno le incertezze politiche minavano ancora la fiducia di famiglie e imprese, e a ciò si aggiungeva la persistente fragilità del settore finanziario.

Crescita sostenuta ma in decelerazione in Cina ...

La *Cina* è cresciuta più velocemente di altri paesi asiatici, sebbene l'espansione del prodotto mostri da alcuni anni una tendenza al rallentamento. Al fine di compensare gli effetti contrattivi di breve periodo delle riforme economiche



e la debolezza delle esportazioni, la spesa pubblica è stata dilatata. In presenza di un calo dei prezzi, della crescente disoccupazione e della fragilità del settore bancario, le autorità hanno cercato di allentare le condizioni monetarie abbassando i tassi d'interesse nominali e riducendo gli obblighi di riserva. Esse hanno inoltre incitato le banche ad aumentare il credito alle infrastrutture, all'edilizia residenziale e alle esportazioni, nonché a erogare in misura maggiore capitale di funzionamento alle imprese statali e crediti al consumo.

L'India ha beneficiato di un aumento della produzione industriale e del rapido sviluppo delle tecnologie informatiche. Hanno inoltre concorso alla crescita gli incrementi della produzione agricola e dei redditi, mentre i rincari dei prezzi petroliferi hanno peggiorato la bilancia commerciale. Nonostante l'elevato disavanzo fiscale (si veda oltre) e la rapida espansione monetaria, l'inflazione di base è scesa a livelli insolitamente bassi, grazie soprattutto ai buoni raccolti e all'impatto della disinflazione mondiale. Benché le riforme microeconomiche possano anche aver ridotto le pressioni inflazionistiche, l'incidenza dei prezzi alimentari fa sì che il paese resti esposto a rischi di shock dal lato dell'offerta e a improvvise impennate del costo della vita. Nel medio periodo la programmata privatizzazione di importanti settori, destinata ad alleggerire l'onere del debito pubblico, potrebbe anche attrarre nuovi investimenti diretti dall'estero.

Le esportazioni hanno rappresentato la forza propulsiva alla base della ripresa dell'Estremo Oriente nel primo semestre 1999. L'entità della crescita delle esportazioni è stata sensibilmente diversa tra i vari paesi, rispecchiando in parte le differenze nella loro struttura merceologica e geografica. Per alcune economie, e in particolare il Giappone, il recupero della domanda di componenti elettronici ha fornito un importante stimolo, mentre i paesi in cui prevalgono

... e inflazione sorprendentemente bassa in India

Un elevato contributo alla crescita proviene dalle esportazioni ...

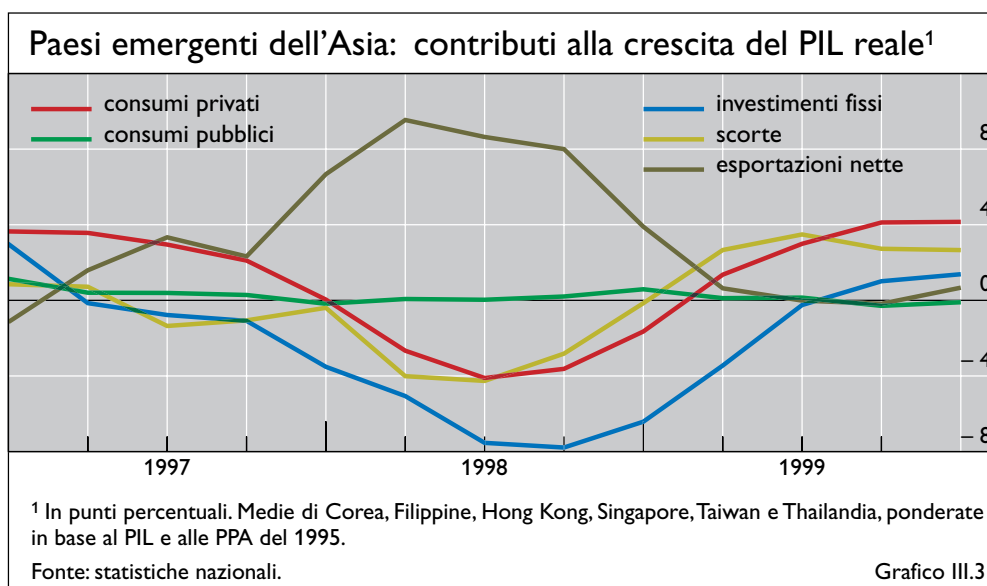
le industrie che hanno maggiormente risentito dell'eccesso di offerta mondiale, come quella automobilistica, hanno ricevuto un minore sostegno da fattori esterni. I paesi esportatori maggiormente orientati verso gli USA hanno tratto profitto dalla vivace domanda di importazioni proveniente da tale mercato, sebbene un contributo importante sia anche provenuto dal commercio infra-asiatico. In Cina i maggiori sgravi fiscali hanno stimolato le vendite all'estero nella seconda metà del 1999. Alle iniziali svalutazioni di molti paesi emergenti dell'Asia ha fatto seguito un forte apprezzamento dello yen, che ha fornito a queste economie un ulteriore vantaggio su un importante concorrente. Peraltro, considerata la rilevanza del Giappone come mercato di esportazione e come fonte sia di finanziamento sia di investimenti diretti, la sua protratta debolezza strutturale e ciclica ha nel complesso raffrenato lo sviluppo della regione.

... e da un progressivo rilancio della domanda interna

Nel corso dell'anno la più robusta domanda interna, compresa una inversione nel ciclo delle scorte, si è sostituita alle esportazioni nel trainare la fase espansiva (grafico III.3). Con il recupero della fiducia circa le prospettive occupazionali e il rialzo dei prezzi delle attività, i consumatori hanno iniziato a effettuare acquisti di beni durevoli, in precedenza differiti. Si è assistito inoltre a una modesta ripresa degli investimenti societari in Corea e Malaysia. L'attività di investimento, tuttavia, è rimasta generalmente debole a causa di un eccesso di capacità in alcuni settori e dei piani di ristrutturazione e di riduzione del debito avviati da numerose società. I problemi del settore bancario hanno reso particolarmente difficile alle piccole imprese reperire fondi per nuovi investimenti, mentre le aziende di grandi dimensioni hanno potuto fare maggiore affidamento sulle emissioni azionarie e obbligazionarie sia per finanziare gli investimenti sia per rimborsare debiti bancari.

Ampi avanzi dei conti correnti ...

La regione ha continuato a registrare un ampio avanzo di parte corrente. La recessione aveva determinato una marcata contrazione delle importazioni e, con il rafforzamento delle esportazioni, il saldo aggregato del conto corrente si era portato da un deficit di \$37 miliardi nel 1996 a un'eccedenza di



\$114 miliardi nel 1998. Nel 1999 la domanda interna ha dato segni di ripresa, e le importazioni si sono conseguentemente incrementate, allorché le imprese hanno avviato la ricostituzione delle scorte di magazzino, determinando una riduzione del surplus a \$96 miliardi. In Cina vi è stato un aumento particolarmente ingente nelle importazioni notificate, che sembra però riconducibile almeno in parte ai severi provvedimenti per reprimere il contrabbando. Gli IDE verso i paesi emergenti dell'Asia sono risultati relativamente stabili, sebbene ai maggiori afflussi in Corea e Taiwan abbia fatto riscontro una flessione in Cina e Malaysia. Gli investimenti di portafoglio sono rimasti modesti, mentre il credito bancario internazionale ha segnato un'ulteriore contrazione, dovuta sia agli influssi dal lato della domanda discussi in precedenza, sia alle misure adottate dalle banche giapponesi per ridimensionare la loro operatività internazionale.

... e stabili flussi di investimenti diretti esteri

#### *Vincoli di capacità e pressioni inflazionistiche*

Nel 1999 l'inflazione è rimasta contenuta nella maggior parte dell'Asia (tabella III.1) e le previsioni sono state riviste al ribasso in corso d'anno, nonostante l'innalzamento delle proiezioni di crescita in termini reali. Le ampie svalutazioni dei tassi di cambio si sono traslate sui prezzi in misura assai modesta. Ciò ha rispecchiato tanto l'eccezionale debolezza della domanda interna nel 1998, quanto il fatto che le più pronunciate oscillazioni del cambio sono state a ragione ritenute unicamente temporanee. I prezzi in Cina e a Hong Kong sono andati calando per quasi tutto il 1999. Tale flessione può essere dovuta a un apprezzamento dei relativi tassi di cambio effettivi e all'impatto sui prezzi dei prodotti alimentari di raccolti particolarmente abbondanti nonché, nel caso della Cina, agli effetti delle ristrutturazioni del sistema economico. Anche in Indonesia, dove al deprezzamento molto più marcato si sono associate le conseguenze di una mediocre produzione agricola e di disordini sociali, l'inflazione è calata rapidamente dopo il netto incremento del 1998.

L'inflazione rimane bassa

Il rialzo dei corsi petroliferi iniziato nei primi mesi del 1999 ha spinto in alto l'indice dei prezzi al consumo nella maggior parte dei paesi; tuttavia, esso non pare aver ancora innescato effetti secondari, e le previsioni di inflazione sono rimaste basse. Una possibile eccezione a tale riguardo è la Corea, dove la produzione potrebbe essere prossima ai limiti di capacità; nondimeno, il tempestivo innalzamento dei tassi d'interesse deciso dalle autorità coreane ha verosimilmente attenuato i timori inflazionistici.

#### *Squilibri di bilancio e debito pubblico*

La crisi del 1997-98 ha lasciato una chiara impronta sui bilanci statali e sul debito pubblico (tabella III.7 a pagina 58). Le contrazioni del gettito, unitamente alle misure discrezionali di stimolo dell'economia e alla crescente spesa per interessi sul debito, avevano fatto sì che a fine 1998 i bilanci della quasi totalità dei paesi asiatici risultassero in disavanzo. Grazie all'inatteso vigore della ripresa e ai conseguenti miglioramenti delle entrate statali, nel 1999 Hong Kong e Corea hanno potuto ridurre il deficit, mentre in altri paesi la combinazione di una mediocre esazione tributaria, di carenze nel controllo della spesa e, nel caso di Taiwan, degli effetti di un grave sisma hanno determinato un aumento dei saldi passivi di bilancio (o una flessione di quelli attivi). A causa delle misure

Crescono i disavanzi di bilancio e l'incidenza del debito pubblico

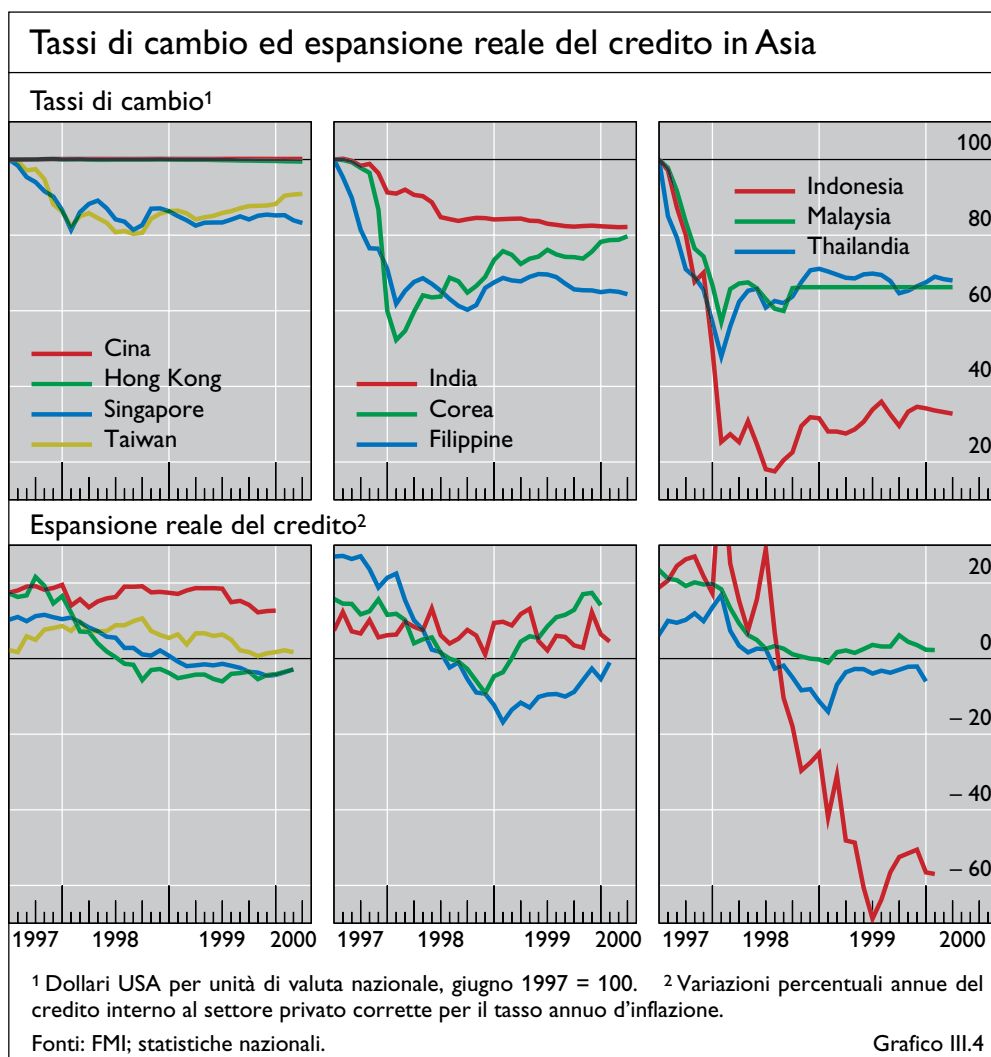
di ristrutturazione e ricapitalizzazione del sistema bancario, l'impatto della crisi è stato persino più pronunciato in termini di stock di debito: per diversi paesi l'incidenza di quest'ultimo sul PIL si è attestata sul 40–60% nel 1999.

In India i timori sullo stato della finanza pubblica si sono gradualmente acuiti nel corso degli anni novanta. Lo scorso anno il disavanzo delle amministrazioni centrali è salito a circa il 6% del PIL, mentre quello dell'intero settore pubblico si situava intorno al 10%. Il conseguente aumento del debito pubblico a quasi il 60% del prodotto, unitamente alle ingenti passività potenziali derivanti dalle garanzie prestate da enti pubblici di vario livello e alla modesta portata delle proposte di riforma contenute nell'ultima legge finanziaria, ha esacerbato le preoccupazioni circa la sua sostenibilità.

#### *Mercati finanziari e politica monetaria*

Un cambio stabile consente di ridurre i tassi d'interesse ...

Agli inizi dello scorso anno quasi tutte le valute asiatiche in forte deprezzamento nel 1997–98 avevano in parte recuperato le perdite, mostrando nel corso del 1999 andamenti pressoché costanti o in graduale apprezzamento rispetto al dollaro (grafico III.4). Ciò ha consentito alle autorità di ridurre i tassi d'interesse nominali, nella maggior parte dei casi al disotto dei livelli precedenti la crisi. In taluni paesi, tuttavia, il calo dell'inflazione si è tradotto in variazioni solo



marginali dei tassi reali. Alcune banche centrali hanno effettuato acquisti di divise estere in parte per incrementare ulteriormente le riserve valutarie, ma anche per preservare i guadagni competitivi.

Sebbene i tassi d'interesse risultassero per lo più stabili alla fine del 1999, gli aumenti effettivi e attesi dei tassi d'interesse in Europa e negli Stati Uniti hanno rischiato di sollecitare un aggiustamento delle condizioni monetarie anche in Asia. Avendo adottato un regime di "currency board", Hong Kong è stata obbligata a seguire i movimenti dei tassi USA, mentre ciò non è stato necessario per le economie che avevano abbandonato l'ancoraggio al dollaro. Ad esempio, nei paesi soggetti a pressioni al rialzo sul cambio in virtù di una combinazione di ampi avanzi correnti e di ingenti afflussi di IDE, le autorità hanno potuto inasprire le condizioni monetarie mantenendo costanti i tassi d'interesse e lasciando apprezzare il cambio.

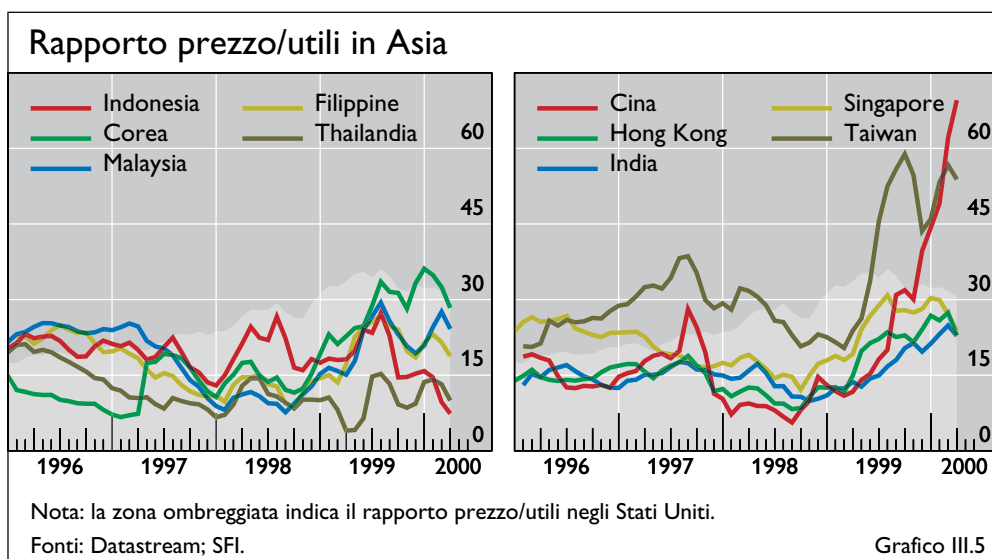
Nel 1999 i corsi azionari della regione hanno registrato un forte progresso (in molti casi essi risultano quasi raddoppiati), recuperando così parte delle perdite subite durante la crisi. Di fronte al perdurare di bassi utili societari nella gran parte dei paesi, i rapporti prezzo/utigli hanno mostrato la tendenza ad attestarsi al disopra dei livelli precedenti la crisi, ancorché essi risultino tuttora generalmente inferiori a quelli statunitensi (grafico III.5). Sebbene elevati rapporti prezzo/utigli siano frequenti durante le fasi iniziali di ripresa, potrebbero riemergere timori di una sopravvalutazione nel caso in cui i prezzi non fossero prontamente sorretti da un miglioramento dei profitti. Le borse asiatiche sono inoltre vulnerabili agli aumenti dei tassi d'interesse in Europa e negli Stati Uniti e, in generale, ai cali degli indici azionari dei paesi industriali (Capitolo V). È comunque difficile valutare in che misura una flessione dei corsi delle azioni in Asia influirebbe sull'economia reale.

Successivamente alla crisi, la maggioranza delle banche centrali dell'Asia ha adottato regimi di cambio fluttuante, con le tre importanti eccezioni di Malaysia, Cina e Hong Kong. La Malaysia ha mantenuto il cambio fisso introdotto durante la fase critica, seppure allentando o rimuovendo taluni controlli valutari. E proprio questi ultimi hanno consentito alla Cina di preservare l'ancoraggio che

... ma le future risposte dipenderanno dai regimi valutari

Forte rialzo dei corsi azionari

Esperienza dei paesi con regimi di cambio fisso





lega di fatto la sua valuta al dollaro USA, mentre a Hong Kong è stato conservato il regime di “currency board”, a costo di un temporaneo aumento dei tassi d’interesse. Nel 1999 sia in Cina che a Hong Kong l’apprezzamento nei confronti del dollaro di molte valute limitrofe si è associato alla deflazione interna, facendo ritornare i rispettivi tassi di cambio effettivi reali ai livelli precedenti la crisi. Per converso, il cambio effettivo della Malaysia risultava a fine anno, in termini reali, inferiore di circa il 25% al livello di metà 1997, così come i tassi di Thailandia e Filippine, nonostante i diversi regimi valutari.

Difetti delle parità mobili

Non è chiaro se i regimi di cambio fluttuante attualmente adottati nella regione siano transitori o meno. I sistemi di cambio a parità aggiustabile possono ostacolare i cambiamenti strutturali e sono spesso soggetti ad attacchi speculativi. I precedenti ancoraggi alla moneta USA presentavano l’inconveniente di esporre le divise asiatiche alle ampie oscillazioni della parità yen/dollaro, facendo talvolta ritenere che sarebbe stato preferibile l’aggancio a un paniere di valute (comprendente ad esempio il dollaro, lo yen, l’euro ed eventualmente il renminbi). Tuttavia, poiché l’attenzione dei mezzi di informazione e dell’opinione pubblica è incentrata sul tasso bilaterale con il dollaro, un cambio in continua fluttuazione potrebbe indebolire tanto la fiducia del pubblico quanto la trasparenza.

Schemi di “currency board”

Alcuni governi – influenzati forse dal fatto che tre dei paesi che erano stati in grado di mantenere le rispettive parità durante la crisi (Brunei, Macao e, soprattutto, Hong Kong) stessero impiegando varie forme di “currency board” – considerano ora tale regime come un’alternativa. Quattro fattori principali hanno determinato il successo di Hong Kong nel preservare la sua parità con il dollaro USA negli ultimi anni. Anzitutto, il diffuso sostegno politico e dell’opinione pubblica, nonché l’accettazione di costi nel breve periodo. In secondo luogo, un’autorità monetaria stimata, che gode dell’autonomia operativa necessaria a sostenere il cambio fisso e che ha mostrato di riuscirci per lungo tempo pur in presenza di gravi shock. In terzo luogo, un sistema bancario solido e ben capitalizzato, capace di resistere a perturbazioni finanziarie e monetarie di notevoli proporzioni. Infine, un sufficiente grado di flessibilità dei prezzi e dei salari interni.

Obiettivi di inflazione

Nell’intento di adottare un nuovo ancoraggio nominale, alcune economie asiatiche con regimi di cambio fluttuante hanno introdotto o stanno valutando approcci basati su *obiettivi di inflazione*. La configurazione ottimale di tali obiettivi può peraltro differire notevolmente da quella delle economie avanzate. In particolare, la maggiore incidenza delle importazioni sui consumi potrebbe rendere difficile il rispetto di obiettivi di inflazione stringenti alla luce della volatilità dei tassi di cambio o dei prezzi delle materie prime.

#### *Prospettive di crescita a più lungo termine*

Previsioni di crescita più bassa ...

Gran parte delle proiezioni formulate a fine 1999 prevedeva nel più lungo periodo tassi di crescita di 1–2 punti percentuali al disotto dei livelli antecedenti la crisi. Tali stime potevano forse rispecchiare i timori di forze avverse come conseguenza del crollo dei prezzi delle attività, di carenze di manodopera specializzata o di effetti di isteresi, quali una contrazione degli investimenti suscettibile di ridurre lo stock di capitale disponibile o una perdita di

professionalità da parte dei disoccupati. Esse continuavano però a preconizzare un'espansione rapida in confronto agli standard mondiali, grazie alla solidità delle grandezze fondamentali della regione.

La quasi totalità dei paesi asiatici possiede tuttora ampi margini per incrementare l'intensità di capitale e, a differenza di molte altre economie, una forza lavoro con un livello di istruzione tale da consentire un maggiore utilizzo di capitale. Essi dispongono inoltre di risparmi elevati con cui finanziare tali investimenti. Le politiche fiscali e monetarie sono rimaste sane nonostante la maggiore incidenza del debito pubblico sul PIL, e le svalutazioni non hanno determinato pronunciati aumenti dell'inflazione. L'Asia ha inoltre resistito alla tentazione di introdurre misure protezionistiche. Inoltre, molte economie del continente sono in grado più di altre regioni di beneficiare degli evidenti miglioramenti di produttività osservabili nel mondo industriale e riconducibili alle tecnologie informatiche. Infine, anche se i tassi di crescita sostenibili nel lungo periodo saranno presumibilmente più bassi che in passato, l'ampia capacità eccedentaria ancora presente in gran parte dell'Estremo Oriente lascia spazio a un'espansione piuttosto rapida negli anni iniziali della ripresa, come è stato osservato di recente in Corea.

... ma permane un margine per un'elevata crescita a medio termine

## Alcuni aspetti delle ristrutturazioni societarie e finanziarie in Asia

Nei paesi asiatici colpiti dalla crisi la ristrutturazione delle imprese e delle istituzioni finanziarie ha mostrato nessi particolarmente stretti a causa del massiccio ricorso di gran parte delle società al credito bancario. In conseguenza dell'elevato grado di leva nel settore societario e di un basso indice di copertura degli oneri finanziari in quello bancario, il rischio che in altri paesi sarebbe stato sopportato dagli azionisti è in ampia misura ricaduto sulle istituzioni finanziarie. Giacché all'inizio della crisi le banche presentavano una debole situazione patrimoniale ed esposizioni fuori bilancio di considerevole entità, i problemi del servizio del debito incontrati nel 1997 da molte società grandi e piccole erano destinati a propagarsi rapidamente al settore finanziario.

### *Ristrutturazione societaria*

L'esperienza della Corea illustra chiaramente tanto l'origine delle difficoltà delle imprese asiatiche, quanto i principali approcci di riforma del settore societario. Dopo una serie di iniziative di diversificazione e di ambiziosi progetti di investimento da parte dei grandi conglomerati intorno alla metà degli anni novanta, il rapporto di indebitamento delle imprese manifatturiere coreane a fine 1996 era salito al 400% rispetto a meno del 300% agli inizi del decennio. Allorché il rendimento di tali investimenti si è rivelato inadeguato, si sono resi necessari ulteriori finanziamenti, soprattutto a breve termine. I problemi hanno potuto accumularsi data l'assenza nel settore societario di efficaci monitoraggi e "reporting" delle operazioni e dei bilanci aziendali. In tale contesto, il principale obiettivo delle ristrutturazioni delle imprese era quello di rivedere l'assetto di governo societario accrescendo la trasparenza e rafforzando la legislazione fallimentare. A complemento di tale iniziativa è stata avviata un'ampia riforma del settore finanziario allo scopo di migliorare la valutazione dei rischi di

Cause delle difficoltà delle imprese in Corea ...

credito e di mercato liberalizzando i mercati dei capitali. Vi è stato infine un tentativo di migliorare la competitività attraverso la deregolamentazione e la liberalizzazione degli investimenti esteri.

... e progressi  
realizzati

A due anni dall'avvio del programma di ristrutturazione, vi sono indicazioni secondo cui le società coreane starebbero conseguendo i propri obiettivi, anche se l'entusiasmo per le riforme si è attenuato. Nel 1998, di fronte al crollo della domanda sulla scia della crisi, le imprese hanno ridotto le forze di lavoro di oltre il 5% (più di un milione di addetti) e i salari reali sono diminuiti del 9%. Nel 1999, grazie a un tasso di cambio competitivo e a un aumento dei prezzi dei semiconduttori, il minor costo del lavoro e il recupero della domanda estera hanno migliorato la redditività, consentendo alle imprese di ridurre il debito. È stata inoltre contenuta la spesa per investimenti e rafforzato il quadro istituzionale. Si è pertanto assistito a una maggiore apertura del mercato, nonché a un miglioramento nel governo societario e nell'informativa di bilancio. Le autorità di vigilanza hanno imposto alle banche di adottare criteri più rigorosi nella concessione dei prestiti e nella valutazione del rischio, ed è stato istituito un organo giudiziario con competenze specifiche in materia di procedure concorsuali. Comprendendo le emissioni azionarie e le cessioni di attività, il rapporto fra capitale di prestito e capitale di rischio delle prime 5 "chaebol" si è ridotto del 30–40%, pur rimanendo elevato rispetto agli standard internazionali; molte fra le prime 30 "chaebol" hanno ridimensionato e migliorato la struttura produttiva, incentrando la propria attenzione sulle attività basilari.

Ristrutturazioni  
in Indonesia,  
Thailandia ...

In altri paesi i progressi nelle ristrutturazioni societarie sono stati più limitati a causa della dimensione stessa del problema (Indonesia e Cina), del debole quadro istituzionale (Indonesia e Thailandia) o della percezione che l'eccesso di debito potesse essere eliminato solo gradualmente (Malaysia). In *Indonesia* agli inizi del 1998 la gran parte del settore societario risultava insolvente, e il debito estero si ragguagliava a circa i due terzi del PIL. Nei principali piani di ristrutturazione societaria figuravano accordi extragiudiziali su base volontaria, la creazione di un organismo ufficiale ad hoc e la revisione della legge fallimentare. Nel settembre 1999 circa 170 società avevano cercato assistenza per ristrutturare pressoché un terzo del loro debito estero. Tuttavia, data l'inadeguatezza del sostegno fiscale e amministrativo, meno di 30 hanno finora raggiunto un accordo con i rispettivi creditori. In *Thailandia*, per agevolare i piani di ristrutturazione, è stato promulgato un nuovo codice fallimentare, e sono stati definiti i nuovi diritti dei creditori, nonché uno schema per la rinegoziazione extragiudiziale del debito. Anche se la maggior parte delle banche estere e locali aveva sottoscritto intese con i debitori e con altre istituzioni creditrici, nell'agosto 1999 risultava ristrutturato solo un quarto delle sofferenze segnalate. Nel marzo scorso, tuttavia, la dichiarazione di insolvenza della società più fortemente indebitata del paese ha infine istituito un importante precedente.

... Malaysia e Cina

In *Malaysia*, che da tempo dispone di un quadro giuridico relativamente efficace per la ristrutturazione dei debiti societari, occorreva soltanto l'adozione di uno schema per la rinegoziazione su base volontaria. Nondimeno, i progressi sono stati finora lenti: solo 9 casi sono stati affrontati, pari al 7% circa del

debito totale, e poco meno di 50 sono in corso di definizione. È stato dato avvio ad alcuni programmi di ristrutturazione anche in *Cina*, dove la riforma delle imprese di proprietà pubblica si è incentrata in particolare sul miglioramento della gestione e del governo aziendale. I vincoli di bilancio delle società statali vengono gradualmente rafforzati e le loro funzioni sociali trasferite agli organi locali di governo e ai fondi pensione; sono stati inoltre avviati i licenziamenti del personale in esubero, la chiusura delle unità improduttive e l'istituzione di fondi di svalutazione crediti. Le aziende statali di grandi dimensioni vengono trasformate in società, dando vita in molti casi a strutture consociative con investitori esteri, mentre quelle di piccole dimensioni stanno gradualmente uscendo dal settore statale.

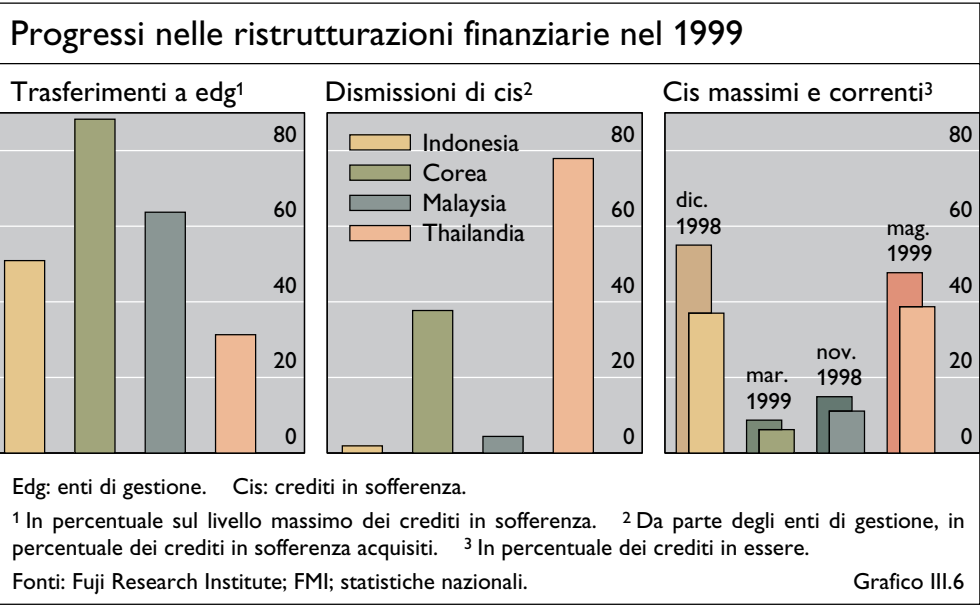
### *Ristrutturazione bancaria*

I governi dei paesi asiatici hanno seguito due diversi approcci di fondo nel ricapitalizzare e ristrutturare i propri sistemi bancari, a seconda della gravità dei problemi, della situazione delle finanze pubbliche e dei vincoli politici. La Corea e la Malaysia hanno optato per una strategia di intervento attivo, imponendo alle banche di cedere con un forte sconto sul nominale i prestiti in sofferenza a enti di gestione controllati e finanziati dallo Stato e immettendo capitale pubblico nelle banche deboli ma ancora fundamentalmente sane. La Thailandia, e inizialmente anche l'Indonesia, hanno preferito lasciare che fossero le banche stesse e il mercato a risolvere le situazioni critiche. In tutti i casi si è provveduto a tutelare i depositanti allorché le banche sono state chiuse, fuse o nazionalizzate. Si è inoltre provveduto a rafforzare sensibilmente la vigilanza, adottando prescrizioni prudenziali riguardanti vari aspetti problematici, come i criteri di classificazione e di svalutazione dei prestiti, i finanziamenti ai soggetti collegati, le garanzie incrociate, l'adeguatezza patrimoniale, i principi contabili e l'informativa di bilancio.

La strategia seguita dai paesi asiatici colpiti dalla crisi per ridare vita a sistemi finanziari praticamente paralizzati si è imperniata sulla creazione di enti di gestione a capitale pubblico per l'acquisizione dei crediti in sofferenza dalle banche e dalle altre istituzioni finanziarie dissestate (grafico III.6, riquadro di sinistra). La cessione di tali crediti al loro valore stimato di mercato ha permesso di fissare l'ammontare delle perdite che, una volta assorbite (come si vedrà più oltre), hanno consentito alle banche di disporre di bilanci integri, cosicché il management ha potuto concentrare la propria attenzione sulle questioni operative. Finora i progressi appaiono buoni. In Corea e Malaysia gli enti di gestione hanno sostanzialmente completato gli acquisti delle sofferenze dai rispettivi sistemi bancari, in entrambi i casi con uno sconto medio sul nominale di poco superiore al 50%. Nel maggio 1999 l'ente indonesiano aveva acquisito il controllo di 48 banche fallite e partecipazioni in circa 200 società. In Thailandia, dove la crisi aveva colpito dapprima il settore finanziario non bancario, il governo ha creato due agenzie incaricate di acquistare e liquidare i crediti di qualità deteriore delle società finanziarie chiuse. Agli inizi di quest'anno ambedue le agenzie avevano per lo più concluso la vendita delle attività di base rilevate. Per contro, le banche commerciali hanno sostanzialmente dovuto affrontare da sole il problema delle sofferenze, con la conseguenza che le

Due approcci di fondo alla ristrutturazione bancaria

L'utilizzo di enti di gestione per la liquidazione delle sofferenze ...



dismissioni sono procedute più a rilento, e diversi istituti sono stati indotti a creare proprie società di gestione delle attività.

L'approccio basato sugli enti di gestione non è stato privo di problemi. Le perdite subite con la cessione dei crediti a tali enti hanno causato diffusi problemi di solvibilità, costringendo gli azionisti a svalutare il proprio capitale e a raccogliere nuove risorse. Allorché non è risultata possibile una sufficiente ricapitalizzazione, i governi sono intervenuti decretando chiusure, fusioni e, in alcuni casi, nazionalizzazioni. Ad esempio, a tutto il 1999 le autorità avevano chiuso 53 società finanziarie e 1 banca in Thailandia, 67 banche in Indonesia, nonché 5 banche commerciali e 17 banche d'affari in Corea. In tutti i paesi sono state operate numerose fusioni, fra cui va citata la creazione, in Malaysia, di 10 gruppi bancari primari nel quadro di un piano di consolidamento a livello nazionale. Le banche sono state anche sollecitate a raccogliere capitale all'estero, e attualmente Corea, Indonesia e Thailandia consentono la piena proprietà estera di istituzioni locali. Di conseguenza, dal gennaio 1998 istituzioni finanziarie straniere hanno acquisito la totalità o parte del capitale di 18 banche dell'Est asiatico.

L'attività degli enti di gestione è stata integrata da iniezioni di capitale pubblico. In Corea il fondo nazionale di assicurazione dei depositi ha emesso obbligazioni pubbliche per \$13 miliardi per ricapitalizzare le istituzioni bancarie, mentre in Malaysia lo Stato ha immesso nuove risorse di capitale in 11 banche che totalizzano circa il 20% dell'attivo di bilancio del sistema bancario nazionale. Il governo thailandese si è offerto di ricapitalizzare le banche che avessero adottato nuovi criteri di classificazione e di svalutazione dei crediti, ma solo alcune istituzioni hanno potuto soddisfare i severi requisiti imposti. Per contro, il governo indonesiano ha ammesso alla ricapitalizzazione 8 banche private, dopo opportuni audit di idoneità. I proprietari che intendevano continuare a dirigere questi istituti hanno dovuto apportare il 20% circa delle nuove risorse patrimoniali prescritte dopo aver azzerato il valore delle proprie precedenti partecipazioni, ottenendo nel contempo un diritto di prelazione per

... non evita chiusure e fusioni

Iniezioni di capitale costose ma necessarie

il riscatto delle azioni di proprietà pubblica entro tre anni. In ragione della portata della crisi bancaria e della garanzia sui depositi apprestata dal governo, si stima che il costo sostenuto per la ricapitalizzazione del sistema bancario indonesiano sia equivalso al 50–60% del PIL, rispetto a valori del 40% circa in Thailandia, del 15% in Corea e del 12% in Malaysia.

Le strategie di dismissione dei crediti seguite dagli enti di gestione sono state diverse. In Corea tali enti hanno avviato le vendite alquanto rapidamente, mentre in Malaysia essi hanno dato priorità alla gestione e ristrutturazione delle attività, iniziando le cessioni soltanto nella seconda metà del 1999 (grafico III.6, riquadro centrale). In quanto concede più tempo per la ristrutturazione dei crediti e delle attività sottostanti, quest'ultimo approccio può permettere di realizzare prezzi più favorevoli, specie se l'economia si riprende. D'altra parte, il mantenimento in portafoglio delle sofferenze comporta notevoli costi per interessi sulle obbligazioni emesse in contropartita. In Thailandia, per converso, l'ente di gestione ha liquidato i crediti acquistati dalle società finanziarie fallite mediante una "svendita in blocco" al 25% circa del valore nominale.

Altrove i progressi nella riforma bancaria sono rimasti lenti. Nel 1999 la Cina ha istituito 4 enti di gestione, che dovrebbero utilizzare obbligazioni per acquistare, al valore nominale, gran parte delle sofferenze accumulate sui crediti concessi prima del 1997 che si ritiene conservino un certo valore residuo. Le attività giudicate prive di valore verrebbero invece stralciate dai bilanci. Sebbene le modalità di finanziamento degli enti di gestione e delle svalutazioni dei crediti siano ancora da definire, ci si attende che gli enti massimizzino i recuperi alienando le garanzie reali sottostanti e offrendo all'asta, anche a investitori esteri, i crediti in sofferenza in forma cartolarizzata. Verrebbe anche fatto ricorso a conversioni di debiti in partecipazioni azionarie, le quali possono assistere le imprese con flussi di cassa in grado di soddisfare solo in parte gli esborsi correnti per interessi, ma non quelle incapaci di coprire i costi variabili, con la conseguenza che la ristrutturazione bancaria richiederà la ristrutturazione anche delle imprese di proprietà statale. Allorché sarà compiuto il trasferimento delle sofferenze agli enti di gestione, è previsto che le banche si concentrino sull'attività creditizia commerciale e che il management assuma la responsabilità per le future perdite e accetti di realizzare obiettivi di ottimizzazione dei risultati economici.

Le differenti strategie comportano vantaggi e svantaggi

Ristrutturazione bancaria in Cina

Indicatori di performance bancaria nei paesi asiatici colpiti dalla crisi								
	Corea		Thailandia		Malaysia		Indonesia	
	1996	1999	1997	1999	1997	1999	1997	1999
a fine anno, in percentuale e punti percentuali								
Crediti in sofferenza <sup>1</sup>	4,1	6,2 <sup>2</sup>	22,5	38,6	3,2	9,0	7,1	37,0
Rendimento degli impieghi (ROA)	0,3	3,3 <sup>2</sup>	-0,1	-2,5 <sup>3</sup>	0,6	-0,2 <sup>3</sup>	-0,1	-17,4 <sup>3</sup>
Margine di intermediazione <sup>4</sup>	3,6	2,2	3,8	4,8	2,5	4,4	1,5	7,7
Rapporto patrimonio/impieghi <sup>5</sup>	9,1	9,8 <sup>6</sup>	9,3	12,4	10,3	12,5	4,6	-18,2 <sup>2</sup>

<sup>1</sup> In percentuale sui crediti totali delle banche commerciali; definizioni nazionali. Non compresi i crediti trasferiti agli enti di gestione. <sup>2</sup> Settembre. <sup>3</sup> Dicembre 1998. <sup>4</sup> Tasso attivo a breve meno tasso sui depositi a breve. <sup>5</sup> Ponderati per il rischio. <sup>6</sup> Giugno.

Fonti: Fitch-IBCA; FMI; statistiche nazionali.

Tabella III.5

Risultati positivi delle riforme in Corea, Malaysia e Thailandia ...

È ancora presto per valutare il pieno impatto di tali riforme sull'operatività corrente delle banche. Il trasferimento dei crediti in sofferenza agli enti di gestione ha permesso un miglioramento alquanto rapido dei bilanci bancari in Corea e Malaysia (grafico III.6, riquadro di destra, e tabella III.5). In Thailandia, dove le banche hanno dovuto affrontare da sole il problema delle sofferenze, fra il maggio 1999 e il gennaio di quest'anno l'incidenza di queste sul totale degli impieghi risultava scesa al 38%, rispetto al massimo del 48%, ma nei mesi più recenti il processo è rallentato, e si teme che la quota possa nuovamente aumentare. Si sono altresì ottenuti progressi nel ridurre i costi operativi, grazie alle chiusure di filiali. Il personale impiegato nelle banche commerciali coreane è diminuito di circa il 25%, e i dipendenti rimasti hanno dovuto accettare tagli retributivi. La redditività delle istituzioni creditizie coreane è migliorata nel primo semestre 1999 anche in virtù della ripresa economica e dei rialzi azionari. Tuttavia, poiché varie ristrutturazioni di debito delle grandi "chaebol" sono oggetto di riesame, è possibile che le banche debbano accettare perdite addizionali.

... mentre molto resta da fare altrove

In altri paesi le banche hanno continuato a operare in perdita. Pertanto, al fine di consolidare il risanamento dei bilanci, è indispensabile che le aziende bancarie migliorino talune pratiche gestionali, come l'analisi del rischio e le procedure di approvazione e monitoraggio dei fidi, e che incrementino la propria redditività riducendo i costi e concentrandosi sulle aree operative di maggior forza. Inoltre, le autorità dovranno continuare a far applicare, mediante una stretta vigilanza, le prescrizioni prudenziali di recente inasprite, nonché decidere se e come le banche effettivamente nazionalizzate dovranno ritornare in mano privata. La maggiore presenza di istituzioni finanziarie estere potrebbe contribuire in modo significativo a un più durevole cambiamento della cultura bancaria in Asia.

## Andamenti differenziati e insoliti in America latina

Lo scorso anno gli andamenti macroeconomici in America latina sono stati caratterizzati da diversi aspetti inconsueti, non soltanto rispetto agli altri paesi emergenti ma anche nel confronto con le tendenze storiche. Anzitutto, con l'eccezione notevole del Messico, l'area in esame è stata in recessione per la maggior parte del 1999, cosicché nella media la crescita è fortemente calata rispetto al 1998. Inoltre, per l'effetto di fattori sia interni che esterni, il divario di crescita fra i paesi è più che raddoppiato. Infine, a differenza di quanto avvenuto in passato, il deprezzamento esterno della moneta o addirittura l'abbandono dell'ancoraggio di cambio non ha causato un aumento dell'inflazione.

Influsso di fattori esterni

Sebbene le economie latino-americane siano per lo più relativamente chiuse, il livello basso e il divario dei tassi di crescita dello scorso anno sono in ampia misura attribuibili all'evoluzione delle esportazioni e delle ragioni di scambio (tabella III.6). In particolare, l'Argentina ha risentito di un forte peggioramento delle ragioni di scambio, dovuto principalmente alla debolezza dei prezzi dei prodotti alimentari. Inoltre, le esportazioni in volume sono diminuite in seguito al deprezzamento del cambio nei paesi vicini, al generale rallentamento economico dell'area e, soprattutto, agli andamenti in Brasile, paese che

Andamento delle esportazioni dei maggiori paesi dell'America latina nel 1999							
	Crescita <sup>1</sup>			Destinazione <sup>2</sup>			
	Prezzi <sup>3</sup>	Volume	Valore <sup>3</sup>	Stati Uniti	Unione europea	Asia	America latina
Argentina	-13,4 <sup>4</sup>	2,2	-11,5	10,2	20,6	15,5	43,2
Brasile	-11,3	6,4	- 6,1	22,8	28,8	12,0	23,4
Messico	3,7	12,2	16,4	83,0	3,5	2,2	5,1

<sup>1</sup> Variazione percentuale rispetto al 1998. <sup>2</sup> In percentuale sulle esportazioni totali. <sup>3</sup> In termini di dollari USA. <sup>4</sup> Fino al terzo trimestre.  
 Fonti: FMI; statistiche nazionali; stime BRI. Tabella III.6

assorbe la maggior parte delle esportazioni argentine. Per contro, la crescita dei proventi delle esportazioni in Messico è stata propiziata dalla robusta economia USA e dal rincaro del petrolio. Altri paesi, come Cile e Perù, hanno beneficiato della ripresa dei prezzi dei metalli, allorché l'ulteriore calo delle quotazioni degli alimentari e delle bevande ha concorso, assieme alla debole domanda nella regione, a deprimere la crescita in Bolivia, Colombia, Paraguay e Uruguay.

I fattori e le politiche di natura interna hanno parimenti avuto un ruolo importante nel determinare la diversità dei risultati economici. Un evento fondamentale è stata la svalutazione del real *brasiliiano* agli inizi del 1999 (grafico III.7). A essa ha fatto immediatamente seguito un peggioramento delle aspettative sia di crescita reale sia di inflazione. Tuttavia, l'abbandono del regime di cambio quasi fisso non ha provocato una crisi, soprattutto perché la domanda era già piuttosto depressa, e l'adozione di una politica monetaria stringente insieme a nuovi provvedimenti restrittivi di bilancio ha rassicurato gli investitori e smorzato l'impatto inflazionistico. Per giunta, la svalutazione non ha causato problemi gravi al sistema bancario, in quanto la maggior parte delle istituzioni presentava una struttura favorevole di attività e passività denominate in dollari e posizioni ben gestite in strumenti derivati. In particolare, grazie alle ampie disponibilità in titoli di Stato liquidi, a tasso variabile e indicizzati al dollaro, le banche hanno potuto far fronte ai prelievi di depositi e alla chiusura di linee creditizie di istituzioni estere senza incontrare seri problemi di liquidità.

Con l'attuazione delle misure di politica economica le pressioni finanziarie esterne hanno iniziato ad allentarsi. Nel marzo 1999 il FMI ha annunciato una seconda tranche di aiuti finanziari ed è stato concluso un accordo informale con alcune delle banche internazionali per il rinnovo delle linee di credito esistenti, cosicché nell'ultima parte del mese le autorità hanno potuto riabbassare i tassi d'interesse, saliti fino al 45%. Unitamente allo spostamento nei prezzi relativi determinato dalla svalutazione del real, le condizioni monetarie meno tese hanno permesso un'espansione della produzione nel settore dei beni oggetto di interscambio, anche se la reattività delle esportazioni è stata limitata dalla forte incidenza di materie prime a prezzi calanti e dalla recessione nei paesi vicini.

Il recupero di fiducia in Brasile dipendeva altresì dalla riduzione del disavanzo pubblico a un livello più sostenibile (tabella III.7). Benché il governo abbia infine conseguito un avanzo primario leggermente superiore al 3% del PIL,

La svalutazione in Brasile ...

... non scatena una crisi ...

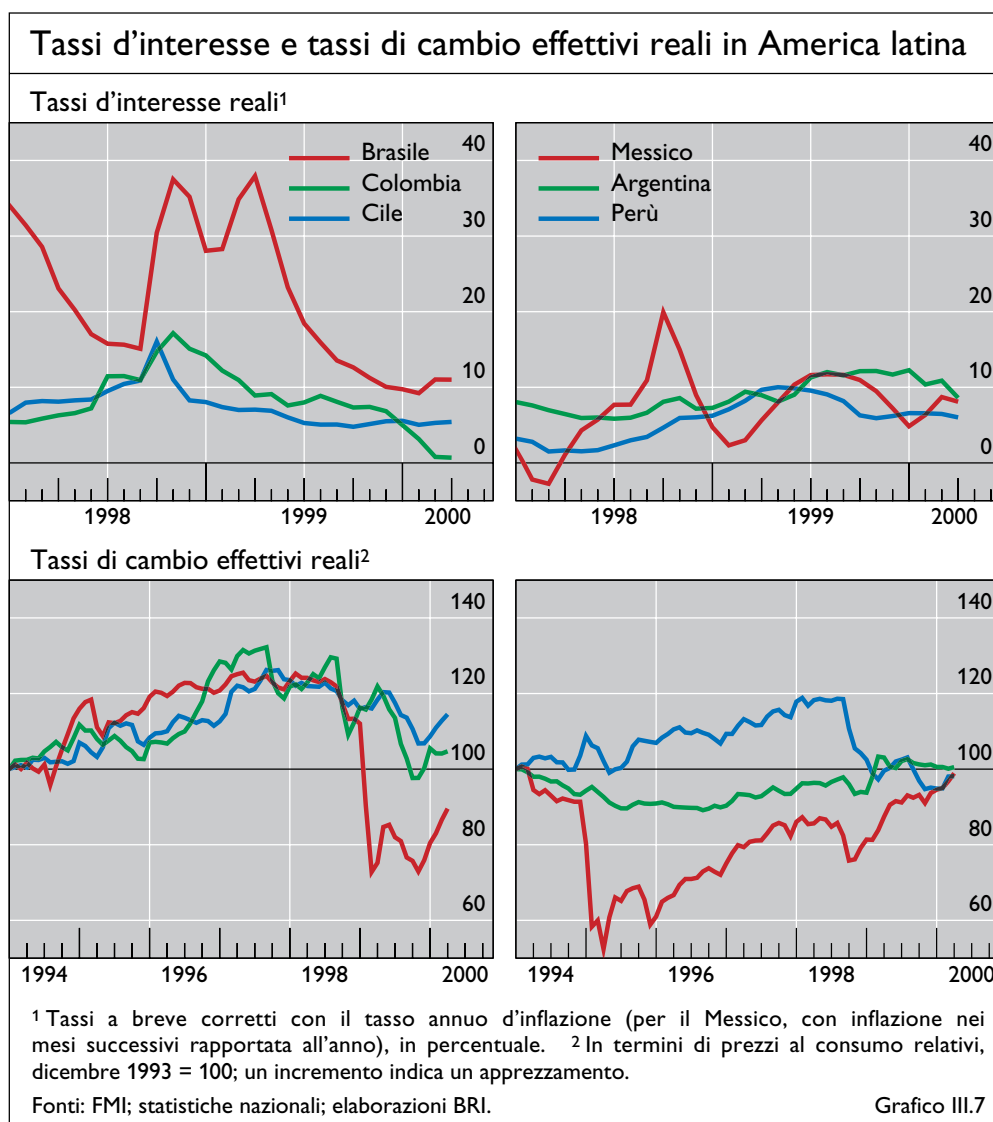
... nonostante le inquietudini per il disavanzo pubblico



alcuni dei provvedimenti sono stati di natura temporanea o contingente, non essendo stato possibile raggiungere un consenso su misure strutturali di vasta portata. Inoltre, in presenza di un disavanzo nominale ancora prossimo al 10% del PIL, i timori per la stabilità delle finanze pubbliche hanno generato rinnovate incertezze sul mercato dei cambi. Allo scopo di limitare l'indebolimento esterno della moneta, il governo è nuovamente ricorso all'emissione di obbligazioni indicizzate al dollaro e ha concordato con il FMI una riduzione del livello minimo delle riserve internazionali nette. Queste misure, sebbene possano aver accresciuto le vulnerabilità nel più lungo termine, hanno infine consentito un ulteriore abbassamento dei tassi d'interesse.

Forte dinamismo dell'economia in Messico ...

Diversamente da quanto avvenuto per la maggior parte degli altri paesi, l'effetto di contagio della crisi brasiliana sul Messico è stato piuttosto contenuto. La forte crescita delle esportazioni, favorita dal persistente vigore dell'economia USA, ha limitato la recessione nei primi mesi del 1999, mentre la domanda interna ha agito da principale forza trainante nella seconda parte dell'anno. Sotto la spinta della rapida crescita dell'occupazione e degli effetti di reddito derivanti dal rincaro del petrolio, i consumi privati sono fortemente cresciuti,



mentre gli investimenti hanno tratto impulso da un ulteriore allentamento della politica monetaria. È altresì degno di nota che nell'arco degli ultimi quattro anni la domanda interna è aumentata cumulativamente del 25% senza che vi sia stata alcuna espansione del credito bancario. In parte il fenomeno si spiega con una debole domanda di prestiti, in quanto la spesa in conto capitale delle imprese è stata in ampia misura finanziata con investimenti diretti dall'estero; tuttavia, esso è anche dovuto alla riluttanza delle banche a erogare crediti a settori rischiosi, nonché ai lenti progressi compiuti nel ristrutturare i bilanci bancari e nel modificare il quadro giuridico in cui operano gli enti creditizi.

La recessione in *Argentina* non è imputabile ai soli fattori esterni. A causa del regime di convertibilità e della crescente dipendenza del paese dal finanziamento estero, il mutare delle condizioni esterne ha avuto un impatto diretto sulle politiche interne. Infatti, i tassi d'interesse sono aumentati a seguito della svalutazione della moneta brasiliana. Successivamente, dato il calo delle entrate tributarie conseguente alla diminuzione dei redditi nominali e il contestuale aumento delle uscite per il servizio del debito, sono emerse crescenti incertezze circa la capacità di realizzare gli obiettivi di politica fiscale concordati con il FMI. A tali incertezze, con le conseguenti spinte al rialzo sui tassi d'interesse, si è aggiunto il timore che il governo potesse avere difficoltà a finanziare persino il modesto incremento del disavanzo pubblico (1,2% del PIL),

... ma profonda recessione in Argentina

Saldi di bilancio e debito pubblico									
	Saldo nominale			Esborsi per interessi			Debito pubblico		
	1996	1998	1999 ps	1996	1998	1999 ps	1996	1998	1999 ps
	in percentuale del PIL								
Asia									
Cina	-0,8 <sup>1</sup>	-1,2	- 2,1	0,8 <sup>1</sup>	1,0	...	7,4 <sup>1</sup>	9,9	...
Hong Kong	2,2	-1,8	- 0,1	-	-	-	-	-	-
India	-4,7	-5,9	- 5,7	4,2	4,4	...	47,9	49,8	...
Corea	0,3	-4,2	- 2,9	0,5	0,8	...	12,0	19,5	22,2
Singapore	14,7	16,7	10,1	-	-	-	73,7	83,1	87,4
Taiwan	-3,3	0,7	- 0,9	1,6	1,5	1,4	22,9	24,0	25,5
Filippine	-0,3	-1,8	- 3,6	3,4	3,6	3,4	...	...	...
Indonesia	1,1	-2,5	- 2,7	2,0	2,4	3,8	27,3	73,9	60,0
Malaysia	0,7	-1,9	- 3,4	2,7	2,6	2,8	35,9	38,3	40,0
Thailandia	3,0	-2,9	- 3,4	0,2	0,2	1,0	13,5	22,1	37,1
America latina									
Argentina	-2,2	-1,4	- 2,6	1,7	2,2	2,9	35,7	37,7	43,1
Brasile	-5,9	-8,1	-10,0	5,8	8,1	13,1	33,3	42,4	47,0
Cile	2,3	0,4	- 1,5	0,6	0,7	0,4	38,4	35,3	34,2
Colombia	-1,7	-3,4	- 4,3	3,5	4,2	3,8	13,9	21,6	29,8
Messico	-	-1,3	- 1,1	4,4	2,9	3,6	30,5	27,9	25,3
Perù	-1,1	-0,6	- 2,5	2,2	1,7	1,9	25,4	20,4	20,6
Venezuela	0,7	-4,2	- 2,8	5,0	3,0	3,3	48,8	28,9	29,5
Nota: nel raffrontare i dati dei vari paesi va tenuto conto del fatto che le definizioni nazionali del settore pubblico non sono omogenee.									
<sup>1</sup> 1997.									
Fonte: statistiche nazionali.									
									Tabella III.7

in quanto stava già raccogliendo ingenti fondi sui mercati internazionali dei capitali per finanziare il deficit della bilancia corrente e l'ammortamento di debiti in essere (tabella III.4). Anche se l'annuncio di più stringenti misure di politica fiscale per la fine dell'anno ha determinato un certo allentamento delle tensioni, la necessità di sostenere il cambio ha comportato il mantenimento di elevati tassi d'interesse. In effetti, l'assenza di strumenti interni atti a smorzare l'impatto degli sviluppi esterni sfavorevoli si è manifestata nel calo del 2% dei prezzi al consumo durante il 1999.

A differenza dell'Argentina, il Cile è stato in grado di allentare le condizioni monetarie nei primi mesi dell'anno in risposta alla recessione indotta dall'esterno e, grazie alla solida situazione delle finanze pubbliche, ha potuto impiegare la politica fiscale in funzione anticiclica. Per contro, in Ecuador e in Venezuela, paesi che hanno entrambi beneficiato dell'aumento di prezzo del petrolio, l'incertezza a riguardo delle politiche e altri eventi interni hanno causato un netto calo del prodotto.

#### *Andamenti dell'inflazione*

Il contenimento  
dell'inflazione ...

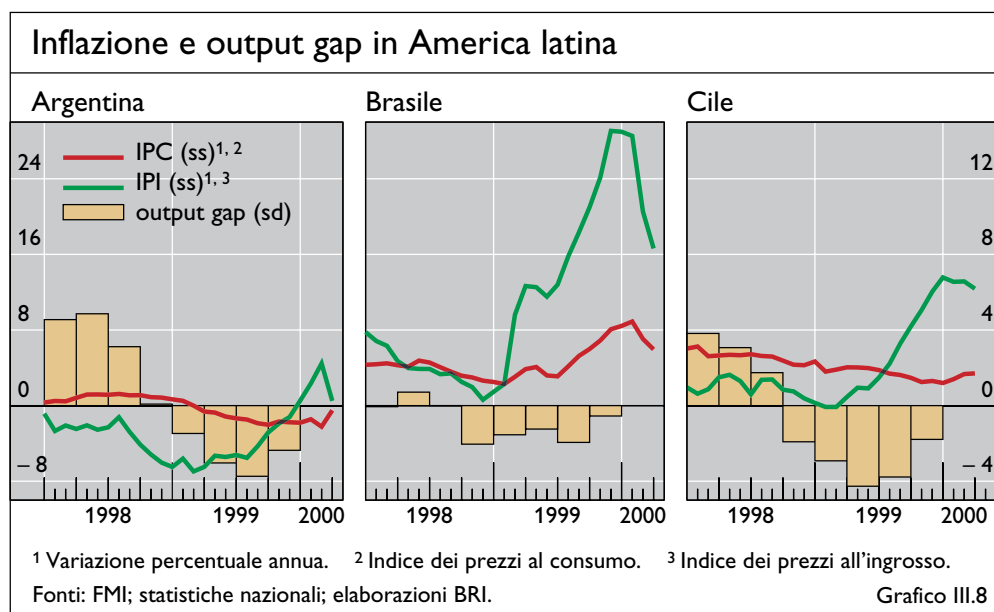
Nel 1999 un fenomeno notevole in America latina è stato il contenimento dell'inflazione a livelli bassi nella maggior parte dei paesi. Il tasso medio di incremento dei prezzi nella regione è sceso al 9%, con un valore mediano di appena il 4%. Inoltre, taluni paesi tradizionalmente inflazionistici, come Colombia, Uruguay e Venezuela, hanno registrato i più bassi tassi di crescita dei prezzi degli ultimi decenni. Questo risultato è tanto più rimarchevole se si considerano il calo del tasso di cambio nominale intervenuto in molti paesi e un passato caratterizzato da forti accelerazioni dell'inflazione indotte dai deprezzamenti del cambio.

... potrebbe essere  
soltanto  
temporaneo ...

Alcuni fattori disinflattivi in atto nel 1999 potrebbero rivelarsi soltanto transitori. In primo luogo, la disinflazione è stata importata dal resto del mondo attraverso i minori prezzi all'importazione in dollari e, nel caso del Messico, in virtù dell'apprezzamento del peso nei confronti della moneta USA. In secondo luogo, la maggior parte delle economie operava a bassi livelli di utilizzo della capacità e in un contesto recessivo, cosicché le imprese hanno avuto la tendenza a ridurre i margini di utile e i lavoratori a moderare le richieste salariali. In Brasile, ad esempio, i profitti di gran parte delle industrie manifatturiere si erano già assottigliati prima della svalutazione e a fine 1999 i salari reali risultavano scesi dell'8%. Inoltre, la debolezza della domanda ha agito nel senso di contenere la traslazione delle variazioni dei prezzi all'importazione e all'ingrosso sui prezzi al consumo. Anche in altri paesi paiono esservi state un'analoga compressione dei margini di profitto e una ridotta traslazione dei movimenti di cambio e dei prezzi all'importazione (grafico III.8).

... ma divenire  
anche un dato  
permanente

D'altro canto, varie ragioni inducono a ritenere che l'attuale bassa inflazione in America latina possa divenire una caratteristica permanente. La deregolamentazione ha reso le economie più competitive e la liberalizzazione del commercio ha aperto i mercati interni a un'accresciuta concorrenza estera, benché le importazioni rappresentino ancora una piccola frazione della spesa totale. Con il consolidarsi della bassa inflazione sono stati inoltre rimossi vari meccanismi di indicizzazione. Per giunta, poiché la maggior parte dei paesi



consente ora alla propria moneta di fluttuare, e dato che i cambi hanno effettivamente iniziato a muoversi in entrambe le direzioni, è possibile che le imprese siano diventate più caute nel modificare i prezzi in risposta alle variazioni del cambio. Infine, consapevoli dei rischi di una recrudescenza dell'inflazione, in molti paesi le autorità hanno mantenuto i tassi d'interesse a livelli relativamente alti e si sono astenute altresì dall'impiegare la politica fiscale per smorzare la recessione. Tali prudenti politiche hanno probabilmente contribuito ad abbassare le aspettative inflazionistiche e, annullando parte del deprezzamento nominale esterno della moneta, possono aver facilitato il controllo dell'inflazione effettiva.

#### *Ampi squilibri esterni*

Sebbene nella regione il prodotto sia diminuito o abbia ristagnato, i disavanzi esterni di parte corrente sono rimasti su livelli alti, specie in Argentina e in Brasile, dove hanno continuato a superare il 4% del PIL. I deficit esterni si sono ridotti sensibilmente in Cile e Colombia, mentre in Messico e negli altri paesi sono rimasti piuttosto ampi, soprattutto alla luce della loro posizione ciclica e delle condizioni mondiali relativamente favorevoli. A ciò ha concorso in misura importante il fatto che diverse economie hanno risentito pesantemente del recupero lento o dell'ulteriore calo dei prezzi delle materie prime non petrolifere. Inoltre, è possibile che, malgrado il loro contributo immediato al finanziamento dei disavanzi correnti, gli IDE sotto forma di nuovi stabilimenti abbiano concorso ad ampliare i disavanzi stessi. Ad esempio, gli investimenti esteri nelle imprese di assemblaggio che effettuano larga parte del commercio fra Messico e Stati Uniti causano direttamente un aumento delle importazioni di beni strumentali. Si aggiunga che tali investimenti tendono ad accrescere il reddito interno, stimolando ulteriormente le importazioni. Anche gli investimenti nei settori "non-tradable" possono contribuire ad ampliare gli squilibri del conto corrente nella misura in cui le imprese realizzano profitti senza aver accresciuto la capacità di esportazione o il grado di sostituzione delle importazioni.

Gli ampi disavanzi correnti ...

... suscitano dubbi sulla sostenibilità degli afflussi di investimenti diretti esteri ...

Un'altra, e forse più importante, questione è se un flusso di IDE come quello registrato negli ultimi anni sia sostenibile. Gli investimenti esteri indotti dalle privatizzazioni sono stati cospicui in Argentina, dove hanno rappresentato la metà dei flussi totali nel 1999. Vi sono tuttavia evidenti limiti a tale processo e, in Brasile, lo scorso anno la quota degli IDE collegati a privatizzazioni è di fatto diminuita. Anche le fusioni e acquisizioni societarie hanno avuto un ruolo importante, e tali operazioni possono essere state stimulate dal fatto che le imprese locali apparivano meno care in seguito al deprezzamento del cambio. Ma gli IDE verso l'America latina sono stati favoriti anche dalle riforme strutturali che consentono ora agli stranieri di effettuare investimenti in un crescente numero di settori, con effetti che potrebbero farsi sentire per diversi anni. Inoltre, nei casi in cui l'ingresso iniziale degli investitori esteri è avvenuto attraverso privatizzazioni, fusioni o acquisizioni, queste sono state spesso seguite da un aumento del capitale azionario.

... e sull'esposizione ai tassi d'interesse internazionali

Nonostante la relativa facilità con cui gli squilibri esterni correnti sono stati finanziati, l'ulteriore incremento dei rapporti debito estero/PIL intervenuto lo scorso anno implica che la maggior parte dei paesi latino-americani rimane altamente esposta a cambiamenti nelle condizioni finanziarie internazionali, fra cui un rialzo dei tassi d'interesse nelle economie industriali.

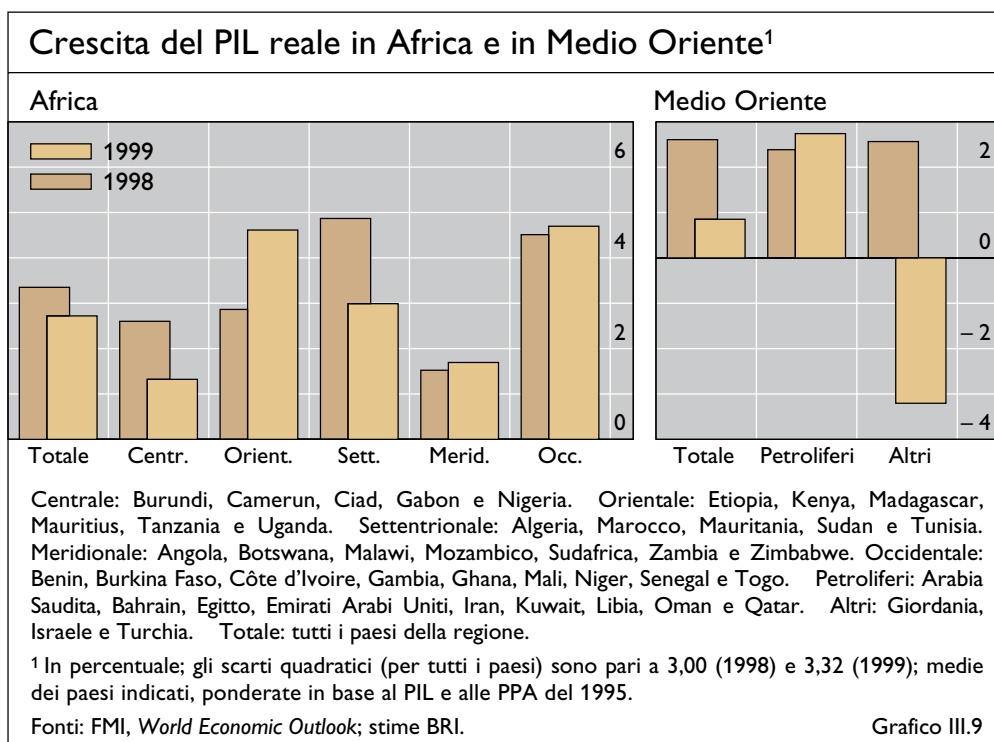
## Africa

Debolezze strutturali alla base della più lenta crescita

Nonostante la ripresa della domanda mondiale e il connesso miglioramento delle condizioni finanziarie, lo scorso anno in Africa la crescita economica è rallentata, scendendo al 2<sup>1</sup>/<sub>2</sub>% circa, da oltre il 3% nel 1998. Ancora una volta le debolezze strutturali di fondo del continente (ossia il basso grado di integrazione nell'economia mondiale e l'eccessiva dipendenza dall'agricoltura e dalle esportazioni di prodotti primari) hanno fatto sì che la sua performance macroeconomica restasse relativamente insensibile al mutare delle condizioni della domanda globale ma, al tempo stesso, altamente vulnerabile alle variazioni delle ragioni di scambio. Si aggiunga che, a causa di carenze gestionali di governo, di una struttura finanziaria rudimentale e del basso saggio di risparmio, la resistenza agli shock endogeni è limitata, con il risultato che le disparità nei tassi di crescita fra i diversi paesi sono generalmente assai più marcate che negli altri gruppi di economie emergenti. Ad esempio, nel 1999 l'aumento dei prezzi delle materie prime industriali conseguente alla maggiore crescita mondiale ha favorito la dinamica del reddito reale in molti paesi africani. Tuttavia, la guerra civile e la perdita del controllo monetario in Angola e nella Repubblica democratica del Congo, la deflazione in Burkina Faso e Ciad e le avverse condizioni climatiche in altri paesi (come il Marocco) hanno pesantemente gravato sull'attività produttiva, facendo diminuire la crescita media del PIL in Africa.

Progressi nel ridurre l'inflazione

In presenza di un'espansione economica inferiore al previsto, numerosi paesi hanno compiuto ulteriori progressi nel ridurre l'inflazione. Prescindendo dai due paesi che hanno perso il controllo monetario, l'inflazione è scesa mediamente a circa il 7%, e a un valore mediano del 4% soltanto, il livello più basso degli anni novanta. Così come in passato, la minore inflazione si è avuta nei paesi CFA. Di fatto, metà dei paesi di questo gruppo ha registrato



prezzi calanti o tassi di incremento inferiori all'1%. Per contro, Malawi e Zimbabwe hanno visto salire l'inflazione interna rispettivamente al 45 e 60%, mentre in Zambia, Ghana e Sudan i prezzi sono aumentati a ritmi che arrivano a quasi il 30%.

Gli andamenti economici dello scorso anno presentano disparità anche a livello di subregioni (grafico III.9). Ad esempio, nell'Africa settentrionale la più bassa crescita è principalmente dovuta al marcato rallentamento in Marocco, mentre l'espansione relativamente sostenuta fatta registrare dalla regione occidentale va ascritta alla ripresa in Ghana, che ha più che compensato l'indebolimento del prodotto della Côte d'Ivoire. Tuttavia, la minore crescita osservata nella regione centrale desta sorpresa, poiché in essa si trovano tre dei paesi africani esportatori di petrolio (Camerun, Gabon e Nigeria). In altri casi, la notevole eterogeneità tra le regioni fa sì che nella media vengano "livellate" le differenze nazionali. Ad esempio, l'Africa orientale ha fatto segnare un netto miglioramento nella dinamica del prodotto, in quanto la ripresa della crescita in Etiopia ha più che compensato gli effetti della persistente debolezza dei prezzi agricoli sul PIL di Kenya, Tanzania e Uganda. Analogamente, la lenta crescita della regione meridionale è imputabile soprattutto al peggioramento della performance dello Zimbabwe e all'ulteriore modesto tasso di sviluppo del Sudafrica.

Durante gli anni novanta la crescita del PIL in Sudafrica è stata in media dell'1% soltanto, mentre il tasso di disoccupazione è salito a quasi il 40%. Sebbene la quota dei senza lavoro sia di fatto più bassa, poiché molti disoccupati lavorano nel settore non ufficiale o con contratti non registrati, appaiono necessari diversi anni di crescita sostenuta e stabile per ridurre la disoccupazione e realizzare una più equa distribuzione del reddito. Affinché crescano il prodotto e l'occupazione è essenziale un sensibile aumento del rapporto fra investimenti e PIL, attualmente al modesto livello del 15%, ma anche una certa

Forti disparità di crescita fra le regioni

Necessaria una crescita maggiore e a più elevata intensità di lavoro in Sudafrica

moderazione dei salari reali, tale da incentivare le imprese a installare impianti a più elevata intensità di lavoro. L'adozione di obiettivi di inflazione per la conduzione della politica monetaria potrebbe contribuire ad abbassare il tasso d'inflazione e le incertezze circa la sua dinamica, ma probabilmente non basterebbe ad accrescere l'attrattiva del Sudafrica quale paese destinatario di IDE. Nell'ultimo decennio si sono di fatto registrati deflussi netti di IDE, in quanto gli investimenti in nuovi impianti, in particolare, sono stati scoraggiati dalla lenta crescita della produttività e dai costi unitari del lavoro relativamente elevati.

Ostacoli agli afflussi di investimenti diretti esteri

La scarsa competitività potrebbe però non essere l'unica ragione per cui il forte aumento a livello mondiale degli IDE verso le economie emergenti ha per lo più ignorato il Sudafrica e il continente africano nel suo insieme. Fattori ancora più importanti sono in taluni paesi l'incertezza politica e la labilità del quadro giuridico. Anche una maggiore diversificazione del prodotto e delle esportazioni farebbe delle economie africane una meta più attraente per gli IDE. Va aggiunto che la mancanza di spessore finanziario e la limitatezza dei mercati continuano a inibire la necessaria mobilitazione sia dei capitali stranieri sia del risparmio interno. In effetti, il settore finanziario in Africa è rimasto di dimensioni modeste rispetto alle più avanzate economie asiatiche e latino-americane. Se si assume il rapporto fra quantità di moneta in senso ampio e PIL quale parametro dello spessore del sistema finanziario, soltanto Algeria, Kenya, Marocco, Mauritius, Sudafrica e Tunisia risultano avere sistemi relativamente sviluppati (tabella III.8). Anche la crescita dell'intermediazione finanziaria, misurata dal credito al settore privato in relazione al PIL, appare di entità ridotta.

Vari impedimenti strutturali allo sviluppo del settore finanziario

L'istituzione di un sistema finanziario ben funzionante potrebbe contribuire in modo determinante ad attrarre gli investimenti dall'estero, ma a tale riguardo l'Africa si trova confrontata con diversi problemi strutturali e politici. Primo, la struttura economica di gran parte dei paesi (forte incidenza dell'agricoltura e investimenti per lo più autofinanziati) tende di per sé a generare un basso livello di intermediazione finanziaria. Secondo, lo sviluppo di un settore finanziario più efficiente e competitivo è ostacolato dalla presenza di grandi banche di proprietà pubblica. Terzo, fino alla metà degli anni novanta i paesi africani hanno

Indicatori monetari per l'Africa <sup>1</sup>								
	Moneta in senso ampio		Credito al settore pubblico		Credito al settore privato			
	in percentuale del PIL						in percentuale del credito totale interno	
	1992-94	1995-98	1992-94	1995-98	1992-94	1995-98	1992-94	1995-98
Centrale	20	15	18	6	9	9	33	58
Orientale	36	39	15	12	17	22	47	66
Settentrionale	65	59	28	19	21	29	34	44
Meridionale	40	43	2	2	48	53	84	85
Occidentale	23	22	9	9	15	12	64	61

Nota: legenda dei gruppi regionali in calce al grafico III.9.  
<sup>1</sup> Media annua rispettivamente del periodo triennale e quadriennale.  
 Fonti: FMI; statistiche nazionali; stime BRI.

Tabella III.8

generalmente favorito il settore “reale” dell’economia, attraverso l’erogazione di crediti agevolati a determinate attività. Nella seconda metà del decennio le politiche sono state progressivamente orientate verso la liberalizzazione finanziaria, ad esempio deregolamentando i tassi d’interesse, riconoscendo l’autonomia della banca centrale, autorizzando nuove aziende bancarie e, di conseguenza, ampliando il ruolo delle istituzioni creditizie nell’allocazione dei capitali. Tuttavia, gli effetti di tali riforme sono stati finora relativamente modesti.

## Medio Oriente

L’instabilità dei prezzi del petrolio durante il passato decennio ha senz’altro depresso la crescita economica e gli investimenti nei paesi del Medio Oriente. Tuttavia, negli anni più recenti si è assistito a segni di ripresa, specie nei paesi in cui è avvenuto il passaggio a politiche più orientate al mercato. Ad esempio, in seguito all’adozione di un tasso di cambio unico agli inizi degli anni novanta e all’introduzione di riforme strutturali ad ampio raggio, l’Egitto ha conseguito una crescita media di circa il 5% negli ultimi cinque anni, mentre nello stesso arco di tempo il tasso d’inflazione è gradatamente sceso al 3%. Anche l’Arabia Saudita ha annunciato misure volte ad aprire l’economia agli investimenti esteri e a diversificare maggiormente la produzione riducendo l’incidenza di quella petrolifera. Tuttavia, il miglioramento dei risultati economici registrato lo scorso anno è principalmente attribuibile al rincaro del petrolio, che ha contribuito ad abbassare i disavanzi dei conti pubblici e della bilancia corrente rispettivamente al 6% circa e al 3% del PIL.

Le politiche di riforma migliorano la performance dell’Egitto

La Turchia ha subito l’impatto di tre forti shock nel 1999: la perdita di importanti mercati di esportazione, il ritiro di capitali esteri sulla scia della moratoria russa del 1998 e il terremoto dell’agosto scorso, che ha causato danni ingenti all’economia. Gli alti tassi d’interesse reali, diretti a ridurre l’inflazione, hanno acuito le tendenze recessive nella prima metà del 1999, e il prodotto reale ha subito un calo stimato al 5%. Anche in Israele l’attività economica è stata piuttosto debole nel primo semestre dello scorso anno. Tuttavia, l’annuncio di restrizioni fiscali e di un obiettivo di inflazione del 3–4% per i prossimi due anni, combinato con il rafforzarsi della domanda globale, pare aver prodotto un effetto favorevole sulle aspettative e sul clima di fiducia. Infatti, nel secondo semestre la crescita del PIL è salita al 5% su base annua, trainata dalle esportazioni e dai consumi. Inoltre, nonostante tale forte ripresa dell’attività economica, a fine 1999 l’inflazione risultava scesa all’1,3% soltanto.

Il prodotto subisce l’impatto di fattori avversi in Turchia ...

... mentre recupera in Israele

## Europa centrale e orientale

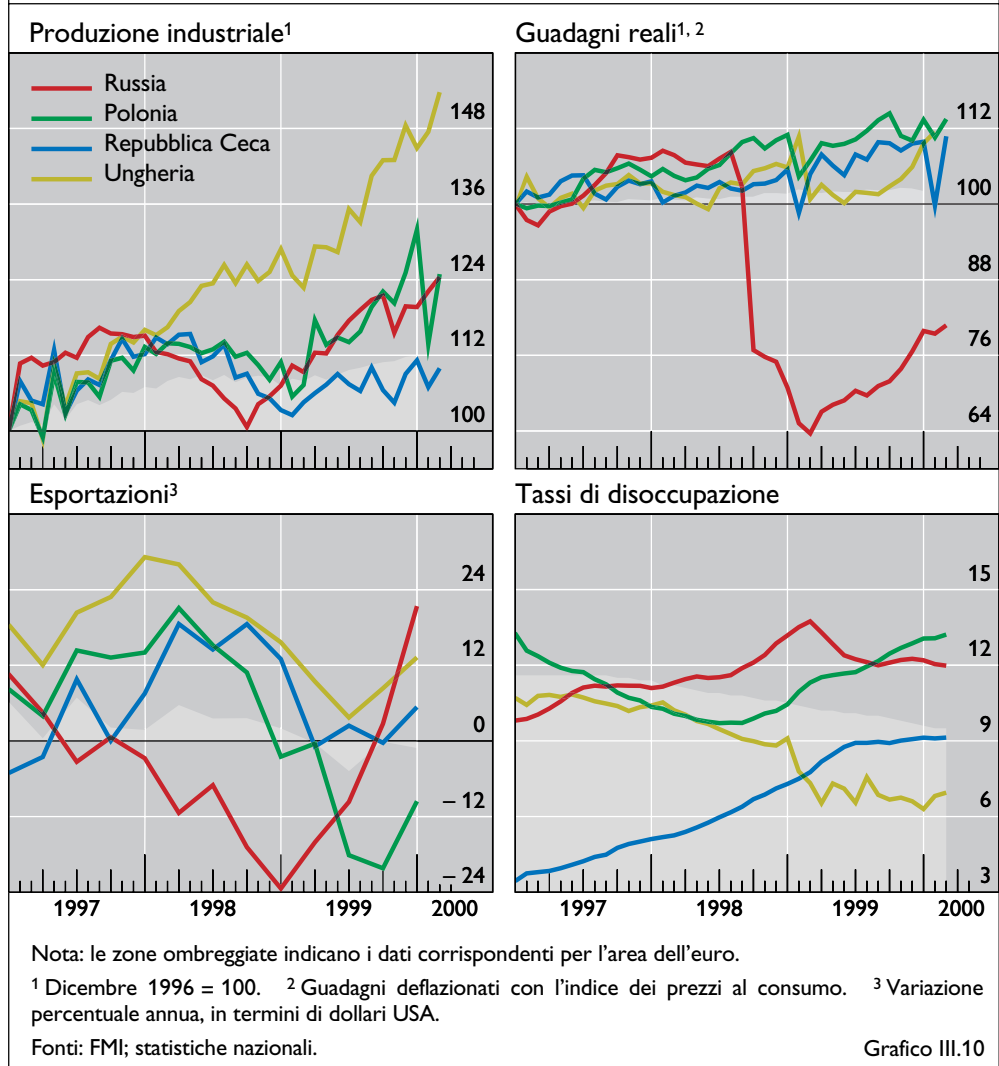
### *Andamenti del prodotto e del commercio estero*

Mentre la Russia si è ripresa più rapidamente del previsto dalla crisi finanziaria dell’estate 1998, la crisi stessa, unitamente alle ripercussioni della guerra in Kosovo, ha avuto un impatto negativo sui paesi vicini. Le economie ungherese e polacca hanno però recuperato prontamente, realizzando tassi di crescita del 4–4½%. In Ungheria la ripresa della produzione industriale è stata trainata dal settore dell’elettronica e da una forte crescita delle esportazioni (grafico III.10).

Rapida ripresa in Polonia e Ungheria ...



## Indicatori economici per la Russia e l'Europa centrale



Anche in Polonia la produzione industriale ha costituito un importante fattore di dinamismo; inoltre, l'incremento dei redditi reali, assieme all'ulteriore espansione del credito alle famiglie, ha dato impulso ai consumi privati.

La recessione nella Repubblica Ceca, di fatto già iniziata con la crisi valutaria del 1997, è stata successivamente acuita dalla stretta fiscale. La disoccupazione è fortemente aumentata, causando il rallentamento o la diminuzione dei salari nominali e dei prezzi di mercato. Negli Stati baltici, data la dipendenza ancora forte dalle esportazioni verso la Russia, il prodotto ha fatto registrare cali fin del 4%. Nel 1999 l'economia rumena, travagliata da numerosi problemi interni, ha subito una contrazione del 4%, e quella della Croazia del 2%. Per contro, la Bulgaria sembra non aver risentito molto delle crisi dei paesi vicini e ha continuato a trarre beneficio dal regime di "currency board", facendo segnare una crescita del prodotto del 2½%, un calo dell'inflazione a ¼% soltanto e più bassi tassi d'interesse. Altrettanto sorprendenti sono state la robusta crescita economica e la relativa stabilità delle condizioni macroeconomiche nella maggior parte dei paesi della CSI, molti dei quali hanno beneficiato di una bassa inflazione esogena e dei più elevati prezzi del petrolio.

... mentre il PIL  
cala in altre  
economie ...

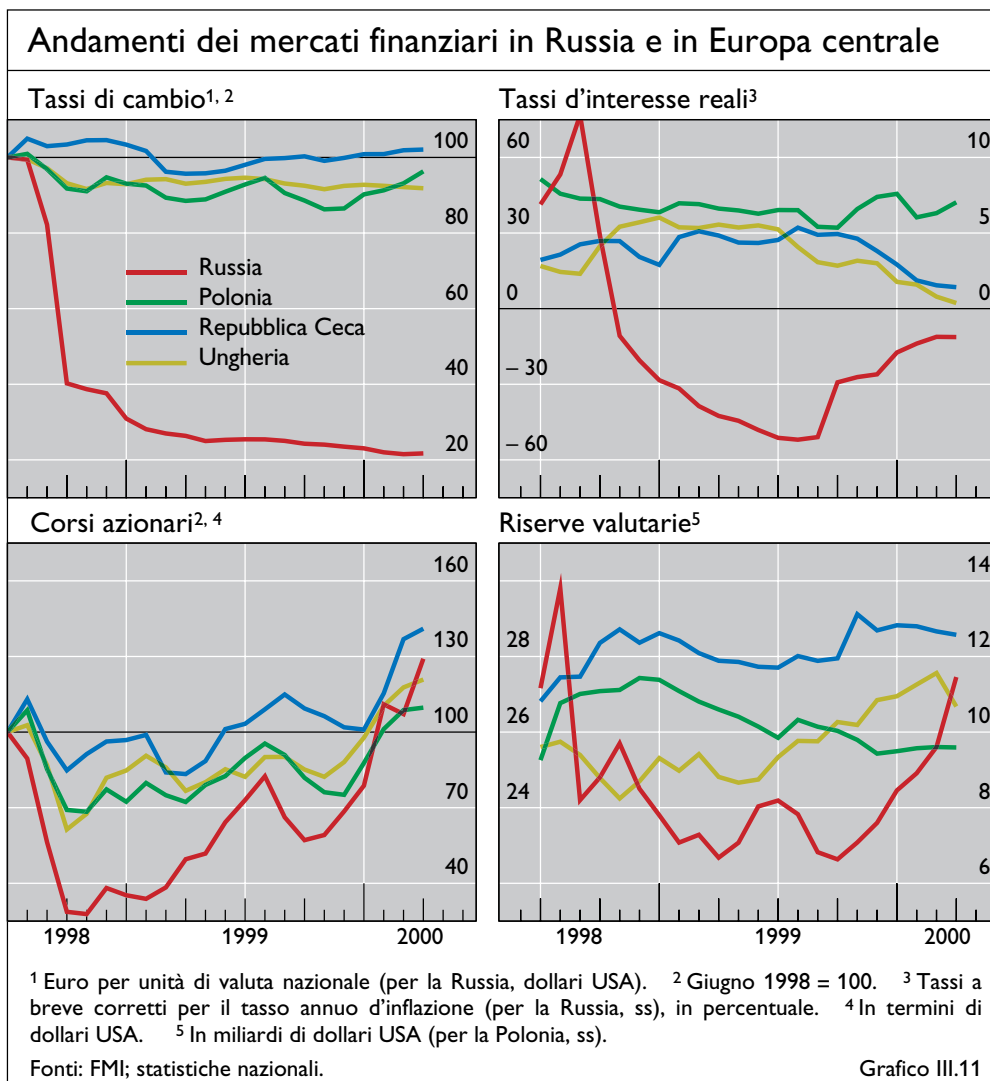
... ma non in  
Bulgaria e nei paesi  
della CSI

A causa delle differenze nella struttura merceologica e geografica delle esportazioni e nel tasso di crescita della domanda interna, lo scorso anno gli andamenti delle bilance commerciali e di parte corrente sono risultati alquanto difformi. Le esportazioni dell'Ungheria avevano già iniziato a migliorare a metà 1999, e il disavanzo corrente del paese si è ridotto. Anche la Repubblica Ceca ha realizzato un miglioramento del saldo corrente, dovuto però soprattutto alla debole domanda di importazioni. Per contro, il deficit corrente della Polonia è salito all'8% del PIL in seguito a una forte perdita di competitività sui mercati di sbocco esteri. Le pressioni al ribasso sul cambio nella regione sono state generalmente meno intense che nel 1997-98 persino negli Stati baltici, nella Repubblica Slovacca e in Croazia, i cui disavanzi di parte corrente sono rimasti pari o superiori al 6% del PIL (grafico III.11).

Andamenti difformi del commercio estero

La ripresa della crescita economica in Russia nel 1999 è dovuta principalmente a fattori esterni. Il forte aumento di prezzo del petrolio e gli effetti di sostituzione delle importazioni prodotti dall'ampia svalutazione dell'agosto 1998 si sono tradotti in un miglioramento di \$17 miliardi della bilancia commerciale e in un aumento del 3,2% del PIL. Inoltre, il recupero del settore manifatturiero ha contribuito ad arrestare la tendenza crescente della disoccupazione. Fra gli

Stabilizzazione in Russia



altri sviluppi positivi figurano una migliore esazione delle imposte, il contenimento delle pressioni inflazionistiche con il venir meno dei timori di iperinflazione e l'affermarsi di un cambio rublo/dollaro meno instabile. Tuttavia, il contenimento dell'inflazione è in parte avvenuto a prezzo di un drastico calo dei guadagni reali e dei redditi delle famiglie. A fine 1998 i guadagni in termini reali risultavano diminuiti di circa un terzo rispetto al livello precrisi, e solo una modesta frazione di tale perdita ha potuto essere recuperata lo scorso anno.

#### *Inflazione e adozione di nuovi regimi di politica monetaria*

Aumenta il differenziale di inflazione rispetto all'area dell'euro

Anche se durante la prima metà del 1999 l'inflazione nell'Europa centrale è ulteriormente diminuita per effetto della debole crescita economica, il divario rispetto all'area dell'euro ha ripreso ad ampliarsi. In diversi paesi la maggiore minaccia alla stabilità dei prezzi è provenuta da aumenti salariali superiori agli incrementi di produttività, mentre in altri le principali spinte inflazionistiche sono derivate dal forte deprezzamento del cambio o dalle misure di liberalizzazione. Anche in reazione a tali sviluppi, agli inizi del 1999 la Polonia ha introdotto un obiettivo esplicito di inflazione per la conduzione della politica monetaria, come già aveva fatto la Repubblica Ceca all'indomani della crisi valutaria del 1997.

Adozione di obiettivi di inflazione in Polonia ...

Inizialmente la *Polonia* ha fissato una fascia obiettivo dell'8–8,5% per l'incremento dei prezzi al consumo a fine 1999, con l'intento più a lungo termine di far scendere l'inflazione al disotto del 4% entro il 2003. La fascia è stata abbassata nel marzo 1999, sebbene il tasso effettivo (9,8%) sia poi risultato più alto di quanto programmato, in parte a causa del rincaro del petrolio, ma anche di riflesso all'inaspettato vigore della domanda di consumi. La banca centrale ha cercato di imbrigliare le spinte inflazionistiche innalzando di 3 punti percentuali i tassi ufficiali e continuando a monitorare il tasso di cambio. Nel marzo 1999 la già ampia banda di fluttuazione dello zloty è stata ancora allargata dal  $\pm 12,5$  al  $\pm 15\%$  e nell'aprile di quest'anno, in linea con il passaggio a un approccio incentrato sull'obiettivo di inflazione, le autorità hanno deciso di lasciar fluttuare lo zloty. A differenza di quanto avvenuto in Polonia, nella *Repubblica Ceca* l'inflazione netta è risultata sensibilmente inferiore al valore di obiettivo sia nel 1998 che nel 1999. L'ampio differenziale fra l'inflazione netta (che esclude gli effetti delle variazioni nell'imposizione indiretta e nei prezzi amministrati) e l'inflazione generale ha talora minato la credibilità dell'approccio, dato che le aspettative inflazionistiche sono parse basarsi maggiormente sulla seconda grandezza. Tuttavia, di fronte a un tasso d'inflazione netta inferiore all'obiettivo e alla debole crescita economica, lo scorso anno è stato deciso con ampio sostegno popolare di abbassare sensibilmente i tassi d'interesse.

... e nella Repubblica Ceca

Problemi nel perseguimento di obiettivi di inflazione nelle economie in transizione

A causa della loro recente apertura a un contesto più orientato al mercato e dello stesso processo di transizione, le economie dell'Europa centrale che hanno scelto un approccio basato su obiettivi di inflazione si sono trovate ad affrontare taluni problemi specifici, fra cui la necessità di modellizzare il meccanismo di trasmissione della politica monetaria e di stimare l'impatto di ampi movimenti del cambio sull'inflazione e sulle aspettative inflazionistiche. Inoltre, le serie temporali dei dati sul prodotto e sulla produttività sono relativamente brevi, il che rende difficoltosa la stima dell'output gap.

Per giunta, la maggior parte delle economie in transizione non ha ancora liberalizzato tutti i prezzi amministrati. Il governo ceco si è impegnato a completare la liberalizzazione dei prezzi entro la fine del 2002, e ciò potrebbe innalzare di 3 punti percentuali l'inflazione generale. Anche se la banca centrale persegue un obiettivo in termini di inflazione netta, essa potrebbe comunque essere indotta a inasprire la politica monetaria qualora le aspettative di inflazione e le richieste salariali dovessero aumentare conseguentemente. Infine, i modelli di consumo non si sono probabilmente ancora consolidati, il che comporta il rischio di potenziali errori di misurazione sia dell'inflazione generale, sia degli indici dei prezzi sottostanti.

## IV. La politica monetaria nei paesi industriali avanzati

### Aspetti salienti

Il 1999 ha segnato una svolta nel ciclo dei tassi d'interesse; molte banche centrali hanno infatti avviato un processo di restrizione monetaria alla luce delle pressioni emerse sul fronte dei prezzi. Nelle tre economie maggiori le autorità sono state confrontate con differenti fattori di incertezza. Le banche centrali hanno inoltre avvertito la crescente importanza di riconoscere esplicitamente i vincoli derivanti da tali incertezze nell'impostazione delle proprie politiche e nella comunicazione con il pubblico. Uno dei vantaggi della trasparenza a riguardo delle difficoltà che si pongono ai responsabili della conduzione della politica monetaria è che essa può contribuire a preservarne la credibilità anche quando si rende necessaria una correzione di rotta.

Negli Stati Uniti l'incertezza ha riguardato in particolare il tasso di crescita potenziale e le condizioni dei mercati finanziari. Sono emerse nuove indicazioni che la crescita di lungo periodo della produttività potrebbe essere aumentata, rendendo più complessa la valutazione delle spinte inflazionistiche, e l'occupazione ha continuato a salire a tassi prima ritenuti insostenibili. Mentre gli aumenti del tasso obiettivo dei federal funds nella prima parte del 1999 hanno rispecchiato in ampia misura un aggiustamento delle riduzioni intervenute a seguito delle turbolenze sui mercati finanziari mondiali nel 1998, gli aumenti successivi sono da ricollegare ai crescenti timori che un eccesso di domanda potesse rafforzare le pressioni inflazionistiche. Come già negli anni recenti, la Riserva federale ha continuato a confrontarsi con il problema di come incorporare nel modo migliore i prezzi delle attività nelle proprie decisioni di politica monetaria. In particolare, i mercati azionari hanno continuato a registrare forti guadagni, con implicazioni incerte per i consumi. La necessità che la politica monetaria tenga conto delle reazioni potenziali dei mercati finanziari ha trovato ulteriore conferma nella decisione del Federal Open Market Committee (FOMC) di annunciare il proprio orientamento prevalente ("bias") immediatamente dopo le sue riunioni.

Il tema dell'incertezza ha dominato anche in Giappone. Il problema principale in questo paese è stato quello di stabilire se le misure già adottate sarebbero state sufficienti a impedire che una severa recessione producesse tendenze deflazionistiche e, in caso contrario, quali ulteriori passi si sarebbero potuti intraprendere per stimolare l'attività economica, dato che i tassi ufficiali nominali erano di fatto a zero. Con un PIL reale in calo per cinque trimestri consecutivi a partire dal quarto trimestre 1997 e con prezzi al consumo, nell'ultima parte del 1998, in discesa per la prima volta da tre anni, agli inizi del 1999 l'economia giapponese era alle prese con una dinamica fortemente discendente. Di fatto, le condizioni economiche e finanziarie sono poi leggermente migliorate, anche se con scarse indicazioni che segnalassero l'inizio di una ripresa in grado di autosostenersi.

L'esperienza maturata dall'Eurosistema lo scorso anno sta a testimoniare i problemi che insorgono quando un panorama economico e finanziario nuovo e in rapido cambiamento incide sui meccanismi di trasmissione della politica monetaria e sulle aspettative di tasso di cambio. L'Eurosistema ha per lo più improntato la sua politica al pragmatismo preannunciato, evitando tentativi di "fine-tuning", data l'incertezza circa i meccanismi di trasmissione, e basandosi sull'indicatore M3 solo quando il contenuto informativo di quest'ultimo era ritenuto esente dall'influsso di fattori temporanei. Mentre le decisioni di tasso d'interesse dell'Eurosistema sono state in genere accolte favorevolmente dal pubblico, è stata viceversa criticata la sua politica di informazione. Alcuni osservatori hanno giudicato insufficiente il grado di trasparenza, nonostante la notevole enfasi posta sulla chiarezza e sull'apertura dallo stesso Eurosistema fin dall'inizio.

Così come negli Stati Uniti e nell'area dell'euro, le politiche monetarie sono state inasprite in corso d'anno in tutti i paesi che adottano obiettivi di inflazione espliciti. Nel complesso, la concomitanza di un forte aumento della domanda interna, di una crescita mondiale più sostenuta e di prezzi del petrolio in ascesa ha provocato più diffusi aumenti dei prezzi e correzioni verso l'alto delle previsioni di inflazione a medio termine, giustificando così l'innalzamento dei tassi d'interesse a breve.

## Stati Uniti

Lo scorso anno due ordini di problemi hanno figurato in primo piano nel processo decisionale della Riserva federale. Il primo ha riguardato l'andamento della crescita della produttività, le tensioni sul mercato del lavoro e la valutazione dell'impatto di questi due elementi sulle prospettive inflazionistiche; il secondo, le condizioni sui mercati finanziari e in particolare l'interazione tra politica monetaria e prezzi delle attività. Entrambi questi aspetti hanno costituito per le autorità fonte di incertezza. Negli ultimi anni i guadagni di produttività hanno superato a tratti i tassi registrati negli anni settanta e ottanta, e ciò fa ritenere possibile un ampliamento permanente della capacità produttiva dell'economia. Tuttavia, è difficile individuare con certezza una discontinuità nel trend di crescita della produttività a uno stadio maturo della fase espansiva. Un compito altrettanto difficile e strettamente correlato è quello di isolare gli effetti della politica monetaria sui prezzi delle attività, e a loro volta gli effetti di questi ultimi sui consumi, sulla crescita dell'economia e sulla produttività misurata.

A questo riguardo può essere istruttivo considerare l'esperienza del Giappone negli anni ottanta. In quel periodo, e per diversi anni, il Giappone aveva beneficiato di una bassa inflazione e di una crescita sostenuta, il che rendeva difficile alle autorità separare il trend dal ciclo. Ciò avveniva inoltre in presenza di uno yen in apprezzamento, di elevati tassi di investimento e di un'accelerazione della crescita della produttività, oltre che di un consistente rialzo dei prezzi delle azioni e degli immobili. Il problema per la Banca del Giappone era quello di decidere se inasprire la politica monetaria e, in caso affermativo, come guadagnare l'appoggio dell'opinione pubblica in presenza di un'inflazione modesta e di una crescita della produttività a livelli elevati. Per di più, ben poco

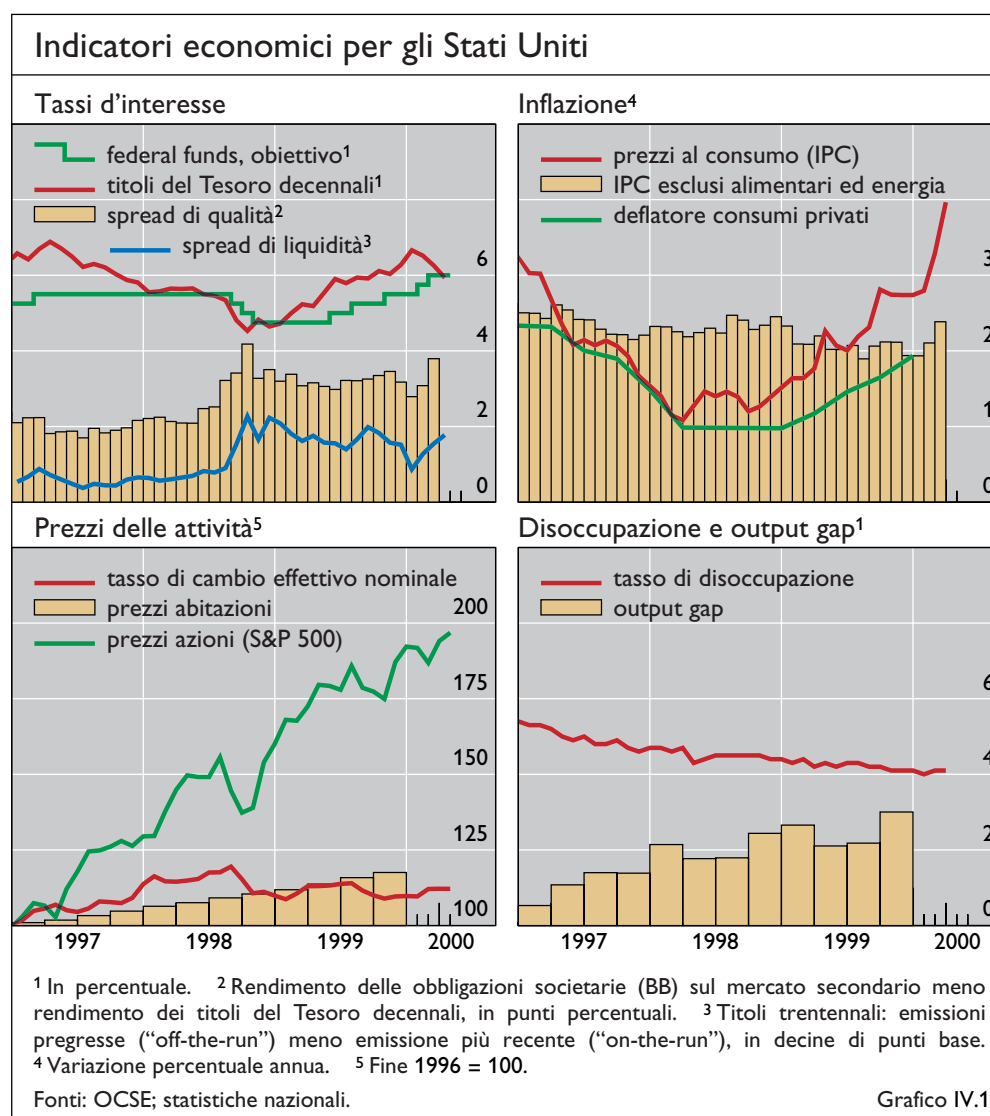
Incetezza sulla crescita della produttività e sui prezzi delle attività

Analogie e differenze rispetto alla precedente esperienza del Giappone

si sapeva, allora come oggi, della rapidità con cui i crescenti prezzi delle attività avrebbero reagito a una restrizione monetaria. Queste condizioni sembrano analoghe a quelle della recente esperienza statunitense, anche se per alcuni aspetti significativi la situazione americana appare più stabile, poiché l'aumento dei prezzi degli immobili è stato alquanto più contenuto e il sistema bancario pare assai più solido. Tuttavia, a differenza del Giappone allora, gli Stati Uniti sono un paese debitore verso l'estero con un ampio disavanzo corrente. Resta pertanto difficile soppesare l'importanza relativa dei rischi.

I mercati finanziari si stabilizzano ...

Nella prima parte del periodo in esame le considerazioni relative ai mercati finanziari hanno svolto un ruolo predominante nelle decisioni di politica monetaria. Per comprendere il loro impatto è utile rifarsi agli eventi intervenuti alla fine del 1998. All'epoca, una serie di crisi finanziarie internazionali con implicazioni per l'economia USA aveva indotto la Riserva federale ad abbassare per tre volte i tassi d'interesse. Si temeva che una diffusa contrazione del credito avrebbe potuto causare un prosciugarsi della liquidità sui mercati finanziari e sfociare quindi in una recessione. Sintomatico di queste turbolenze sui mercati finanziari era il drastico aumento dello spread tra i titoli trentennali



del Tesoro dell'ultima emissione ("on-the-run") e quelli pregressi ("off-the-run"), nonché tra le obbligazioni societarie di rating inferiore e i titoli del Tesoro decennali. A metà 1999, tuttavia, questi timori si erano alquanto attenuati, allorché il funzionamento dei mercati pareva essersi normalizzato. La politica monetaria si è quindi focalizzata sul tempestivo annullamento dei tagli apportati ai tassi sui federal funds, in linea con le più stabili condizioni dei mercati.

... e la politica monetaria inizia a farsi restrittiva

Con questa correzione già in atto, l'attenzione si è spostata in corso d'anno sull'obiettivo di evitare un'impennata dell'inflazione e una brusca conclusione della fase espansiva. Permanenti o temporanei che fossero i guadagni di borsa, la Riserva federale ha ritenuto che i loro effetti sarebbero stati inflazionistici, in quanto avrebbero sospinto la domanda interna al disopra dell'offerta corrente. La combinazione di tassi di risparmio privato decrescenti e quotazioni azionarie elevate implicava che le plusvalenze stavano di fatto alimentando la spesa per consumi, diventata il principale motore della crescita in una fase avanzata del ciclo. La Riserva federale si è trovata quindi a dover affrontare una situazione in cui l'inflazione, se non contrastata, avrebbe ripreso a salire, mentre non si poteva escludere un atterraggio duro se la manovra monetaria fosse stata troppo aggressiva, con significative ripercussioni sui corsi azionari. La probabilità di un ampio cedimento del mercato azionario dipendeva verosimilmente anche dalla misura in cui l'ascesa dei prezzi azionari rispecchiava una bolla speculativa ovvero uno stabile spostamento verso l'alto della crescita della produttività. In quest'ultimo caso, la Riserva federale avrebbe potuto preoccuparsi meno di una brusca caduta dei prezzi delle attività e adottare una politica monetaria più restrittiva per contrastare le spinte inflazionistiche.

I consueti indicatori economici hanno fornito per giunta segnali contraddittori per tutto il corso dell'anno, complicando la conduzione della politica monetaria. Dopo nove anni di espansione, con una crescita reale del PIL superiore al 4%, un livello di quest'ultimo di oltre il 2% al disopra delle tradizionali stime del prodotto potenziale e una disoccupazione ai minimi degli ultimi trent'anni, era aumentata la preoccupazione che si stessero accumulando pressioni inflazionistiche nell'economia americana. Il crescente disavanzo corrente era un chiaro indizio che la domanda interna stava superando l'offerta interna. Oltre a ciò, due fattori chiave che avevano contribuito a tenere sotto controllo l'inflazione negli ultimi anni – l'apprezzamento del dollaro e il calo dei prezzi del petrolio – erano venuti meno. Per contro, la crescita della produttività continuava a superare le previsioni e i costi unitari del lavoro restavano bassi ed erano addirittura in diminuzione nell'ultima parte del 1999. La possibilità di una svolta nel trend della produttività diventava più plausibile. La fase espansiva, inoltre, era stata sostenuta in misura non trascurabile da rilevanti investimenti in ristrutturazioni e in tecnologie avanzate, che davano ulteriore credito alle aspettative sulla "nuova economia". Nondimeno, nel complesso, anche se i principali indicatori economici fornivano segnali contraddittori sulla futura dinamica inflazionistica, diventava sempre più probabile la necessità di un ulteriore inasprimento. Dato che il tasso obiettivo sui federal funds si era riportato al 5,5% nel novembre 1999, il FOMC ha continuato a innalzare i tassi ufficiali nei primi mesi del 2000.

La crescita della produttività rimane elevata, ma i mercati del lavoro sono tesi



### *Prezzi delle attività, stabilità finanziaria e politica monetaria*

La definizione del ruolo dei prezzi delle attività nella conduzione della politica monetaria solleva una serie di problemi. Una questione strategica è se essi debbano costituire un obiettivo indipendente di politica monetaria. In molti paesi le banche centrali hanno il compito istituzionale di promuovere la stabilità finanziaria. Poiché il ciclo dei prezzi delle attività può innescare crisi bancarie di tipo sistemico e, in connessione con il ciclo del credito, spesso precedere un drastico rallentamento economico, alcuni sostengono che sarebbe consigliabile fissare obiettivi diretti per le variabili finanziarie. Tuttavia, a differenza di quanto avviene per l'obiettivo di inflazione, è difficile quantificare la stabilità finanziaria, e non è quindi semplice determinare quando quest'ultima sia minacciata dall'andamento dei prezzi delle attività. Vi è inoltre l'evidente difficoltà di stabilire con esattezza quale prezzo, tra i molti proponibili, debba fungere da obiettivo e, una volta scelto, a quale livello lo si debba fissare. Quel che più conta, una politica siffatta implicherebbe logicamente un perseguimento meno rigoroso del più tradizionale obiettivo della stabilità dei prezzi al consumo.

Il ruolo dei prezzi delle attività non è ben compreso

A prescindere dalla misura in cui si consenta talora ai prezzi delle attività di condizionare il perseguimento dei tradizionali obiettivi di politica monetaria, l'effetto dei primi sui secondi è chiaramente di grande interesse per le autorità. Tuttavia, restano irrisolti molti problemi pratici riguardanti il modo in cui la politica monetaria debba reagire ai movimenti dei prezzi delle attività. Ad esempio, non è chiaro se le autorità possano rispondere a questi ultimi senza avere almeno stabilito se i livelli raggiunti sono troppo alti o troppo bassi rispetto a un livello ritenuto appropriato. In secondo luogo, esiste una notevole incertezza circa il ruolo dei prezzi delle attività nella trasmissione degli impulsi monetari, incertezza che ne limita l'utilità nella valutazione delle politiche. Non sono ben compresi, ad esempio, né i tempi né l'ampiezza degli effetti della manovra monetaria sui prezzi delle attività.

Potenziali pericoli di una risposta ai prezzi delle attività

Gli effetti incerti della politica monetaria sui prezzi delle attività sono comuni sia a un allentamento che a una restrizione. Quanto al primo, l'immissione di liquidità in tempi di evidente tensione finanziaria potrebbe incoraggiare atteggiamenti di "moral hazard" e favorire in futuro situazioni di tensione ancor peggiori. Di fatto, tali interventi potrebbero involontariamente convalidare gli elevati prezzi esistenti in altri mercati di attività ad andamento sostenuto. Le riduzioni dei tassi decise dalla Riserva federale alla fine del 1998, necessarie per stabilizzare i mercati del reddito fisso, possono aver al tempo stesso incoraggiato l'ascesa del mercato azionario. Quanto alla manovra di restrizione, sembra chiaro, alla luce dell'esperienza giapponese degli anni ottanta, che un tempestivo irrigidimento della politica monetaria può contenere i prezzi delle attività e il formarsi di una bolla speculativa. In pratica, tuttavia, una politica monetaria di poco più restrittiva potrebbe rafforzare la fiducia dei mercati nella sostenibilità della crescita, segnalando la determinazione antinflazionistica della banca centrale. Ciò vanificherebbe gli effetti perseguiti dalla manovra. Può pertanto rivelarsi difficile arginare bolle speculative dei prezzi delle attività in modo blando. In effetti, si potrebbe sostenere che le autorità monetarie siano in grado di contrastare presunte bolle speculative solo con misure di inasprimento aggressive. A prescindere da altre considerazioni relative

all'adozione di obiettivi in termini di prezzi delle attività, le autorità avranno una naturale avversione per tali metodi in assenza di certezza sull'effettiva esistenza di simili bolle. È possibile che questa certezza emerga solo in una fase avanzata del ciclo, ma a quel punto potrebbe essere troppo tardi per schermare l'economia dalle conseguenze di un aggiustamento dei prezzi delle attività.

#### *Annuncio del bias*

La necessità di considerare l'interazione fra le aspettative dei mercati finanziari e la politica monetaria è stata anche evidenziata lo scorso anno dalla decisione della Riserva federale di annunciare il proprio orientamento prevalente immediatamente dopo le riunioni del FOMC. Prima del maggio 1999 questa informazione veniva fornita al pubblico solo all'atto della pubblicazione dei verbali delle riunioni del FOMC. La nuova procedura riflette la volontà ancor maggiore di trasparenza della Riserva federale in merito alle sue operazioni.

Fin dall'inizio, il significato del bias non è mai risultato del tutto chiaro all'opinione pubblica. Una delle interpretazioni è che esso facilita il conseguimento del consenso fra i membri del FOMC sull'obiettivo di tasso adottato, fornendo uno sbocco alle vedute dissenzianti. Secondo un'altra interpretazione, esso attribuisce al Presidente la facoltà di attivare manovre discrezionali tra una riunione e l'altra. Una terza spiegazione è che esso segnala la direzione in cui le future modifiche dei tassi sui federal funds dovranno effettivamente muoversi. Malgrado questa scarsa chiarezza, dall'esame dei movimenti dei tassi dei futures sui federal funds in prossimità delle riunioni del FOMC successive al maggio 1999 pare che i mercati non siano stati sorpresi né abbiano reagito bruscamente allorché il bias è stato annunciato contestualmente all'impostazione della politica. Anche il comportamento dei mercati obbligazionari non pare essersi modificato; tuttavia, l'annuncio del bias sembra aver causato reazioni di breve durata sui mercati azionari. Al fine di dissipare ogni possibile confusione, nel febbraio 2000 la Riserva federale ha riesaminato la sua procedura di comunicazione al pubblico, chiarendo che l'annuncio del bias intende trasmettere l'opinione prevalente del FOMC circa le incertezze che circondano le future prospettive di crescita e di inflazione in un orizzonte temporale che si estende al di là della successiva riunione.

Scarsa chiarezza del significato del bias

## Giappone

Con prezzi al consumo stabili o in lieve diminuzione e un output gap ampio e in aumento, lo scorso anno la politica monetaria giapponese si è incentrata sull'obiettivo di impedire che l'economia sviluppasse ulteriori tendenze deflazionistiche.

Poiché il tasso overnight era già sceso praticamente a zero nel marzo 1999, un ulteriore allentamento delle condizioni monetarie attraverso il tradizionale canale dei tassi d'interesse non era praticabile. Data la rapida ascesa dei tassi a lungo termine alla fine del 1998 e agli inizi del 1999, in risposta all'annuncio di provvedimenti fiscali a sostegno dell'economia, unitamente a un previsto minore assorbimento di titoli di Stato a lungo termine, la Banca del Giappone ha annunciato in aprile l'intenzione di mantenere a zero i tassi a

La politica di tasso d'interesse zero ...

... è proseguita

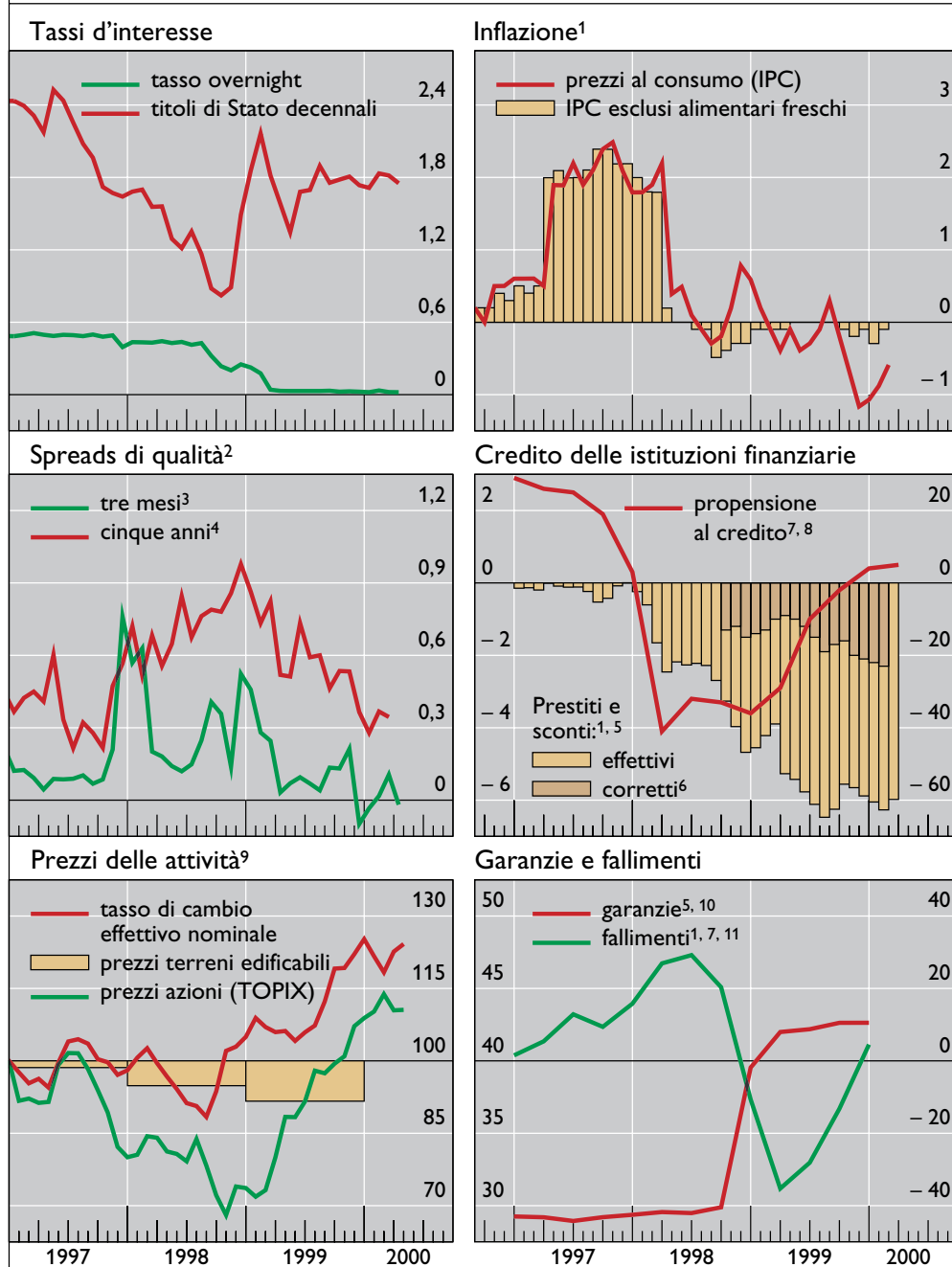
breve finché non si fossero dissipati i timori di una deflazione. Questa iniziativa, mirante a esercitare pressioni al ribasso sui rendimenti obbligazionari, ha condotto in primavera a un calo dei rendimenti sui titoli decennali. Segnali di miglioramento delle prospettive economiche nel corso dell'anno hanno fatto ritenere in estate che la politica del "tasso zero" avrebbe potuto essere abbandonata, innescando un aumento dei rendimenti a lungo termine fino a poco meno del 2%. Inoltre, aspetto questo più preoccupante, lo yen ha cominciato repentinamente ad apprezzarsi, con effetti contrattivi sull'attività economica. Solo quando verso la fine dell'anno si è diffusa la percezione che l'economia fosse più debole di quanto ritenuto in precedenza l'apprezzamento è stato in parte annullato.

Sebbene la politica fiscale abbia continuato a svolgere un ruolo cruciale nel sostegno dell'attività economica, è altresì emerso sempre più chiaramente che le iniziative intraprese l'anno precedente per stabilizzare il sistema finanziario cominciavano a dare risultati. L'apprestamento di garanzie sui crediti, l'aumento dei prestiti erogati da istituti finanziari pubblici, la chiusura di istituzioni insolventi e la ricapitalizzazione di diverse grandi banche avevano lo scopo di sostenere l'espansione del credito e la fiducia del pubblico. La riduzione del premio per il rischio di credito nel sistema bancario, il miglioramento della propensione al credito e più elevati corsi azionari hanno fornito gli attesi segnali che le percezioni circa lo stato di salute del sistema finanziario stavano effettivamente migliorando. Tuttavia, malgrado questo mutamento di clima sono ancora mancate indicazioni chiare di un rafforzamento significativo delle condizioni finanziarie sottostanti. I prestiti bancari, ad esempio, hanno continuato a diminuire per l'effetto congiunto di una domanda di credito debole da parte di grandi prenditori e delle preoccupazioni dei creditori circa la posizione finanziaria dei mutuatari minori in particolare.

Riducendo a zero il tasso "call money", la Banca del Giappone ha interamente finalizzato il suo principale strumento di politica monetaria al sostegno dell'economia. Restava altamente incerta la misura in cui avrebbero potuto essere utilizzati provvedimenti addizionali e straordinari per allentare ancora le condizioni monetarie. Alcuni osservatori, tra cui la stessa Banca del Giappone, erano del parere che ulteriori sforzi per espandere la base monetaria, attraverso operazioni sul mercato monetario o interventi non sterilizzati sui cambi, si sarebbero rivelati inefficaci, perché le istituzioni finanziarie avrebbero ridepositato la liquidità addizionale presso la banca centrale. È stato affermato che tali misure potevano risultare addirittura controproducenti, qualora avessero compromesso l'autonomia della Banca del Giappone e determinato un rialzo dei tassi a lungo termine. Per converso, altri osservatori ritenevano che l'aumento della base monetaria avrebbe potuto indurre le istituzioni finanziarie ad acquisire attività a più elevato rendimento, tra cui obbligazioni societarie e titoli di Stato a più lungo termine, abbassandone così il rendimento e stimolando l'attività economica. È stato inoltre sostenuto che la Banca del Giappone avrebbe potuto ampliare la gamma delle sue operazioni con riferimento alla struttura per scadenze e finanche alla tipologia di strumenti di intervento diretto. Tuttavia, ciò avrebbe sollevato importanti quesiti sulla qualità delle attività e sull'esposizione appropriata al rischio di tasso d'interesse, con possibili

Diminuisce la preoccupazione per le istituzioni finanziarie

## Indicatori economici per il Giappone



<sup>1</sup> Variazione percentuale annua. <sup>2</sup> In punti percentuali. <sup>3</sup> "Call money" (crediti non garantiti) meno buoni del Tesoro. <sup>4</sup> Titoli bancari meno obbligazioni di Stato. <sup>5</sup> Scala sinistra. <sup>6</sup> Per tener conto, fra l'altro, della cartolarizzazione, di svalutazioni di prestiti e di variazioni di cambio. <sup>7</sup> Scala destra. <sup>8</sup> Saldo percentuale delle risposte positive e negative, secondo quanto segnalato dalle istituzioni non finanziarie. <sup>9</sup> Fine 1996 = 100. <sup>10</sup> Impegni di firma in essere (in trilioni di yen). <sup>11</sup> Numero di fallimenti societari.

Fonti: Banca del Giappone, *Tankan*; Tokyo Shoko Research Ltd; statistiche nazionali.

Grafico IV.2

conseguenze per l'autonomia della Banca del Giappone in caso di rilevanti perdite.

Un altro argomento dibattuto lo scorso anno in Giappone ha riguardato la possibilità che l'annuncio di un obiettivo di inflazione esplicito contribuisse a innalzare le aspettative inflazionistiche e a spingere i tassi d'interesse reali attesi

Considerato l'approccio di un obiettivo di inflazione

al disotto dello zero. La Banca del Giappone ha constatato che le proposte per introdurre nel paese un obiettivo di inflazione esplicito si sviluppavano lungo due direttrici. Alcuni osservatori hanno suggerito di fissare un obiettivo numerico ben al disopra della fascia di stabilità dei prezzi. Dati i costi dell'inflazione, le difficoltà di controllare una fiammata inflazionistica e il fatto che l'economia mostrava già segni di ripresa, la Banca non ha accolto favorevolmente questa opzione. Altri osservatori hanno argomentato che la Banca doveva adottare una strategia più tradizionale. Secondo la banca centrale, anche questa impostazione comportava problemi di carattere più generale, riguardanti il modo di rafforzare la trasparenza e la responsabilità della politica monetaria, ed essa ha annunciato che avrebbe esaminato in dettaglio questi problemi. Nessun paese ha finora adottato un obiettivo di inflazione nell'intento di accrescerne il livello, e perciò la situazione del Giappone differisce in modo sostanziale da quella presente altrove. Inoltre, l'adozione di un obiettivo di inflazione nel contesto attuale potrebbe provocare problemi di credibilità, data la prevedibile difficoltà di persuadere il pubblico che la banca centrale dispone di strumenti adeguati a far salire l'inflazione fino alla fascia obiettivo nel momento in cui i prezzi iniziassero effettivamente a scendere.

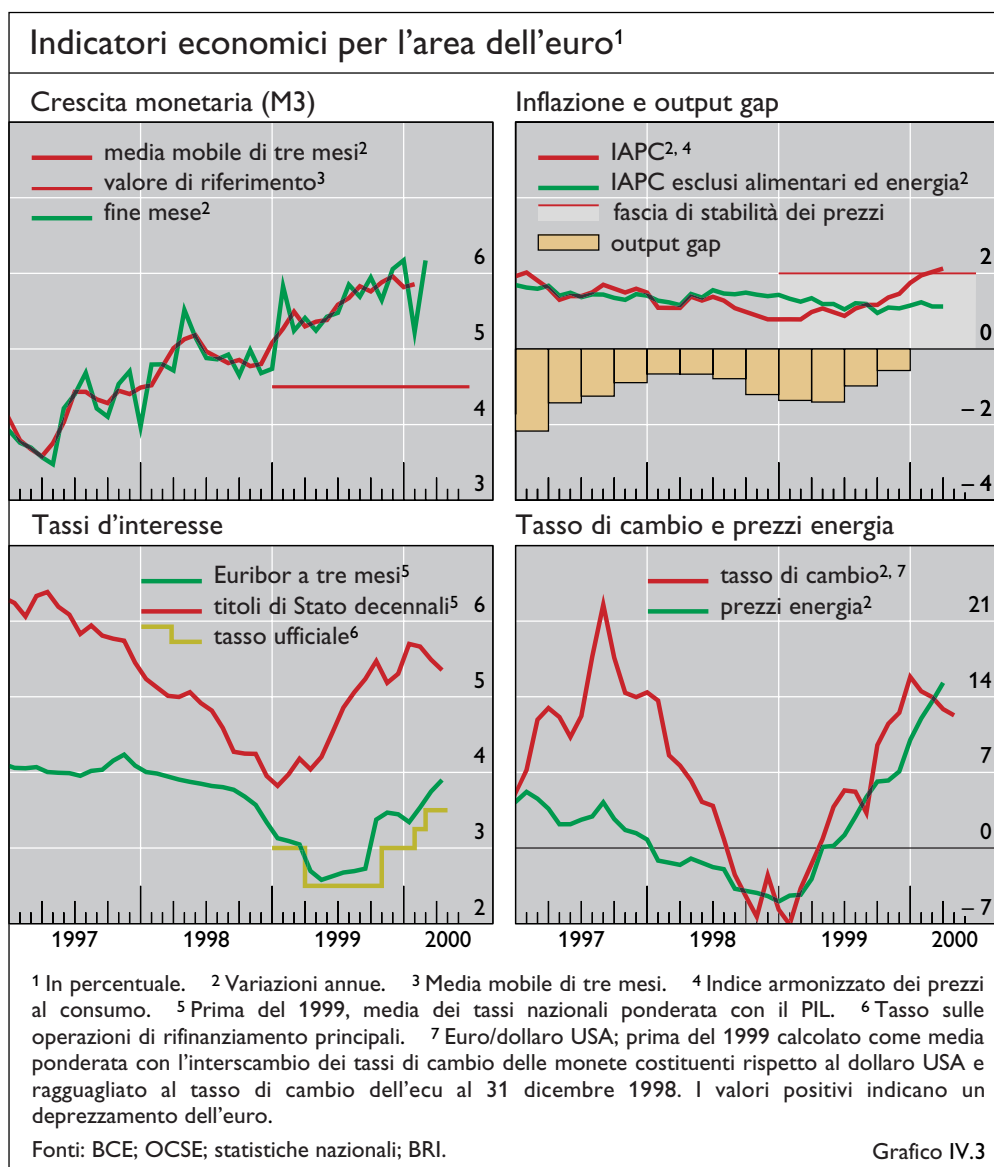
“Zero lower bound”

L'esperienza recente del Giappone offre una rara opportunità di apprezzare l'importanza del fatto che i tassi d'interesse nominali non possono scendere al disotto dello zero, il cosiddetto “zero lower bound” (ZLB). Taluni osservatori hanno sostenuto che l'esistenza di questo vincolo renderebbe inappropriata una politica monetaria finalizzata a un livello zero di inflazione. In tali circostanze, sarebbe assai difficile far sì che si determinino tassi reali negativi ove questi si rendessero necessari per motivi congiunturali. L'evidenza storica mostra tuttavia che questa conclusione può essere messa in discussione. Un motivo è che i tassi d'interesse reali a breve solo raramente sono stati negativi, a indicazione che le banche centrali non hanno avvertito spesso la necessità di avvalersi di tassi negativi per stimolare l'economia. Parimenti, non si sono quasi mai verificate occasioni nelle quali le banche centrali abbiano ritenuto di dover ridurre i tassi in prossimità dello zero. Di fatto, i casi storici di tassi nominali zero sono essenzialmente limitati agli Stati Uniti nei tardi anni trenta e al Giappone lo scorso anno; entrambi gli episodi si sono verificati in situazioni in cui una grave crisi nel settore finanziario aveva provocato forti pressioni contrattive sull'economia reale. Tali episodi vanno perciò interpretati piuttosto come esempi che sottolineano l'importanza di salvaguardare lo stato di salute dei mercati finanziari e non come la chiara prova che il perseguimento di un tasso d'inflazione zero si accompagna necessariamente ad andamenti macroeconomici mediocri.

## Area dell'euro

Contesto incerto

Nel primo anno di vita dell'euro l'Eurosistema si è trovato a operare in un contesto incerto. Dopo l'indebolimento della domanda globale seguito alla crisi economica di molti paesi emergenti, l'attività produttiva nell'area dell'euro era rallentata fortemente nel 1998. Con un clima di fiducia in progressivo deterioramento, un'espansione reale decrescente, un'inflazione dei prezzi al consumo



flettente e prezzi alla produzione industriale in calo, la situazione dell'economia all'inizio del 1999 appariva debole, facendo temere l'insorgere di pressioni deflazionistiche. Le condizioni economiche indicavano la necessità di un allentamento monetario, ma le pressioni politiche sull'Eurosistema per una riduzione dei tassi d'interesse facevano sì che un'iniziativa in questa direzione avrebbe potuto rivelarsi dannosa per la credibilità di quest'ultimo. L'Eurosistema è infine intervenuto nell'aprile 1999, riducendo il proprio tasso ufficiale di 50 punti base, al 2,5%, nell'intento di promuovere la ripresa.

Questa decisione è stata presa in un contesto di segnali contraddittori da parte dei due "pilastri" utilizzati dall'Eurosistema per la definizione della sua politica, la crescita di M3 e una valutazione delle prospettive inflazionistiche basata su molteplici indicatori. Nel presentare la sua strategia, l'Eurosistema aveva affermato che esso non avrebbe reagito automaticamente agli scostamenti della crescita monetaria dal valore di riferimento. Tali scostamenti avrebbero invece indotto a ulteriori analisi tese ad accertare l'esistenza di effettivi rischi per la stabilità dei prezzi. Pertanto, benché agli inizi del 1999 la crescita di M3

Segnali diversi provenienti dai due pilastri

superasse il valore di riferimento del 4,5%, l'analisi complessiva degli sviluppi monetari non segnalava un aumento delle spinte inflazionistiche; è stata quindi attribuita maggiore importanza al secondo dei suddetti pilastri.

In seguito al migliorato contesto esterno, in presenza di un euro in deprezzamento, l'attività economica ha gradualmente ripreso vigore nel corso dell'anno. Di riflesso a tali sviluppi e a un netto aumento dei prezzi delle materie prime, l'inflazione generale, misurata dall'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC), è passata dall'1% circa nel primo trimestre 1999 al 2% agli inizi del 2000. Pur avendo definito la stabilità dei prezzi come un livello dell'inflazione inferiore alla soglia del 2%, l'Eurosistema ha sottolineato che superamenti temporanei di tale valore non dovevano essere considerati incompatibili con la stabilità. Inoltre, l'inflazione di base, calcolata escludendo dall'IAPC i prodotti alimentari ed energetici, ha continuato a diminuire nel corso dell'anno. Tuttavia, dato il cambiamento intervenuto nelle prospettive di inflazione durante l'autunno, l'Eurosistema ha ridotto il grado di condiscendenza monetaria, innalzando a più riprese il suo tasso ufficiale fra il novembre 1999 e l'aprile 2000, per un totale di 125 punti base, portandolo al 3,75%. Queste decisioni sono state prese sulla base delle informazioni fornite da entrambi i pilastri e alla luce del continuo deprezzamento dell'euro, che segnalava rischi per la stabilità attraverso il canale dei prezzi delle importazioni.

#### *Credibilità e trasparenza*

Si può dire che la prova maggiore affrontata dall'Eurosistema lo scorso anno sia stata quella di dimostrare l'impegno alla stabilità dei prezzi e la capacità di conseguirla in un contesto caratterizzato dal mutamento. Sebbene la chiarezza del suo mandato e il grado di indipendenza attribuitogli dal Trattato di Maastricht fossero intesi a facilitare questo compito, nondimeno la conduzione della politica finalizzata a questo obiettivo si è dimostrata non facile. Un primo problema originava dal fatto che vi erano scarsi precedenti storici di una banca centrale chiamata ex abrupto a condurre la politica monetaria in un'area vasta, in rapida evoluzione ed economicamente differenziata. Inoltre, l'introduzione dell'euro aveva comportato un netto cambiamento nel contesto economico dei singoli paesi membri, innescando mutamenti strutturali di entità ancora ignota. Era perciò inevitabile che per qualche tempo il meccanismo di trasmissione monetaria nell'area dell'euro sarebbe stato di difficile comprensione.

Un'altra fonte di incertezza era legata all'approccio di politica monetaria. Non vi è dubbio che le componenti essenziali di tale approccio – la chiara affermazione che la stabilità dei prezzi costituisce un obiettivo primario, unitamente a una definizione numerica per renderlo operativo – sono ben comprese e godono del solido sostegno dell'opinione pubblica. Ciò nonostante, l'utilizzo dei due pilastri si è rivelato più difficile da spiegare. Poiché uno di essi è costituito da un valore numerico di riferimento per la crescita di M3, in taluni ambienti l'approccio stesso è stato frainteso, in quanto lo si è considerato equivalente a un "targeting" monetario, malgrado i chiarimenti in senso contrario dell'Eurosistema. Mentre le indicazioni fornite dai due pilastri dovrebbero normalmente avere le stesse implicazioni per la politica monetaria, esse sono risultate varie volte contraddittorie, rendendo più opache le decisioni.

Cambia il  
meccanismo di  
trasmissione  
monetaria

Reso più complesso  
il quadro operativo  
della politica  
monetaria

Informazioni  
potenzialmente  
contraddittorie

Inoltre, le ampie oscillazioni dei tassi di cambio hanno sollevato altri problemi di credibilità, nonostante le ripetute affermazioni dell'Eurosistema, secondo cui il tasso di cambio rientrava nel quadro di riferimento della politica monetaria solo in quanto fattore che influisce sulle prospettive di inflazione valutate sulla base di più indicatori. L'ulteriore precisazione dell'importanza relativa dei due pilastri dovrà essere un compito permanente, la cui rilevanza diminuirà solo quando l'Eurosistema potrà vantare solidi precedenti storici in termini di stabilità dei prezzi.

In quanto istituzione nuova, l'Eurosistema ha attirato su di sé una comprensibile, ma a volte forse eccessiva, attenzione da parte del pubblico. L'adozione di procedure, anche in materia di trasparenza e di metodi di comunicazione con i mercati finanziari, che per taluni aspetti sopravanzano quelle di stimate banche centrali, è passata inosservata o ha causato un sorprendente grado di controversia. Ad esempio, non è stato dovutamente apprezzato il fatto che, mentre molte banche centrali pubblicano un'approfondita analisi degli andamenti economici in bollettini a cadenza trimestrale, l'Eurosistema lo fa su base mensile. Analogamente, è stata prestata poca attenzione al fatto che, contrariamente alla Riserva federale e alla Banca del Giappone, l'Eurosistema ha pubblicamente adottato una definizione numerica della stabilità dei prezzi.

La comprensione da parte del pubblico della conduzione della politica dell'Eurosistema non è stata favorita dai commenti apparentemente contraddittori di singoli membri del Consiglio direttivo, nonché di rappresentanti politici, in merito ai livelli appropriati dei tassi d'interesse e di cambio. Se, da un lato, è desiderabile che coloro cui compete la fissazione dei tassi d'interesse esponano pubblicamente le proprie opinioni sulle condizioni dell'economia e sui meccanismi di trasmissione, dall'altro, è possibile che commenti erroneamente interpretati come indicativi di imminenti decisioni di politica monetaria abbiano aumentato, anziché diminuito, l'incertezza.

Nel corso dell'anno l'Eurosistema è stato oggetto di notevoli critiche per la sua decisione di non rendere pubblici i verbali dettagliati delle riunioni e delle votazioni del Consiglio direttivo. Sebbene vi sia ormai consenso sul fatto che la chiarezza è essenziale per l'efficacia della politica monetaria, esistono varie dimensioni della trasparenza. Mentre le banche centrali hanno promosso una maggiore chiarezza in merito a obiettivi, strumenti, procedure decisionali, decisioni e principali ragioni sottostanti, molte si astengono tuttora dal pubblicare i verbali e le dichiarazioni di voto. Uno dei motivi è la convinzione che taluni limiti alla trasparenza possano servire a mantenere la politica monetaria separata dal processo politico. Ciò può rinsaldare l'autonomia della banca centrale e ridurre il rischio di interferenza politica nell'azione di governo monetario. Un altro elemento cruciale per l'efficacia della politica monetaria è il sostegno dell'opinione pubblica. Il promuovere la consapevolezza che la politica monetaria è una funzione tecnica svolta in modo apolitico rende più agevole l'acquisizione di tale sostegno. Queste considerazioni potrebbero essere di particolare rilevanza per l'Eurosistema, che si trova a operare in un contesto politico eccezionalmente complesso, nel quale il rivelare le posizioni dei rappresentanti nazionali attraverso la pubblicazione dei verbali e delle votazioni potrebbe esporre questi ultimi alle pressioni dei gruppi di interesse nei rispettivi paesi.

Opinione pubblica più attenta

Necessità di una voce unica

Verbali delle riunioni e delle votazioni non resi pubblici ...

... in un contesto politico complesso



### *Pubblicazione di previsioni*

“Proprietà” delle previsioni

L'Eurosistema è stato anche criticato per il fatto di non pubblicare le previsioni interne di inflazione. Esso ha invero manifestato l'intenzione di adottare questa prassi, ma le modalità pratiche restano oggetto di dibattito tra le banche centrali sia all'interno che all'esterno dell'area dell'euro. Un problema che si pone riguarda la “proprietà” delle previsioni. Affinché le previsioni possano essere considerate rappresentative delle opinioni dei membri dell'organo decisionale è essenziale che questi ultimi siano attivamente coinvolti nella loro elaborazione. Per ragioni geografiche, ciò si rivela difficile nel caso dell'Eurosistema, dal momento che la maggior parte dei membri del Consiglio direttivo risiede nel proprio paese. Un'alternativa sarebbe che l'Eurosistema pubblichi proiezioni dello staff, sulle quali i responsabili delle politiche potrebbero basarsi o meno nello stabilire il livello dei tassi. In questo caso, la pubblicazione di previsioni non migliorerebbe necessariamente la trasparenza sulle determinanti del processo decisionale. Essa potrebbe essere parimenti problematica qualora influenzasse i processi economici in maniera indesiderata; ad esempio, le proiezioni di crescita salariale potrebbero essere prese come base per contrattazioni centralizzate.

Problemi di comunicazione

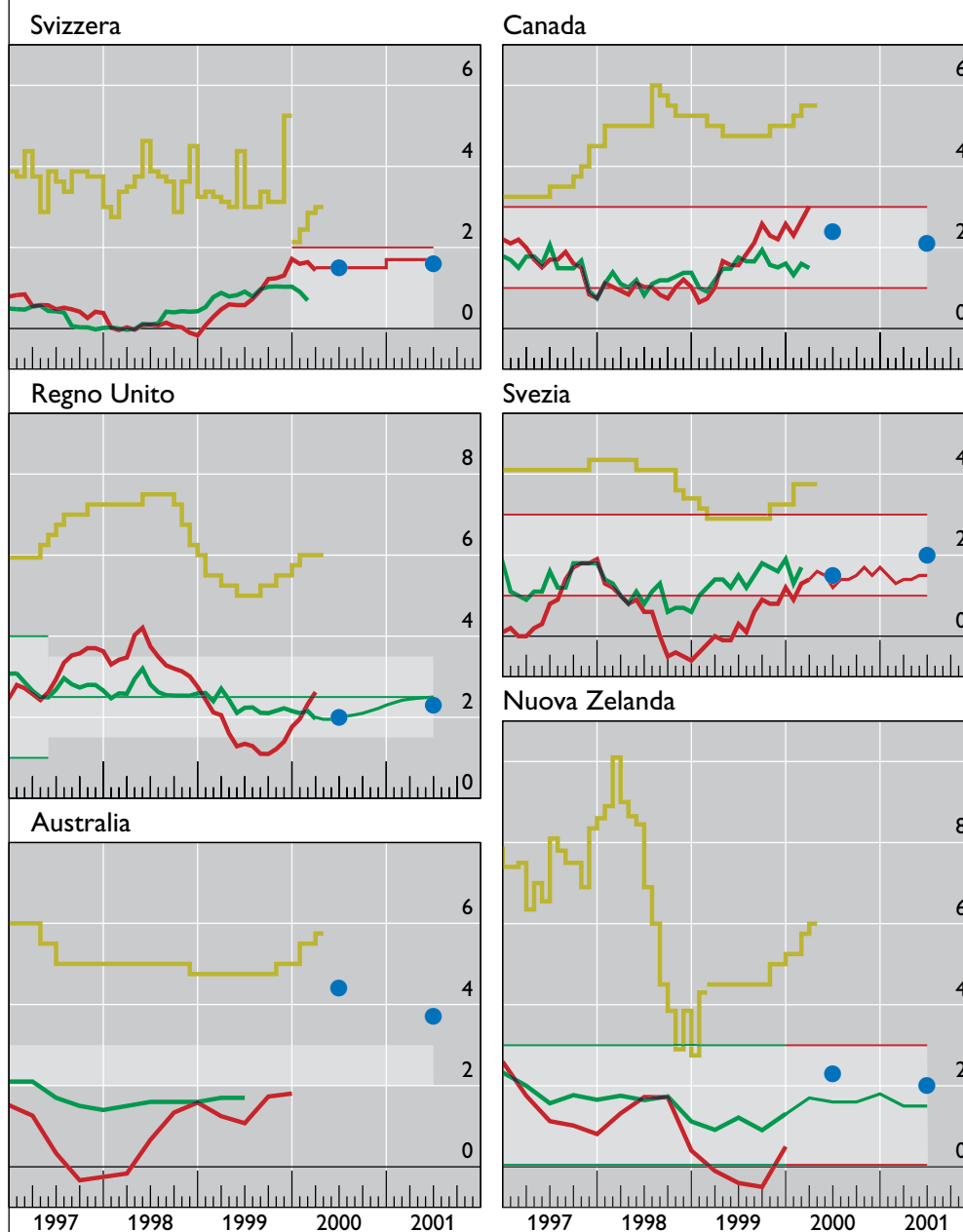
Un'altra questione riguarda il modo migliore di comunicare le previsioni al pubblico. L'essenza del problema è che le previsioni ipotizzano tipicamente tassi ufficiali costanti durante l'arco del periodo temporale considerato e possono pertanto prefigurare profili evolutivi indesiderabili per l'inflazione e il prodotto. Esse potrebbero costituire il fondamento di future manovre dei tassi d'interesse che influenzano le condizioni economiche, e ciò rischia di renderle intrinsecamente incoerenti. Le previsioni potrebbero essere basate sulle risposte endogene della politica monetaria, con la conseguenza che le previsioni stesse diventerebbero irrilevanti dal momento che esse sarebbero sempre in linea con l'obiettivo nell'orizzonte temporale entro il quale la banca centrale persegue le sue finalità. L'interesse del pubblico si sposterebbe perciò sulla sequenza di tassi ufficiali implicita nelle previsioni. Tuttavia, le banche centrali potrebbero non essere favorevoli alla pubblicazione di proiezioni sui futuri tassi d'interesse a breve, poiché ciò comporta il rischio che ogni scostamento dai livelli previsti, seppure causato da nuovi dati, possa essere considerato come uno stratagemma della banca centrale e pregiudicarne quindi la credibilità. Infine, le informazioni relative all'andamento atteso dei tassi d'interesse non sono necessariamente utili al pubblico se non viene specificato anzitutto il modo in cui i tassi a breve sono determinati. La conoscenza della funzione di reazione delle autorità monetarie è essenziale per stabilire le implicazioni che nuovi dati possono avere per gli strumenti della politica monetaria.

### **Paesi con obiettivi di inflazione espliciti**

Nella prima metà degli anni novanta diversi paesi industriali hanno adottato obiettivi di inflazione espliciti, tra questi Nuova Zelanda, Canada, Regno Unito, Svezia e Australia. Lo scorso anno la Svizzera ha adottato un'analogha strategia articolata per conseguire la stabilità dei prezzi centrata sulle previsioni di inflazione. La tendenza all'adozione di strategie basate su obiettivi di inflazione

## Inflazione e tassi ufficiali nei paesi con obiettivi di inflazione<sup>1</sup>

— inflazione IPC      — previsione della banca centrale       obiettivo  
— inflazione di base<sup>2</sup>      ● previsione del mercato<sup>3</sup>       tasso ufficiale<sup>4</sup>



Nota: la Svizzera non fissa un obiettivo di inflazione, ma persegue una strategia articolata di previsione dell'inflazione incentrata su un obiettivo numerico per la stabilità dei prezzi.

<sup>1</sup> Tassi d'inflazione misurati come variazione percentuale annua. Canada, Svezia, Australia (dall'ottobre 1998) e Nuova Zelanda (dal 2000) assumono come obiettivo l'inflazione IPC, mentre Regno Unito (e in precedenza anche Australia e Nuova Zelanda) l'inflazione di base. <sup>2</sup> Per Svizzera e Canada, IPC esclusi alimentari ed energetici (per Canada anche imposte indirette); per Regno Unito, indice dei prezzi al dettaglio esclusi interessi ipotecari; per Svezia, IPC esclusi imposte indirette, sussidi e interessi ipotecari; per Australia, IPC esclusi alimentari stagionali, petrolio, interessi ipotecari, tariffe pubbliche e altre componenti volatili (pubblicazione sospesa nel giugno 1999); per Nuova Zelanda, IPC esclusi servizi creditizi. <sup>3</sup> Della variazione annua dell'IPC o, per Regno Unito e Nuova Zelanda, dell'inflazione di base; sondaggi dell'aprile 2000. <sup>4</sup> Per Svizzera, Libor effettivo a tre mesi (fascia obiettivo fissata a 50 punti base al di sopra/al di sotto del Libor); prima del 2000, tasso sulle anticipazioni. Per Canada, limite superiore della fascia operativa; per Regno Unito e Svezia, tasso pct; per Australia, "cash rate"; per Nuova Zelanda, "cash rate" (prima del marzo 1999, "call rate").

Fonti: © Consensus Economics; statistiche nazionali.

Grafico IV.4

espliciti è evidente anche nelle economie emergenti; ne sono un esempio Brasile, Polonia, Repubblica Ceca e Sudafrica, paesi che recentemente hanno tutti annunciato obiettivi di questo tipo.

Nei paesi industriali con obiettivi di inflazione i tassi ufficiali sono in genere diminuiti nel 1998 e agli inizi del 1999, principalmente in risposta a un'inflazione che, in seguito al rallentamento della crescita mondiale e al netto calo dei prezzi delle materie prime, si stava portando verso il limite inferiore della fascia obiettivo. Tuttavia, con il procedere dell'anno, la crescita mondiale si è accelerata, i prezzi del petrolio sono fortemente saliti, i corsi delle altre materie prime si sono stabilizzati o sono leggermente aumentati, per cui in questi paesi la politica è stata conseguentemente inasprita.

Alla luce del notevole aumento della crescita della produttività rilevata negli Stati Uniti, una questione che si è posta nei paesi industriali con obiettivi di inflazione era se essi avrebbero presto conseguito risultati analoghi, riducendo così la necessità di innalzare i tassi ufficiali nella misura che appariva altrimenti opportuna. In effetti, in tutte queste economie il rapporto prezzo/utili ha raggiunto livelli record, coerenti con le attese di più elevati guadagni di produttività. Tuttavia, nonostante i diversi valori fatti registrare dalla crescita della produttività del lavoro nei singoli paesi in questione, nel complesso questi non hanno beneficiato di un protratto periodo di forti incrementi. Invero, i guadagni di produttività sono stati in genere appena di poco superiori alla media. L'aumento dell'intensità di capitale negli Stati Uniti, che può aver contribuito alla migliorata dinamica della produttività, è proceduto a ritmi assai più rapidi che altrove.

Nel periodo in esame la Banca del Canada ha innalzato tre volte il tasso ufficiale, dopo una serie di riduzioni concluse nel maggio 1999. Sebbene gli aumenti decisi nel novembre 1999 e agli inizi del 2000 abbiano fatto seguito a quelli degli Stati Uniti, è rimasto nei confronti di quest'ultimo paese un differenziale di tasso negativo. Ciò nonostante, il dollaro canadese è risultato stabile, grazie in parte ai più alti prezzi delle materie prime, che hanno consentito alla Banca del Canada di concentrarsi su altre fonti di inflazione. In particolare, si è ritenuto che l'economia avesse esaurito il margine di potenziale, come evidenziato da un'ampia serie di indicatori, tra cui la domanda interna e il tasso di disoccupazione. Coerentemente con questa valutazione, sono aumentate sia l'inflazione generale che quella di base, quest'ultima a poco meno del 2%, valore mediano della fascia obiettivo della Banca. Questa leggera recrudescenza dell'inflazione, combinata a una forte domanda e a potenziali spinte inflattive provenienti dagli Stati Uniti, ha indotto la Banca del Canada ad alzare i tassi.

Nel Regno Unito l'economia reale è rimasta debole nella prima parte del 1999 e l'inflazione di base si è mantenuta al disotto dell'obiettivo puntuale. Ciò ha dato motivo alla Banca d'Inghilterra di proseguire l'allentamento monetario fino a giugno. Tuttavia a settembre risultava evidente una netta svolta nell'economia. La crescita del prodotto ha superato la media di lungo periodo di circa il 2,5%, e la disoccupazione misurata è scesa ai livelli più bassi degli ultimi venti anni, a indicazione di crescenti sollecitazioni sul potenziale dell'economia. La sterlina si è tuttavia gradualmente apprezzata nel corso dell'anno, alleviando in certa misura le spinte attraverso i più bassi prezzi all'importazione. Nel complesso

Diffuso  
inasprimento  
monetario

Importanti guadagni  
di produttività  
ancora da realizzare

Canada

Regno Unito

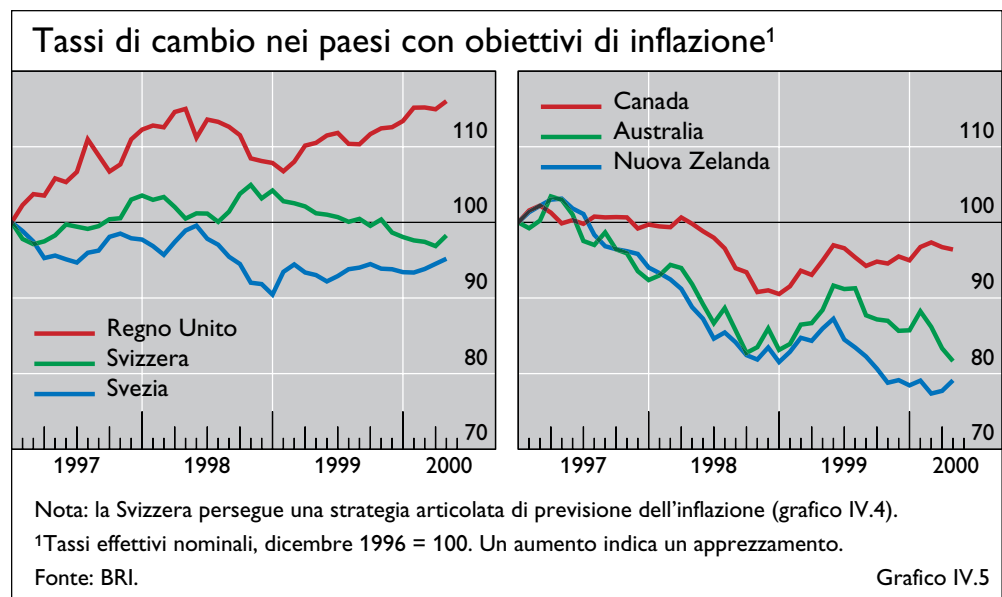
l'inflazione di base è stata inferiore all'obiettivo del 2,5% ma, nella tarda estate, la Banca prevedeva che essa sarebbe salita nel 2000 e nel 2001. Queste considerazioni hanno motivato un riorientamento della politica monetaria nel settembre 1999, con successivi, graduali aumenti del tasso pct fino al 6%. Sulla base di questi più elevati tassi, per l'inflazione veniva previsto un progressivo ritorno al livello di obiettivo entro il 2001.

Un'ulteriore spiegazione degli aumenti del tasso pct potrebbe essere stata la preoccupazione in seno al Comitato di politica monetaria circa i prezzi delle attività. I rapporti prezzo/dividendo hanno raggiunto massimi storici e le quotazioni degli immobili sono fortemente salite per tutto il 1999. Ad esempio, la Halifax housing survey indicava che nella tarda estate i prezzi stavano già crescendo a un tasso annuo di quasi il 10%. Contrariamente agli Stati Uniti, i responsabili delle politiche nel Regno Unito non potevano contare su crescenti indicazioni di inattesi guadagni di produttività in grado di mitigare le future pressioni inflazionistiche.

I due principali fattori di incertezza nelle prospettive inflazionistiche del Regno Unito sono stati la probabile direzione dei futuri movimenti del cambio e i possibili aumenti del grado di concorrenza interna. Le previsioni che assumevano un'evoluzione del cambio in armonia con i differenziali di tasso d'interesse hanno indotto a pronosticare che dopo due anni l'inflazione sarebbe stata superiore di oltre 1/2 punto percentuale alle previsioni basate su un tasso di cambio invariato (modello di "random walk"). Sebbene entrambi i modelli previsivi abbiano una propria giustificazione, nessuno dei due è molto affidabile. Una seconda causa di incertezza riguardava la possibilità che le imprese avessero di recente sperimentato un marcato aumento del grado della concorrenza interna. In tal caso, l'economia poteva aver beneficiato di una riduzione una tantum delle spinte inflazionistiche.

Anche in Svezia l'inflazione è accelerata nell'ultima parte del 1999, provocando un aumento del tasso pct, la prima correzione intervenuta dopo la serie di riduzioni terminata nel marzo 1999. Le proiezioni per il 2001 davano

Svezia



un'inflazione in crescita al disopra dell'obiettivo del 2%, a causa di una forte domanda interna e di più elevati prezzi delle importazioni. Malgrado gli aumenti del tasso pct e un cambio stabile, il più rapido sviluppo dell'economia mondiale ha indotto a rivedere verso l'alto le prospettive di crescita interna, per la quale ci si attendeva il superamento del prodotto potenziale nel corso del prossimo anno.

Australia

Il dollaro australiano e il dollaro neozelandese sono rimasti relativamente stabili nel 1999, contrariamente all'anno precedente quando un calo dei prezzi delle materie prime aveva provocato un netto deprezzamento di entrambe le valute. Le autorità monetarie dei due paesi hanno pertanto rivolto la loro attenzione primariamente ad altri fattori agenti sull'inflazione, il cui effetto non è stato peraltro giudicato preoccupante per gran parte del periodo. Nondimeno, la Reserve Bank di Australia ha ritenuto necessario aumentare i tassi nel novembre 1999 e nuovamente agli inizi del 2000. I motivi di tali rialzi sono stati analoghi a quelli considerati in Canada, Regno Unito e Svezia: una domanda interna inaspettatamente alta e una inattesa crescita mondiale. Il forte aumento della domanda interna è stato alimentato in parte dagli effetti di ricchezza derivanti in particolare dal notevole rincaro dei prezzi delle abitazioni in Australia. Di conseguenza, si prevedeva che l'inflazione dei prezzi al consumo si sarebbe collocata nella parte superiore della fascia obiettivo entro la metà del 2000.

Nuova Zelanda

La Reserve Bank della Nuova Zelanda ha lasciato immutato il "cash rate" ufficiale per gran parte del 1999. La politica monetaria veniva ritenuta coerente con le previsioni di un mantenimento dell'inflazione entro l'obiettivo, anche consentendo una crescita della domanda di circa il 3%, che avrebbe fatto convergere il prodotto verso il potenziale. In novembre la banca centrale ha innalzato i tassi di  $\frac{1}{2}$  punto percentuale in risposta alla robusta crescita nella seconda metà dell'anno e a un dollaro in deprezzamento che aveva leggermente allentato le condizioni monetarie. Agli inizi del 2000 permanevano segni di un principio di surriscaldamento dell'economia che hanno indotto a ulteriori rialzi dei tassi.

Fermo restando che l'obiettivo primario di un regime di "targeting" dell'inflazione è un livello di inflazione basso e stabile, esso non esclude la stabilizzazione a breve di altre grandezze economiche. Infatti, nel dicembre 1999 il Tesoro e la banca centrale neozelandesi hanno sottoscritto un nuovo accordo che esplicita formalmente gli obiettivi sussidiari tesi a evitare inopportune fluttuazioni a breve del prodotto, dei tassi d'interesse e del cambio, peraltro in modo tale da evitare che essi confliggano con la ben consolidata strategia basata su un obiettivo di inflazione a più lungo termine. In linea di massima, il nuovo accordo tende a spostare il peso relativo della stabilizzazione a breve dall'inflazione verso le suddette variabili. È tuttavia difficile stabilire quale sarà l'impatto diretto di questo cambiamento sulle modalità pratiche di conduzione della politica monetaria, poiché vi è motivo di ritenere che la banca centrale abbia già cercato in passato di evitare oscillazioni "indebitamente" ampie di queste variabili.

Nuova strategia  
in Svizzera

La Banca nazionale svizzera ha annunciato nel corso dell'anno l'adozione di una nuova strategia incentrata sulle proprie previsioni di inflazione. In base a questo nuovo approccio, le proiezioni inflazionistiche per i successivi tre anni

sono pubblicate alla fine di ciascun anno, e la politica monetaria viene adeguata in conformità. La conduzione della politica monetaria della Banca si è basata tradizionalmente sull'impiego di obiettivi intermedi, mentre con il nuovo sistema le decisioni sono formalmente condizionate da un'ampia gamma di indicatori di inflazione. Un elemento che non è ancora chiaro concerne la risposta della politica monetaria ai movimenti del franco nei confronti dell'euro. È degno di nota il fatto che, mentre il franco aveva registrato significativi apprezzamenti e deprezzamenti nei precedenti anni novanta, nel 1999 le sue fluttuazioni si sono mantenute entro un margine ristretto (Capitolo V).

La nuova strategia è stata integrata da una definizione esplicita della stabilità dei prezzi come inflazione dell'IPC inferiore al 2%. La definizione è paragonabile all'interpretazione di stabilità dei prezzi dell'Eurosistema e il livello simile a quello dei paesi che hanno adottato obiettivi di inflazione espliciti. La Banca nazionale svizzera ha inoltre modificato le modalità di attuazione della politica monetaria al fine di aumentare la trasparenza delle sue operazioni. In luogo del tasso di crescita della base monetaria, il suo principale strumento è costituito da una fascia obiettivo per il Libor a tre mesi sul franco svizzero.

Definizione della  
stabilità dei prezzi

## Politica monetaria e incertezza

L'incertezza è immanente alla realtà economica, e le banche centrali hanno sottolineato in misura crescente i vincoli che essa pone nell'impostazione e nella conduzione della politica monetaria. Al tempo stesso, esse si sono rese conto dell'importanza di distinguere tra le differenti fonti di incertezza.

Maggiore enfasi  
sull'incertezza

### *Fonti di incertezza*

L'incertezza origina da una pluralità di fonti. La più evidente è quella che riguarda la struttura dell'economia. Ad esempio, lo scorso anno vi è stato un notevole grado di incertezza circa la capacità della Banca del Giappone di influenzare i tassi d'interesse oltre il segmento a breve della curva dei rendimenti. Ma quand'anche vi sia un ampio consenso sulla struttura dell'economia, possono sussistere considerevoli dubbi sull'esatta valenza quantitativa delle singole relazioni. In economie relativamente chiuse come quelle degli Stati Uniti o dell'area dell'euro, ad esempio, la valutazione del margine di sottoimpiego presente nell'economia e del modo in cui esso agisce sull'inflazione è un elemento cruciale nella formulazione della politica monetaria. Ciò nonostante, le stime di questa relazione, comunemente nota come curva di Phillips, sono di norma imprecise e tendono a variare nel tempo.

Incetezza  
concernente la  
struttura  
dell'economia ...

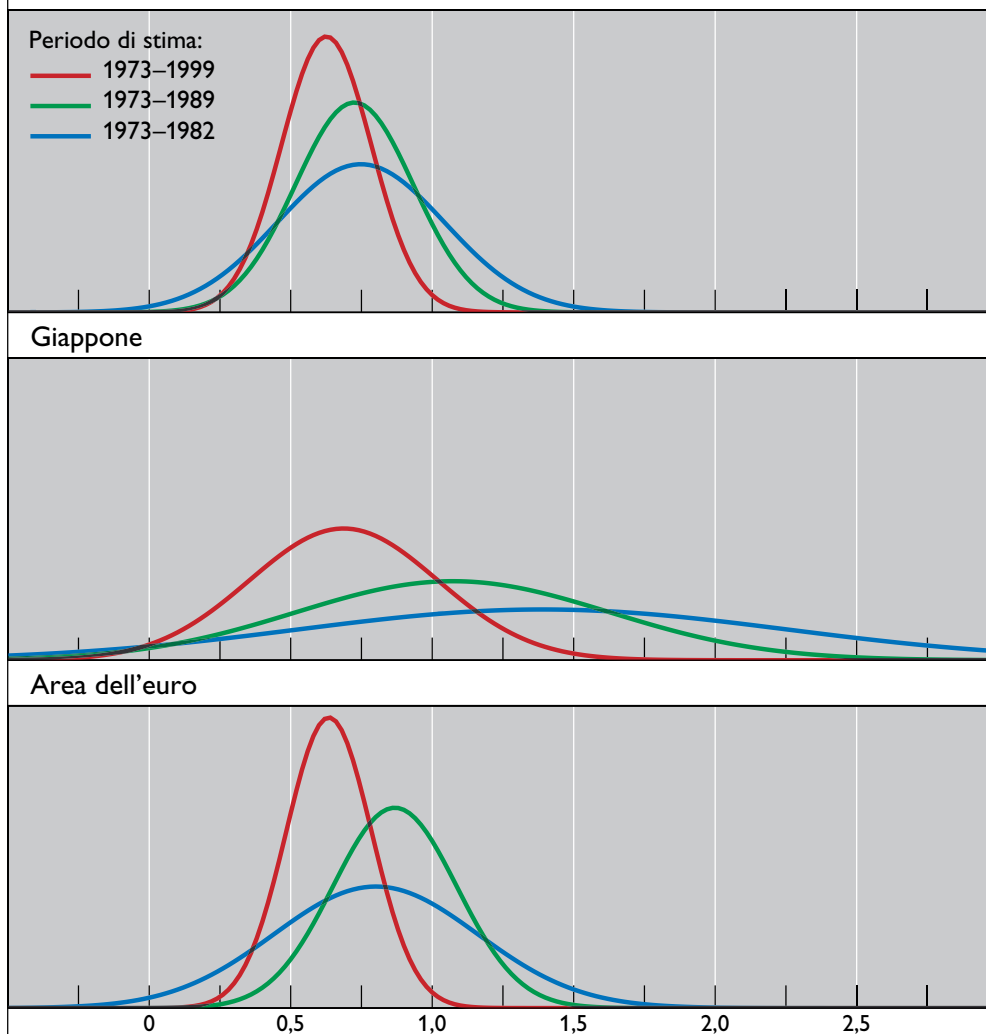
... le stime dei  
parametri ...

Il grafico IV.6 mostra la distribuzione delle probabilità stimate per l'impatto dell'output gap sull'inflazione, impiegando dati relativi a Stati Uniti e Giappone e dati sintetici per l'area dell'euro. Sebbene il grafico non tenga conto dell'importante questione delle modalità di stima dell'output gap e vada perciò considerato come meramente illustrativo, nondimeno esso fornisce un quadro della problematica. In particolare, la dispersione delle distribuzioni implica che l'impatto dell'output gap sull'inflazione è incerto. Ad esempio, mentre in tutti e tre i casi un PIL superiore dell'1% al potenziale è associato a un aumento dell'inflazione di circa 0,6 punti percentuali (si veda anche il Capitolo II), le stime

## Distribuzione delle stime dell'inclinazione della curva di Phillips

### Stati Uniti

Periodo di stima:  
 — 1973–1999  
 — 1973–1989  
 — 1973–1982



Nota: il grafico mostra le approssimazioni normali della distribuzione degli stimatori del coefficiente angolare  $\beta$  in regressioni espresse come  $\Delta\pi = \beta \text{Gap} + \varepsilon$ , dove  $\pi$  è il tasso d'inflazione (IPC),  $\text{Gap}$  è l'output gap ed  $\varepsilon$  è un termine di errore. Tutti i dati sono su base annua.

Fonti: OCSE; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Grafico IV.6

per gli Stati Uniti e per l'area dell'euro indicano che l'impatto può variare tra 0,25 e 1 punto percentuale. In Giappone l'impatto è ancora più incerto: potrebbe essere trascurabile o considerevolmente superiore a quello nelle altre due economie. Inoltre, il fatto che il picco della distribuzione si sposti mano a mano che si considerano periodi di tempo più lunghi fa ritenere che la relazione economica evolva nel tempo in modi forse imprevedibili.

L'incertezza deriva anche dal fatto che molte importanti variabili macroeconomiche non sono osservabili, e ciò vale in particolare per le aspettative. Queste ultime, nondimeno, svolgono un ruolo cruciale nella formazione dei prezzi delle attività finanziarie, tra cui i tassi di cambio e i rendimenti obbligazionari, nonché dei beni e servizi. Questa non osservabilità rende difficile stabilire le cause dei movimenti dei prezzi delle attività e, più in generale, l'influsso della manovra monetaria sulle variabili economiche di rilevanza.

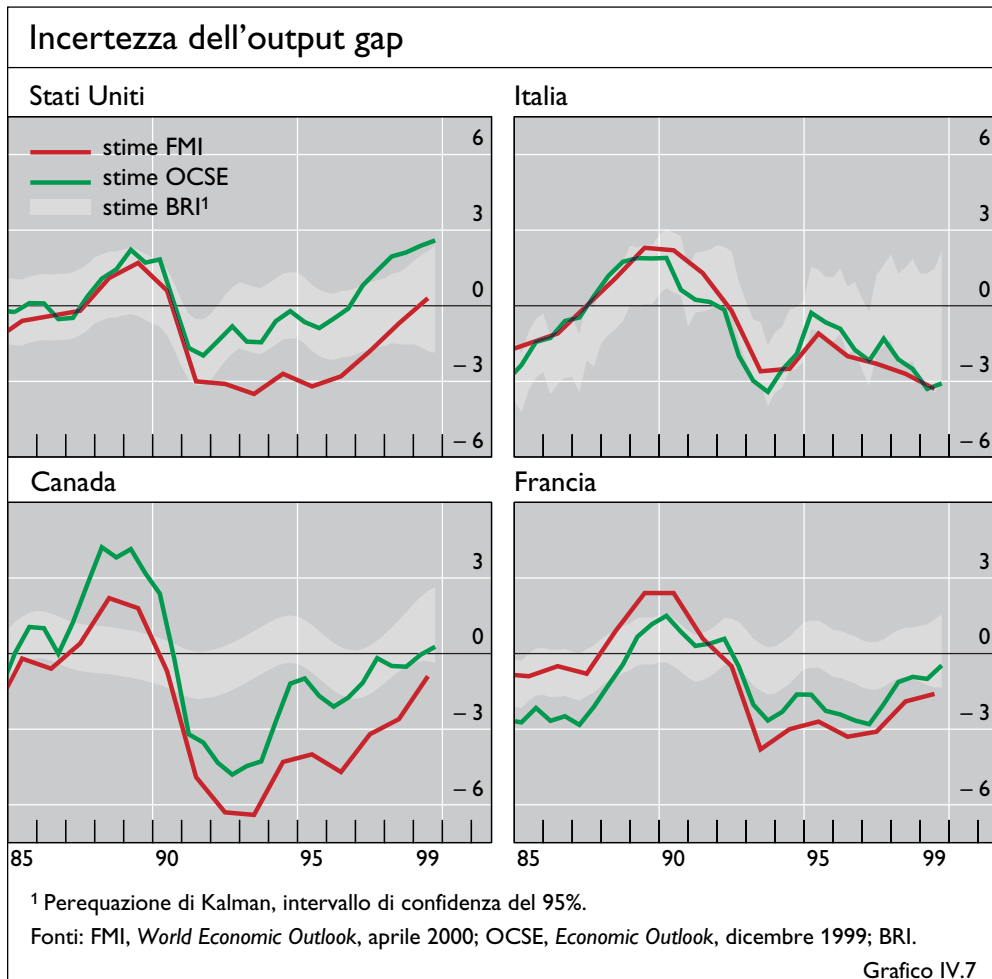
... le grandezze  
non osservabili ...

Un ulteriore esempio delle difficoltà che i responsabili delle politiche incontrano in connessione con le serie economiche non osservabili è fornito dal raffronto delle stime dell'output gap. A questa variabile, che pure non è direttamente misurabile, si assegna comunemente un ruolo importante nella valutazione delle spinte inflazionistiche. Il grafico IV.7 mostra tre stime dell'output gap per quattro paesi. Si possono osservare talora ampie discrepanze fra le varie stime. Il fatto che un intervallo di confidenza del 95% intorno a una stima spesso non include stime puntuali alternative è un'ulteriore riprova del grado di incertezza.

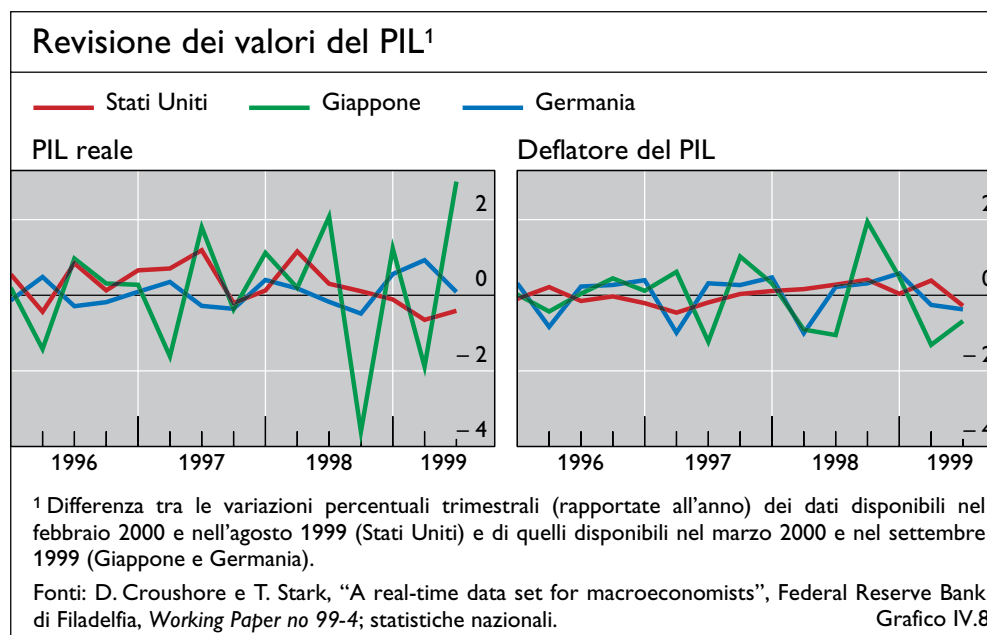
Un altro fattore di incertezza è rappresentato dai dati. Dopo una prima diffusione, molte serie storiche vengono riviste, spesso più di una volta, alla luce di nuovi dati pervenuti, di cambiamenti nei fattori di aggiustamento stagionale e di ridefinizione delle variabili. La recente adozione in molti paesi di nuove metodologie di contabilità nazionale ha condotto in alcuni casi a sostanziali modifiche nel valore del PIL reale e delle sue componenti.

... e i dati

Per illustrare l'entità delle revisioni dei dati con cui sono confrontati i responsabili delle politiche, il grafico IV.8 mostra le differenze tra le osservazioni del PIL disponibili in un determinato momento recente e quelle per gli stessi dati storici disponibili sei mesi prima. Come si può vedere, i valori riportati per la crescita trimestrale del PIL reale sono cambiati anche di 3,6 punti percentuali







(tasso annualizzato) in questo breve lasso di tempo. Negli esempi considerati, i dati del PIL reale riferiti al Giappone hanno subito le revisioni maggiori, ma queste sono state rilevanti anche per Stati Uniti e Germania. Correzioni del PIL di questa ampiezza possono rendere difficoltoso, ad esempio, l'impiego di stime recenti dell'output gap come base per le decisioni di politica economica.

#### *Implicazioni per la comunicazione di decisioni ufficiali*

Negli ultimi anni le banche centrali hanno dato più enfasi all'incertezza nella formulazione della politica. Nel fissare i propri obiettivi esse hanno tenuto maggiormente conto dei vincoli derivanti da questo fattore. Definendo la stabilità dei prezzi come un'inflazione inferiore al 2%, l'Eurosistema, ad esempio, ha riconosciuto esplicitamente l'incertezza che deriva da errori di misurazione dell'IAPC. Inoltre, molte banche centrali con obiettivi di inflazione espliciti li esprimono in termini di fascia, e possono assumere come parametro una misura dell'inflazione di base meno soggetta a movimenti imprevedibili. Similmente, nel rendere pubbliche le proprie vedute circa le prospettive dell'economia, alcune banche centrali hanno iniziato a pubblicare stime di distribuzione delle probabilità per l'inflazione attesa e il PIL reale. Dando minore rilievo alle previsioni puntuali, o addirittura astenendosi dal fornirle, il grado di incertezza può essere comunicato al pubblico. Inoltre, alcune istituzioni hanno deciso di pubblicare i verbali delle riunioni, nonostante i problemi citati in precedenza, perché ciò può servire a illustrare le difficoltà che i responsabili delle politiche incontrano nell'interpretare le condizioni economiche correnti e le prospettive a breve termine.

Diversi fattori hanno contribuito a questa maggiore attenzione per le implicazioni dell'incertezza nelle comunicazioni al pubblico su questioni di politica monetaria. Uno di essi è la maggiore enfasi posta sulla trasparenza e sulla responsabilità delle banche centrali. Quanto più trasparente è la conduzione della politica monetaria, tanto maggiore è la necessità che le banche centrali

Fasce obiettivo ...

... e previsioni

Enfasi sulla  
trasparenza ...

diano atto dei limiti cui sono soggette, poiché altrimenti esse potrebbero essere esposte a critiche ingiustificate che ne danneggerebbero la credibilità. Data la prassi sempre più diffusa di definire in termini numerici la stabilità dei prezzi e di adottare questa come obiettivo preminente, è essenziale che le banche centrali siano in grado di spiegare le ragioni di un mancato conseguimento di questo obiettivo. In secondo luogo, con l'abbandono di obiettivi intermedi quali gli aggregati monetari e il tasso di cambio, la politica monetaria ha assunto un'impostazione di più ampio respiro e con un orizzonte temporale più esteso, nella quale le previsioni svolgono un ruolo centrale. Poiché le previsioni sono di per sé imprecise, con rischi di errore spesso asimmetrici, è naturale che l'incertezza sia divenuta un tema preminente, sia nel dibattito di politica economica sia nella comunicazione al pubblico. In terzo luogo, come è evidenziato dagli esempi riportati più sopra, esiste una considerevole incertezza su molti aspetti di relazioni economiche fondamentali quali la curva di Phillips. Di fatto, le misure che emergono da tali esempi sottovalutano la reale portata dell'incertezza cui sono confrontati i responsabili delle politiche, in quanto esse presumono che la struttura dell'economia sia stabile. I cambiamenti strutturali dovuti, ad esempio, alla liberalizzazione finanziaria o alle innovazioni nel settore a tecnologia avanzata che accrescono la produttività, contribuiscono ad aumentare ulteriormente il grado di incertezza. Infine, date le notevoli incertezze concernenti il livello appropriato dei prezzi delle attività, la risposta di questi ultimi ai movimenti dei tassi d'interesse e ad altre misure di politica monetaria, nonché il loro potenziale impatto sulle condizioni generali dell'economia, negli ultimi anni il grado di imprevedibilità con il quale le banche centrali devono misurarsi è senza dubbio cresciuto.

... accresciuta  
importanza delle  
previsioni ...

... cambiamenti  
strutturali ...

... e ruolo dei  
prezzi delle attività

## V. Gli andamenti nei mercati dei cambi

### Aspetti salienti

Il vigore dello yen, la debolezza dell'euro e la posizione intermedia del dollaro USA hanno contraddistinto i maggiori mercati valutari nel 1999 e nei primi mesi del 2000. Sui movimenti dei cambi principali sembra aver influito soprattutto l'interazione fra le posizioni cicliche relative attuali e prospettive, oltre a fattori tecnici e ai flussi per investimenti diretti esteri (IDE) e di portafoglio. Anche le valutazioni degli operatori a riguardo dei cambiamenti nelle caratteristiche strutturali di fondo delle tre economie maggiori possono avere svolto un certo ruolo. Dopo i periodi di turbolenza registrati nel 1997, nel 1998 e agli inizi del 1999, i mercati valutari delle economie emergenti sono tornati a condizioni di maggiore calma. I listini azionari locali hanno seguito da vicino quelli statunitensi e il rapporto di cambio fra la valuta nazionale e il dollaro.

Negli ultimi due anni i mercati dei cambi hanno subito notevoli mutamenti strutturali, quali l'introduzione dell'euro, la tendenza alla concentrazione degli operatori e il crescente ruolo dell'intermediazione elettronica. Sebbene tali cambiamenti siano stati accompagnati anche da un generale calo delle contrattazioni, è troppo presto per valutarne gli effetti sul profilo d'insieme della volatilità dei cambi.

Tendenzialmente in flessione nei primi nove mesi del 1999, l'oro ha invece registrato un'impennata a fine settembre a seguito di un accordo che ne limitava le vendite ufficiali per i cinque anni successivi. Anche se in taluni casi le notizie relative a vendite di riserve auree ufficiali paiono aver influito sulle quotazioni del metallo, tale correlazione non è stata per nulla sistematica.

### Dollaro, yen ed euro

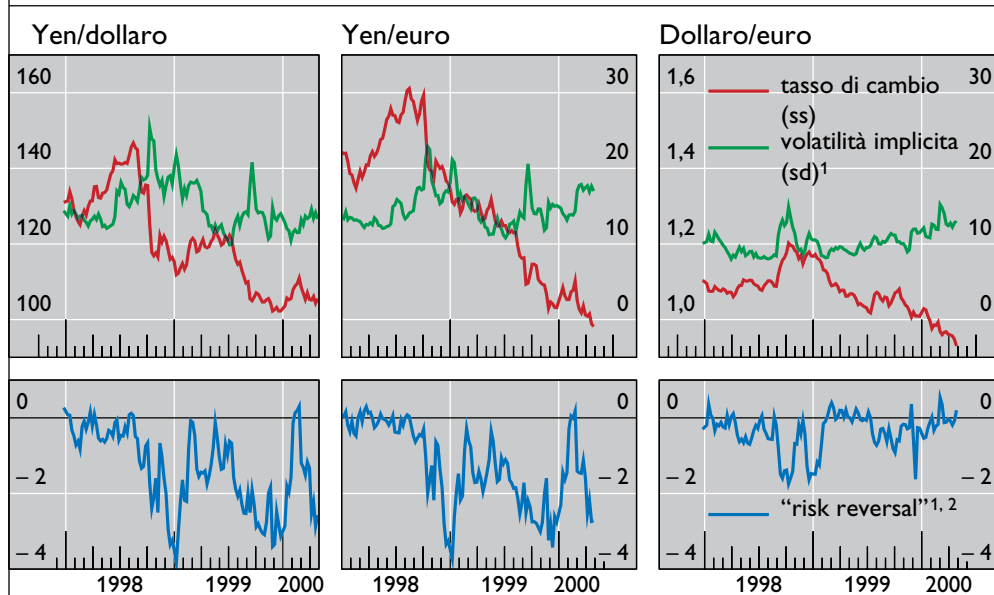
Nel 1999 e nei primi mesi del 2000 i movimenti delle principali valute hanno risentito degli effetti di fattori ciclici (con le connesse attese di correzioni della politica monetaria negli Stati Uniti, in Giappone e nell'area dell'euro), nonché di elementi tecnici e dei flussi di IDE e di investimenti di portafoglio. Sul cambio dell'euro sembra aver altresì agito l'atteggiamento negativo del mercato, ascrivibile alle valutazioni sul ritardo degli adeguamenti strutturali nell'Europa continentale.

#### *Andamenti principali e prospettive a lungo termine*

Ampie oscillazioni  
dei cambi

Durante il periodo in esame i principali cambi hanno evidenziato cospicue oscillazioni (grafico V.1). Nei primi sei mesi del 1999 il dollaro ha guadagnato circa il 14% rispetto allo yen (da ¥109 a 124) e all'euro (da \$1,18 a 1,03). Nel secondo semestre è stata invece la valuta giapponese ad apprezzarsi notevolmente, arrivando a fine anno a ¥102,30 per dollaro e a ¥102,70 per euro.

## Tassi di cambio, volatilità implicite e “risk reversals” di dollaro, yen ed euro



Nota: il tasso di cambio dell'euro prima del 1999 è calcolato come media ponderata con l'interscambio dei tassi bilaterali delle monete costituenti e raggugliato al tasso di cambio dell'ecu al 31 dicembre 1998.

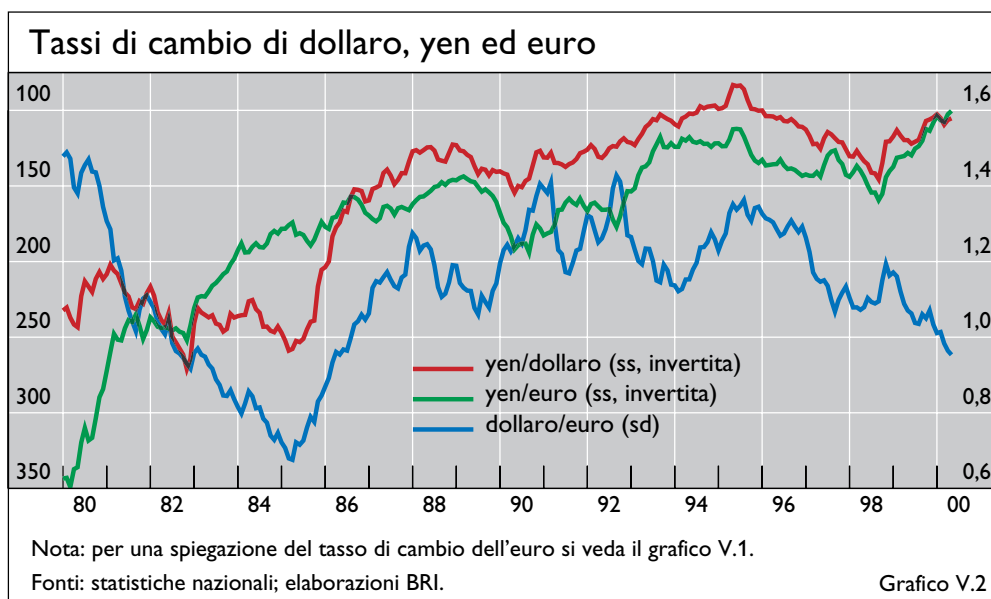
<sup>1</sup> A un mese, in percentuale. <sup>2</sup> Un valore positivo nei riquadri di sinistra e di destra indica un'asimmetria delle aspettative verso un rafforzamento del dollaro e nel riquadro centrale verso un rafforzamento dell'euro.

Fonti: BCE; Reuters; elaborazioni BRI.

Grafico V.1

La moneta unica europea, che aveva segnato un certo recupero rispetto a quella statunitense fra giugno e settembre, è tornata a perdere terreno nell'ultimo trimestre del 1999. Nei primi quattro mesi del 2000 la tendenza ascendente dello yen si è fatta più moderata, mentre l'euro è sceso notevolmente al disotto della parità con il dollaro. La debolezza della moneta unica europea nel corso dell'intero periodo ha smentito le precedenti attese generali di un suo apprezzamento tendenziale. Inoltre, i “risk reversals” attestano che anche per gran parte del 1999 gli operatori in opzioni sono stati disposti a pagare di più per un'esposizione a (o una protezione da) un euro marcatamente rafforzato che a uno fortemente indebolito nei confronti del dollaro (grafico V.1, riquadro inferiore).

Dai minimi del 1998 ai massimi del primo scorcio del 2000, lo yen ha guadagnato quasi il 45% sul dollaro e il 65% sull'euro. Sebbene notevole, l'ampiezza di queste oscillazioni dei cambi principali non è tuttavia senza precedenti. Ai livelli toccati nei primi mesi del 2000 la valuta giapponese appariva molto forte secondo i parametri storici, avendo raggiunto sul dollaro quotazioni superate soltanto nel 1995. Inoltre, se si considera un euro “sintetico” di riferimento, la divisa nipponica ha segnato un massimo nei confronti di questa moneta (grafico V.2). Rispetto allo stesso riferimento, nel marzo 2000 l'euro è stato scambiato contro il dollaro al livello più basso degli ultimi tredici anni, pur restando ben al disopra del minimo storico toccato alla metà degli anni ottanta. L'andamento intermedio del dollaro – che si indeboliva nei confronti dello yen e guadagnava terreno rispetto alla principale moneta



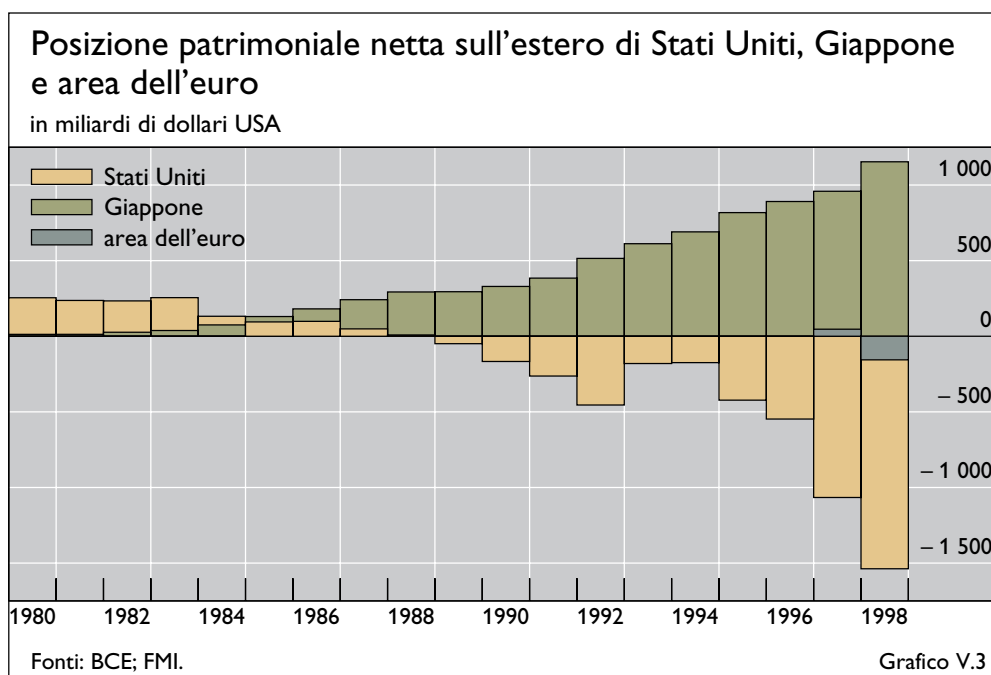
europea – trova il suo ultimo precedente nell'estate 1997, quando la divisa asiatica si era apprezzata sensibilmente su quella statunitense e ancor più sul marco per il mutare delle aspettative (risultate poi erronee) circa una futura ripresa dell'economia nipponica.

Prospettive a breve ...

Dal punto di vista della redistribuzione della domanda aggregata mondiale dall'economia statunitense in forte crescita verso altre con una domanda insufficiente, il continuo apprezzamento del dollaro sull'euro e, nei primi sei mesi del 1999, sullo yen era desiderabile per l'economia mondiale. Per contro, l'ascesa della moneta nipponica a partire dal giugno 1999 ha verosimilmente limitato la domanda di prodotti giapponesi in un momento in cui l'economia non mostrava ancora segni di una crescita in grado di autosostenersi.

... e a lungo termine

In una prospettiva di più lungo periodo, l'ampliamento del disavanzo corrente e l'accumulo delle passività esterne degli Stati Uniti (grafico V.3) hanno sollevato



Riserve valutarie ufficiali					
	1996	1997	1998	1999	Consistenze a fine 1999
in miliardi di dollari USA					
	Variazioni a tassi di cambio correnti				
Totale	172,3	62,4	58,4	127,5	1 746,0
Paesi industriali	69,6	-12,0	-10,5	46,1	704,7
Asia <sup>1</sup>	64,4	8,5	62,2	79,1	642,0
America latina <sup>2</sup>	18,4	16,5	- 8,4	- 8,0	124,7
Europa orientale <sup>3</sup>	-2,6	4,9	5,1	0,8	74,3
Altri paesi	22,5	44,5	9,9	9,4	200,3
	Variazioni a tassi di cambio costanti <sup>4</sup>				
Totale	200,3	121,2	21,0	159,4	1 746,0
Riserve in dollari	161,7	87,6	40,2	191,1	1 358,9
Riserve non in dollari	38,7	33,7	-19,2	-31,7	387,1

Nota: i flussi calcolati per il 1999 non comprendono la riduzione delle riserve dovuta alla scomparsa delle disponibilità nelle valute costituenti l'euro dalle riserve degli Stati partecipanti alla UEM.

<sup>1</sup> Cina, Corea, Filippine, Hong Kong, India, Indonesia, Malaysia, Singapore, Taiwan e Thailandia. <sup>2</sup> Argentina, Brasile, Cile, Colombia, Messico e Venezuela. <sup>3</sup> Bulgaria, Croazia, Estonia, Lettonia, Lituania, Polonia, Repubblica Ceca, Repubblica Slovacca, Romania, Russia, Slovenia e Ungheria. <sup>4</sup> Parzialmente stimate; valutate a tassi di cambio di fine anno.

Fonti: FMI; statistiche nazionali; BRL. Tabella V.1

interrogativi circa la sostenibilità dei cambi correnti. Valutare l'adeguatezza di questi ultimi nel più lungo periodo risulta generalmente difficile in assenza di stime accurate dei tassi di cambio di equilibrio fondamentale (TCEF). In termini di cambio effettivo reale, nel 1999 il dollaro e lo yen hanno superato rispettivamente dell'11% e del 4% le relative medie dell'ultimo decennio, mentre l'euro è apparso attestarsi a livelli inferiori di circa il 4% alla media degli anni novanta.

Le stime del TCEF, che mirano a individuare il cambio reale compatibile con un rapporto stabile fra debito esterno e prodotto nel lungo periodo, possono differire considerevolmente e pertanto forniscono solo indicazioni estremamente incerte. Secondo tali stime, nell'aprile 2000 il rapporto yen/dollaro era vicino al suo livello di equilibrio di lungo periodo, mentre quello della moneta USA rispetto all'euro appariva notevolmente sopravvalutato. Quest'ultima risultanza va tuttavia precisata: i redditi netti sull'estero degli USA sono diventati negativi soltanto negli ultimi anni e sono ancora estremamente contenuti rispetto al PIL, poiché i rendimenti sulle attività esterne degli Stati Uniti sono tradizionalmente più elevati di quelli sugli investimenti esteri nel paese.

Gli investitori privati e ufficiali sono ancora apparsi più che disposti a finanziare il disavanzo corrente statunitense, salito a \$339 miliardi nel 1999. Le riserve valutarie ufficiali detenute in dollari hanno registrato una forte crescita, soprattutto in Asia (tabella V.1). Lo stesso è avvenuto per gli afflussi di investimenti privati negli Stati Uniti (Capitolo II); in particolare, gli IDE hanno raggiunto un valore equivalente a circa il 40% del disavanzo corrente USA, riducendo la dipendenza complessiva del paese dagli investimenti di portafoglio. Tuttavia, il deciso incremento dei fondi internazionali affluiti nei mercati azionari

statunitensi ha destato timori circa gli effetti di eventuali tensioni in tali mercati sul finanziamento futuro del disavanzo esterno (si veda oltre).

#### Determinanti dei movimenti valutari

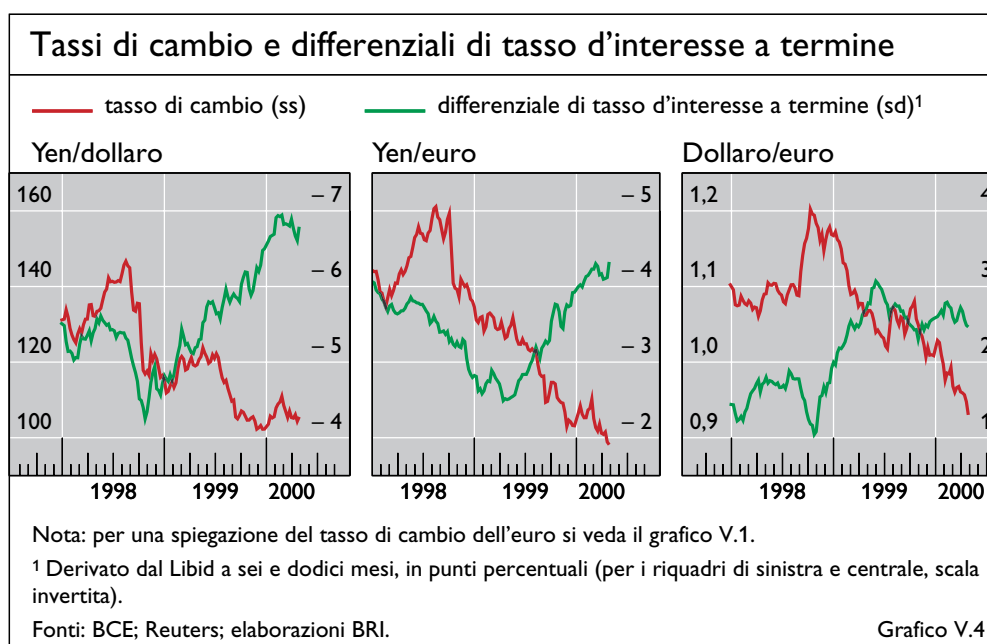
Il vigore del dollaro rispetto all'euro e il suo apprezzamento nei confronti dello yen nel primo semestre 1999 sono stati in linea con la forza dell'economia statunitense rispetto alla dinamica più lenta delle altre aree. Inoltre, il susseguirsi di notizie inaspettatamente positive sulla crescita degli Stati Uniti nel 1999, a fronte di segnali più contrastanti nell'area dell'euro e in Giappone, ha determinato un ampliamento dei differenziali di tasso d'interesse a breve a favore del dollaro (grafico V.4).

Il deciso apprezzamento dello yen dopo il giugno 1999 è in certa misura riconducibile all'assottigliarsi dei differenziali attesi di crescita fra Stati Uniti e Giappone (grafico V.5). Per contro, la moneta unica europea ha continuato a indebolirsi nell'ultima parte del 1999 nonostante aspettative invariate sull'andamento relativo dell'economia nell'area dell'euro e negli Stati Uniti. È altresì vero che, soprattutto nella seconda metà dell'anno, l'euro non è parso reagire in modo sistematico ai segnali macroeconomici positivi. Ciò è parzialmente ascrivibile al persistente ed eccessivo peso tradizionalmente attribuito dagli operatori in cambi e dai gestori di portafogli alle dinamiche dell'economia tedesca. Ad esempio, il 28 gennaio 2000 la moneta unica europea ha perso svariati centesimi scendendo al disotto della parità con il dollaro malgrado la concomitante pubblicazione di dati macroeconomici positivi in altri paesi dell'area dell'euro. Inoltre, fra gennaio e marzo dell'anno in corso essa si è indebolita ulteriormente pur in presenza di un restringimento dei differenziali di tasso a termine fra l'area dell'euro e gli Stati Uniti.

Anche i fattori tecnici possono contribuire a spiegare l'andamento dei tre cambi principali nel periodo sotto rassegna. La liquidazione delle operazioni di "yen carry", probabilmente a opera di hedge funds, allorché lo yen si è mosso

Mutano le valutazioni sul ciclo

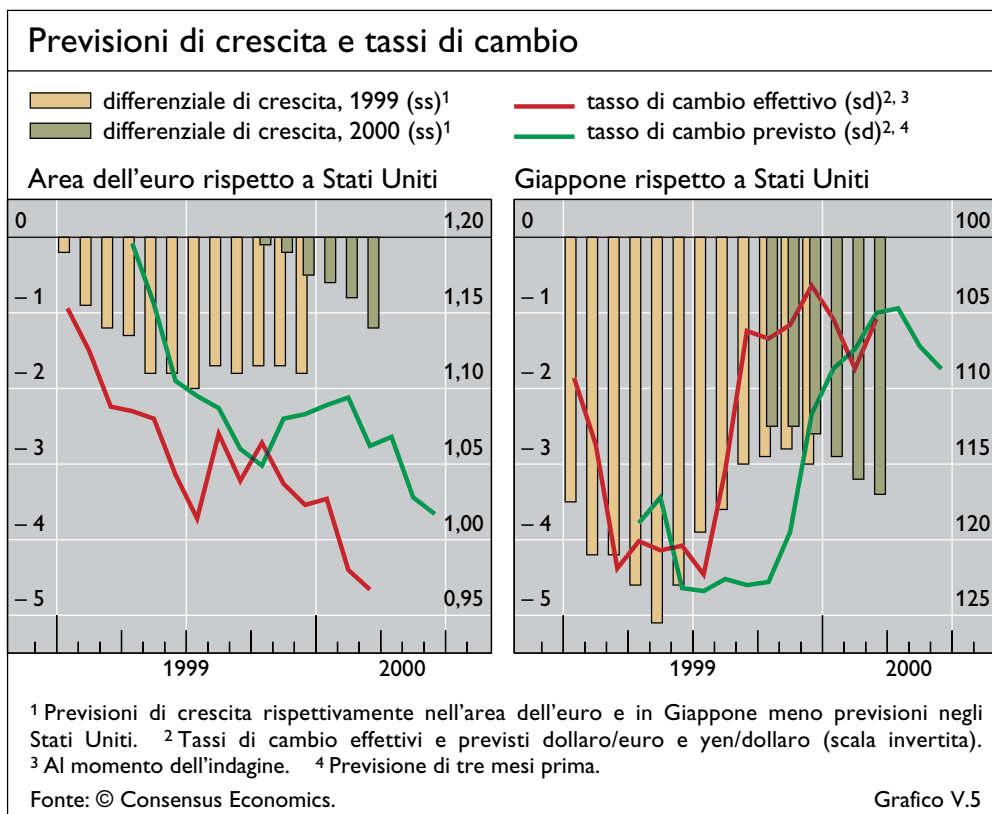
Fattori tecnici influiscono sulle dinamiche di breve periodo



al rialzo dopo il giugno 1999 può in determinati casi aver accentuato l'apprezzamento della valuta nipponica. Ordini "stop-loss" attorno a livelli simbolici quali la parità euro/dollaro o un cambio implicito marco/dollaro di DM 2,00 sembrano aver enfatizzato la tendenza calante dell'euro. Agli inizi del 2000 può avere occasionalmente influito la dinamica delle attese di mercato. I "risk reversals" dollaro/euro, che forniscono un'indicazione del peso attribuito dagli operatori in opzioni alla possibilità di un pronunciato rafforzamento ovvero di un deciso indebolimento dell'euro sul dollaro rispetto al cambio a termine, segnalano la presenza di timori estrapolativi circa la moneta unica europea in un momento in cui questa accusava un forte cedimento (grafico V.1). A rafforzare lo yen può altresì aver concorso il rimpatrio di fondi da parte delle istituzioni giapponesi prima della fine dell'esercizio finanziario nel marzo 2000. Il 28 febbraio la limitata ampiezza e liquidità del mercato euro/yen hanno amplificato un'impennata improvvisa della moneta nipponica rispetto a quella europea, determinando una variazione temporanea del cambio pari a circa ¥3 nel volgere di poche ore.

In ogni caso l'effetto dei suddetti fattori tecnici, sebbene potenzialmente importante per l'andamento del cambio a breve, è di norma effimero. Di conseguenza, le oscillazioni dei cambi principali nel medio periodo sono verosimilmente indotte da altre determinanti – quali la dinamica dei flussi di investimento internazionali – solo parzialmente connesse a considerazioni cicliche. Nel 1999 i massicci acquisti netti di azioni giapponesi da parte di investitori statunitensi, superiori a quelli di obbligazioni USA da parte di investitori nipponici, possono aver contribuito a deprimere il dollaro rispetto allo yen (grafico V.6). Parimenti, la forza della moneta statunitense nei confronti dell'euro è in linea

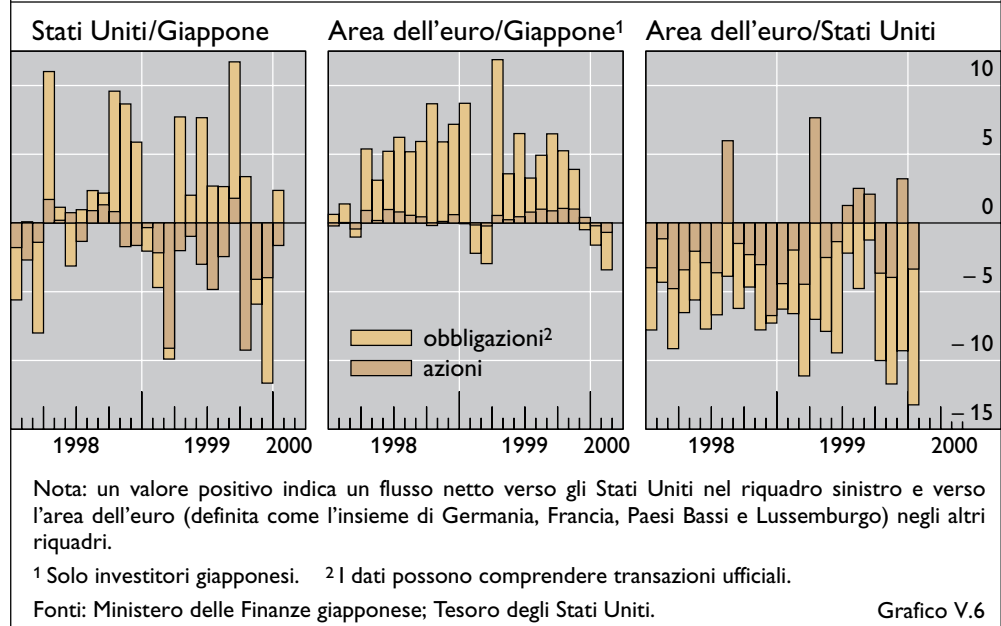
Ruolo dei flussi di investimenti diretti esteri e di portafoglio





## Flussi di portafoglio fra le tre economie maggiori

in miliardi di dollari USA



con i consistenti deflussi per investimenti di portafoglio dall'area dell'euro verso gli Stati Uniti nel 1999 e nel primo scorcio del 2000. Tali deflussi costituiscono la risultante degli acquisti netti di azioni e obbligazioni USA a opera di investitori dell'area dell'euro e delle vendite nette di attività denominate in euro da parte di investitori statunitensi. Agli effetti sull'euro dei movimenti di portafoglio si sono sommati quelli dell'ancor maggiore flusso di IDE, nella misura di \$130 miliardi verso gli Stati Uniti e di €147 miliardi dall'area dell'euro nel 1999 (si veda anche il Capitolo II). In ogni caso, sebbene la direzione dei flussi netti connessi con le fusioni e acquisizioni tra imprese statunitensi ed europee sia coerente con la debolezza dell'euro rispetto al dollaro, gli annunci di tali accordi o le notizie relative alla realizzazione di transazioni in contante non sembrano aver influito in modo sistematico sul cambio.

La dinamica degli investimenti internazionali può aver riflesso non soltanto fattori ciclici ma, soprattutto nel caso degli IDE, anche la percezione che il ritmo dei cambiamenti strutturali fosse più veloce in alcune aree valutarie rispetto ad altre. Lo spostamento degli investimenti netti di portafoglio a scapito dell'Europa continentale e a favore del Giappone è in linea con le opinioni ottimistiche degli operatori circa il processo di ristrutturazione societaria in corso nel paese asiatico a fronte di una valutazione più scettica del progresso delle riforme strutturali nell'area dell'euro. I deflussi di portafoglio da quest'area potrebbero anche rispecchiare in parte la delusione degli investitori statunitensi per le perdite sulle attività denominate in euro nel 1999 e i guadagni sorprendenti messi a segno su quelle giapponesi. D'altro canto, fatta eccezione per i mesi precedenti la chiusura dell'esercizio finanziario, nel periodo sotto rassegna gli investitori giapponesi hanno acquistato attività in euro.

Oltre ai flussi degli investimenti internazionali, sulla moneta unica europea ha pesato l'atteggiamento dei gestori di passività. Nel 1999 si è osservato un

forte aumento delle emissioni pubbliche e private denominate in euro rispetto alle valute costituenti (grafico VII.4, pagina 139). Sebbene l'assenza di informazioni sulle attività di copertura dei gestori di passività renda difficile stabilire un nesso fra queste emissioni e i movimenti del cambio, lo squilibrio fra le reazioni dei prestatori e quelle dei mutuatari all'introduzione dell'euro può essersi aggiunto ai fattori che hanno agito sulla nuova moneta.

#### *Mercati azionari e tassi di cambio*

Il ruolo dei flussi di portafoglio nei recenti movimenti dei cambi coincide con uno spostamento degli investimenti internazionali dai mercati obbligazionari a quelli azionari (tabella V.2). Ciò solleva la più ampia questione del rapporto fra i valori azionari e i tassi di cambio, stante il timore che una caduta dei listini statunitensi associata a un dollaro calante possa esercitare un effetto deflazionistico sul resto del mondo.

Il grado di sintonia con cui si muovono i corsi azionari e i tassi di cambio varia notevolmente da un paese all'altro. Negli ultimi venticinque anni la correlazione tra i rendimenti mensili sugli indici borsistici e il valore della moneta locale, misurato in termini effettivi nominali, è stata positiva in Australia, Canada, Giappone, Italia e Regno Unito, ma negativa negli Stati Uniti, in Germania e in alcuni altri paesi dell'Europa continentale (tabella V.3). Nell'orizzonte considerato, le variazioni mensili dei cambi hanno riflesso generalmente il 5–20% di quelle dei rendimenti azionari nei paesi in esame.

Anche il segno e l'intensità della relazione statistica fra rendimenti azionari e cambi variano notevolmente nel tempo (grafico V.7). Alla metà degli anni novanta i rendimenti giornalieri sui titoli USA si sono mossi in stretta sintonia con il cambio del dollaro rispetto allo yen e al marco. I comovimenti dei mercati azionari statunitensi e del dollaro sono tornati a intensificarsi nel corso del 1999, quando il cambio yen/dollaro o marco/dollaro ha riprodotto quasi la metà delle oscillazioni giornaliere dei valori azionari USA. Tale correlazione si è tuttavia indebolita notevolmente nel primo scorcio del 2000, allorché a episodi di cedimento dei listini statunitensi non ha fatto riscontro una caduta del dollaro. È degno di nota che lo stesso andamento evidenziato dal grafico V.7 per l'indice

I comovimenti ...

... variano da paese a paese ...

... e nel tempo

Transazioni internazionali in titoli obbligazionari e azionari <sup>1</sup>								
	1975–79	1980–89	1990–94	1995	1996	1997	1998	1999 p
	in percentuale del PIL							
Stati Uniti								
Obbligazioni	4,0	36,5	94,0	110,2	129,0	163,6	166,3	125,8
Azioni	1,9	6,7	14,7	22,4	27,2	44,3	56,5	53,1
Giappone								
Obbligazioni	2,2	63,3	74,5	55,2	66,1	78,3	72,4	56,0
Azioni	0,6	9,7	9,8	9,6	13,4	17,1	18,2	29,1
Germania								
Obbligazioni	5,3	25,0	87,3	148,8	171,0	211,6	259,1	250,9
Azioni	1,6	7,3	15,2	18,5	24,8	44,7	69,8	83,4

<sup>1</sup> Acquisti e vendite di titoli su base lorda fra residenti e non residenti.  
Fonte: statistiche nazionali.

Tabella V.2

## Mercati azionari e tassi di cambio in determinati paesi industriali<sup>1</sup>

AU	CA	JP	IT	GB	FR	US	SE	CH	DE
0,20**	0,17*	0,11*	0,10	0,06	-0,02	-0,06	-0,08	-0,09	-0,15**

Nota: legenda delle sigle dei paesi in calce al grafico Il.2. I simboli \* e \*\* indicano significatività statistica al livello del 95 e 99% rispettivamente.

<sup>1</sup> Coefficienti di correlazione per il periodo 1975–2000 tra i rendimenti mensili del mercato azionario e i tassi di cambio effettivi nominali, definiti come differenziali logaritmici.

Fonti: statistiche nazionali; BRI; elaborazioni BRI.

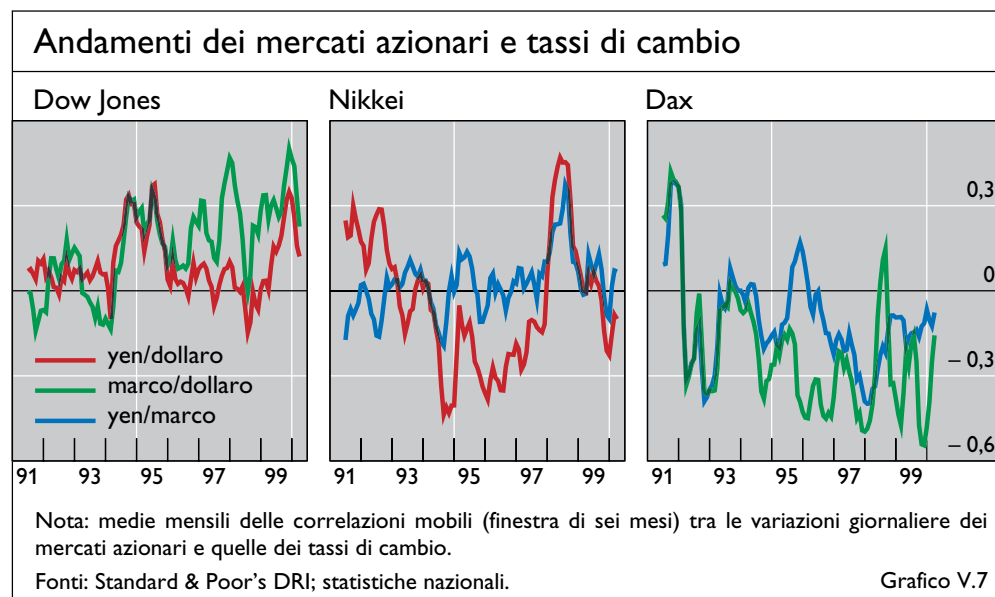
Tabella V.3

Dow Jones è osservabile nel più ampio indice di Standard & Poor's e in quello del Nasdaq, che attribuisce maggior peso ai titoli del settore tecnologico.

Le correlazioni fra i movimenti giornalieri dei mercati azionari giapponese e tedesco e l'andamento dello yen e del marco (o dell'euro) appaiono diverse. I rendimenti sul Nikkei e sul cambio yen/dollaro si sono mossi in sintonia nel 1996 e 1997, quando alla tendenza calante dei listini giapponesi si è accompagnato l'indebolimento della moneta locale. Contrariamente a quanto è avvenuto con il Dow Jones e il dollaro, tuttavia, nel 1999 le variazioni giornaliere del Nikkei e dello yen non hanno evidenziato una forte correlazione. Il rapporto fra il mercato azionario tedesco e il marco è ancora meno evidente, giacché negli ultimi cinque anni i rialzi del Dax sono stati spesso correlati positivamente con le variazioni del marco sul dollaro ma non sullo yen. Per giunta, il deprezzamento dell'euro nel 1999 ha coinciso con una fase ascendente del Dax (e di altri indici azionari nell'area dell'euro).

Correlazione complessivamente debole

Nel complesso, questi risultati stanno a indicare l'esistenza di un rapporto debole fra i movimenti dei cambi e i rendimenti azionari. Sui movimenti dei principali cambi bilaterali non sembra influire in misura significativa l'andamento (assoluto o relativo) dei listini statunitensi, giapponesi e tedeschi. Inoltre, il profilo temporale di tali correlazioni non consente di ricollegarle in generale alle principali grandezze macroeconomiche fondamentali, quale ad esempio l'andamento del ciclo, né all'indirizzo relativo delle politiche monetarie.



## Andamenti in altri mercati valutari

I movimenti delle principali valute europee esterne all'area dell'euro sono stati determinati in larga misura da fattori ciclici. Le monete degli altri paesi industriali hanno altresì reagito ai cambiamenti di tendenza dei prezzi delle materie prime. Le divise dei paesi emergenti sono rimaste alquanto stabili per effetto del migliorato quadro interno, di più elevati corsi dei prodotti di base e dell'ampia liquidità a livello mondiale. In tali paesi i mercati azionari hanno seguito abbastanza da vicino quelli statunitensi e il cambio della moneta locale con il dollaro.

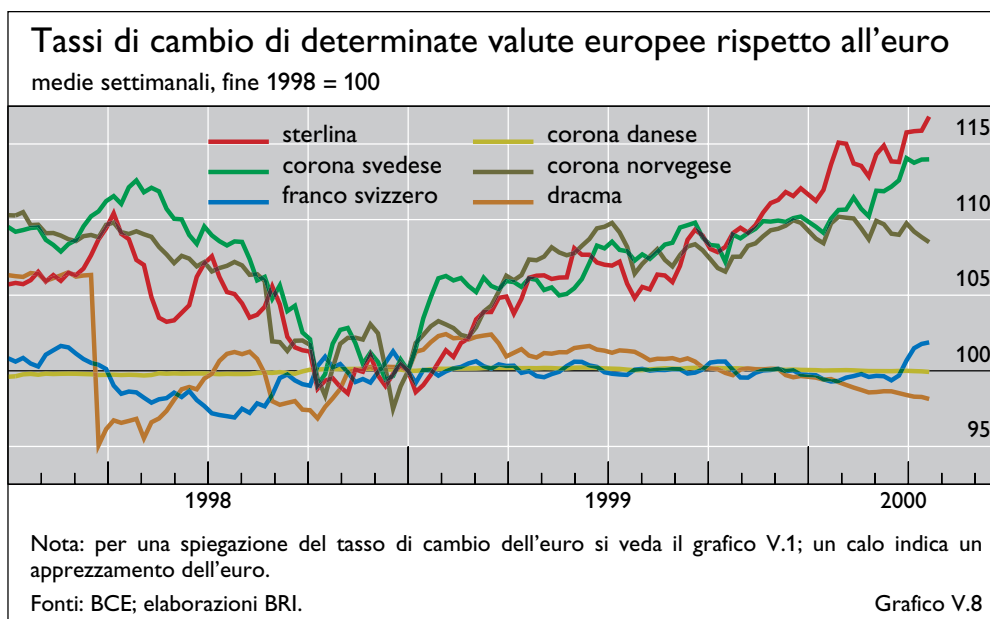
### Valute europee

La sterlina ha attraversato una fase protratta di vigore, nel contesto di un'economia vicina alla piena capacità e di tassi d'interesse a breve elevati rispetto ad altre economie industriali. Fra gennaio 1999 e marzo 2000 la moneta britannica si è apprezzata di circa il 15% sull'euro (grafico V.8), mentre è rimasta pressoché stabile nei confronti del dollaro e in termini effettivi reali si è avvicinata al record storico del 1980. Sia negli andamenti di più lungo periodo sia nelle variazioni giornaliere, la sterlina mantiene una posizione intermedia fra il dollaro e l'euro, così come aveva fatto con il marco in passato quando tendeva a condividere circa la metà dei movimenti giornalieri della valuta statunitense rispetto a quella tedesca.

Analogamente alla sterlina, la corona svedese si è apprezzata costantemente sulla moneta unica europea nel periodo sotto rassegna, in un contesto di differenziali di crescita positivi fra la Svezia e l'area dell'euro (Capitolo II). Nel complesso, i comovimenti della valuta svedese con l'euro richiamano quelli registrati in passato con il marco. In media, durante il 1999, a ogni deprezzamento dell'1% dell'euro nei confronti del dollaro ha corrisposto un indebolimento della corona svedese di circa lo 0,7% nei confronti della valuta statunitense.

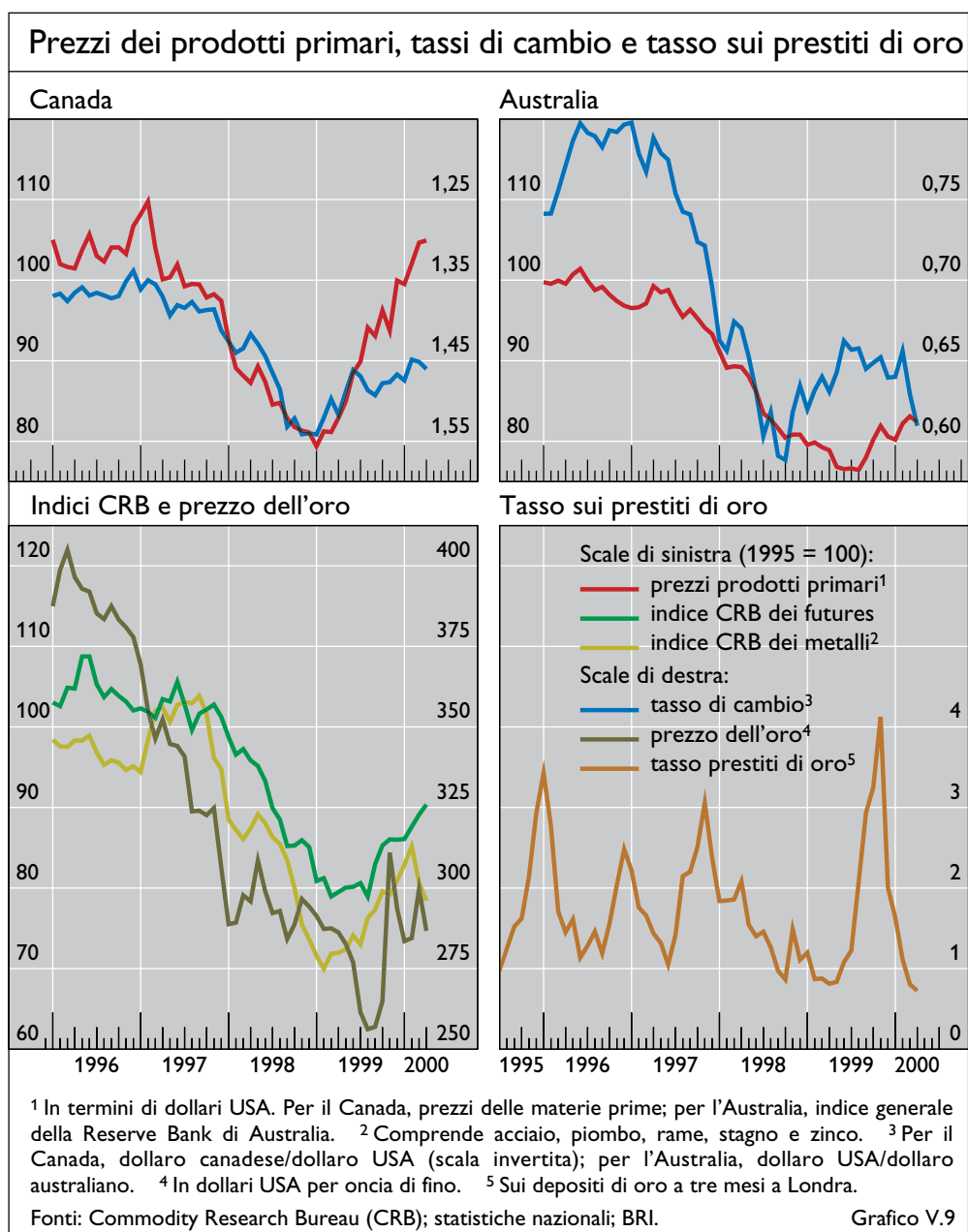
Andamenti ciclici hanno sostenuto la sterlina ...

... e la corona svedese



Cambia il rapporto tra franco svizzero ed euro

Nel 1999 il franco svizzero ha oscillato per lo più entro una fascia ristretta di 1,59–1,61 rispetto all'euro e ha seguito mediamente le variazioni giornaliere della moneta unica europea sul dollaro. Il più stretto comovimento della divisa elvetica e dell'euro è stato associato alla sostanziale sincronia delle manovre monetarie in corso d'anno. Ciò contrasta con il comportamento evidenziato in passato, quando il franco svizzero tendeva a perdere (guadagnare) valore rispetto al marco allorché quest'ultimo si indeboliva (rafforzava) nei confronti del dollaro. Il consistente spostamento delle contrattazioni dal marco – il predecessore dell'euro più scambiato – verso il dollaro ha confermato l'opinione degli operatori in cambi, secondo i quali il più stretto collegamento tra il franco svizzero e l'euro aveva ridotto le opportunità di profitto su questo mercato. A fine marzo 2000, tuttavia, le autorità elvetiche inasprivano l'orientamento della politica monetaria in misura molto superiore alla BCE e nelle settimane successive il franco svizzero guadagnava il 2,5% rispetto all'euro.

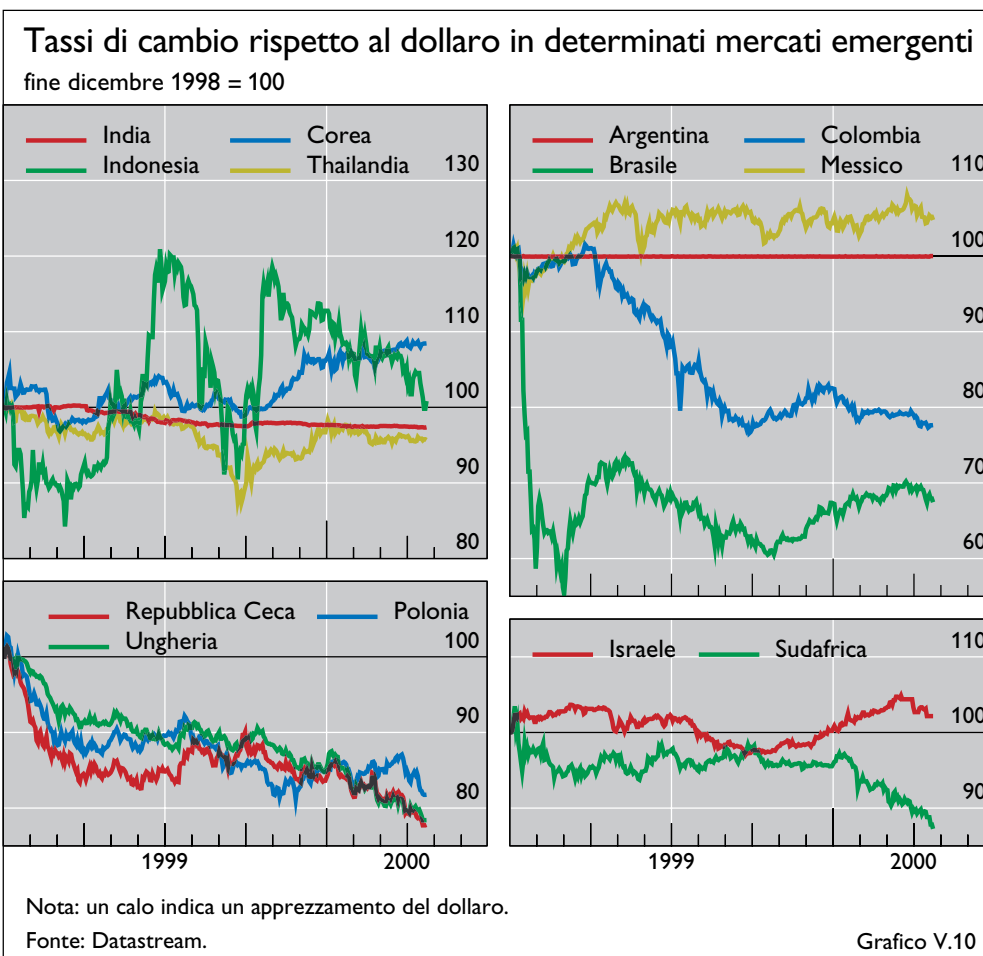


### Valute di altri paesi industriali

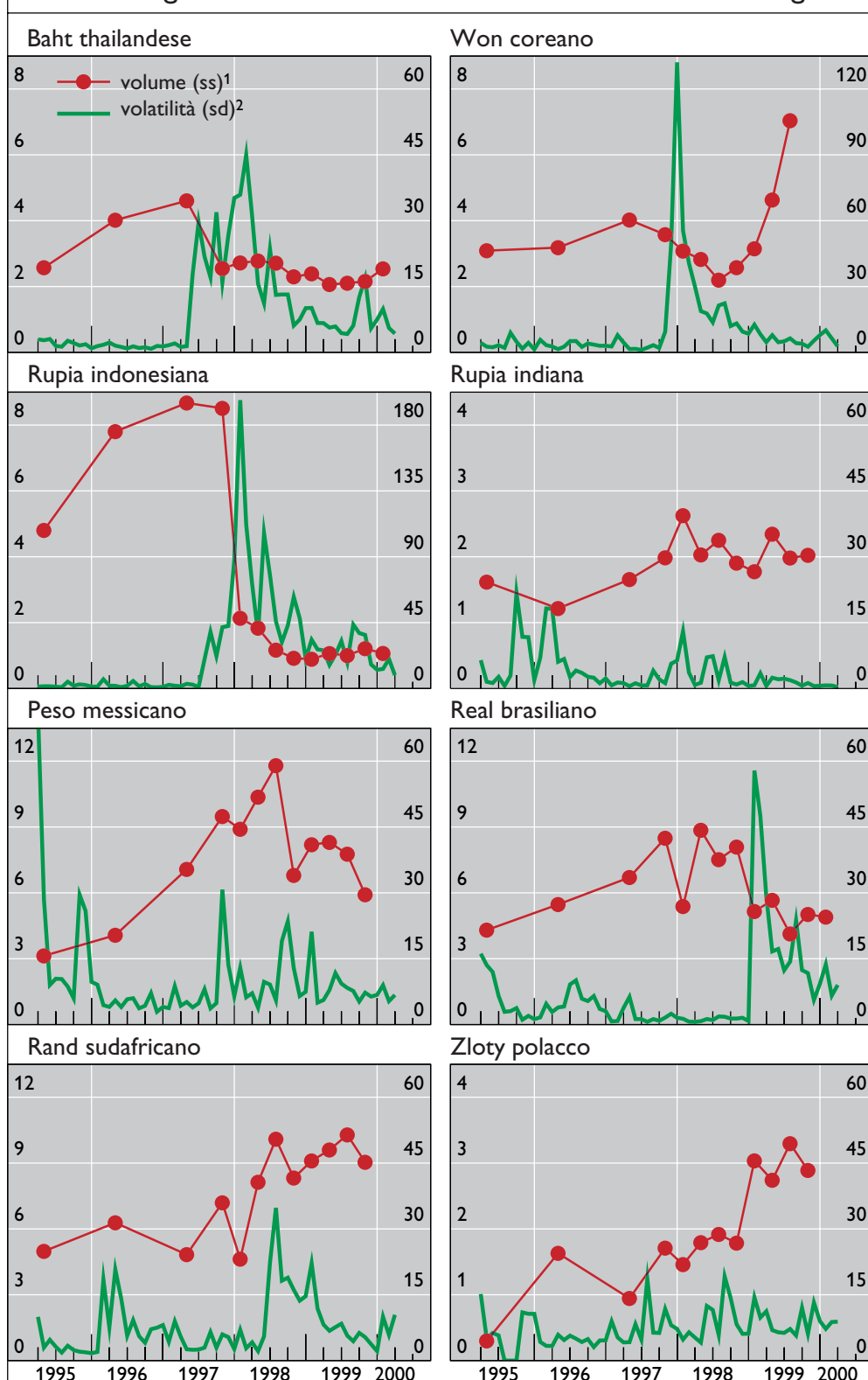
I prezzi delle materie prime sono tradizionalmente considerati un'importante determinante del dollaro canadese e, in misura ancora maggiore, del dollaro australiano. Si ritiene di norma che gli operatori in cambi al di fuori dei due paesi associno entrambe le monete all'indice CRB (Commodity Research Bureau), salito del 10% dalla metà del 1999. L'anno scorso tale legame pare essersi indebolito. In estate, allorché i prezzi dei prodotti di base segnavano un recupero dopo la flessione degli ultimi anni, il dollaro canadese si rafforzava, mentre quello australiano perdeva terreno contro il dollaro USA (grafico V.9). Tale divergenza è parzialmente imputabile al fatto che gli operatori hanno iniziato a dare maggiore rilevanza alla diversa composizione merceologica delle esportazioni australiane e canadesi, in quanto l'indice delle materie prime relativo al Canada è salito prima e in modo molto più deciso rispetto a quello corrispondente per l'Australia. Anche le attese di un rallentamento economico in Australia a fronte di indicazioni di una crescita persistentemente robusta in Canada possono avere agito come concausa.

Andamenti divergenti delle monete australiana e canadese

Secondo gli osservatori, la debolezza dei mercati valutari e azionari australiani nei primi mesi del 2000 è attribuibile al fatto che nelle valutazioni degli investitori esteri ha pesato la presenza modesta di titoli tecnologici nel listino locale. Ciò tenderebbe a marchiare l'Australia, a differenza del Canada, come un'economia "vecchia" anziché "nuova". Una valutazione degli effetti del settore tecnologico sui mercati dei cambi è tuttavia ancora molto prematura.



## Volume degli scambi e volatilità in determinati mercati emergenti



<sup>1</sup> Stime del volume locale giornaliero degli scambi nella moneta nazionale nel mese indicato (in miliardi di dollari USA), fornite dalle rispettive banche centrali, al netto delle duplicazioni, tranne per: Messico, Brasile e Sudafrica, il cui volume comprende altre valute; Indonesia e Polonia, su base lorda; Thailandia, media relativa al secondo semestre 1995 e media annua per il 1996; Indonesia, medie annue per il 1995 e il 1996. <sup>2</sup> Scarto quadratico su un mese annualizzato dei movimenti percentuali giornalieri del cambio rispetto al dollaro USA.

Fonti: banche centrali; Datastream; elaborazioni BRI.

Grafico V.11

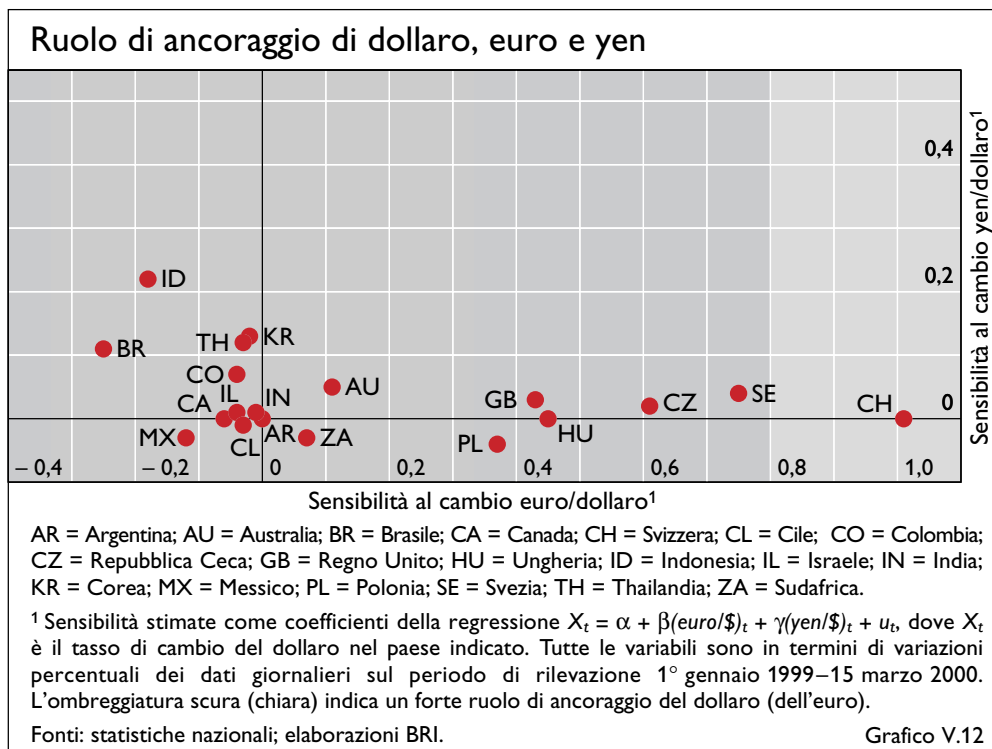
Per giunta, benché tale settore non rappresenti una parte considerevole dell'economia australiana, la forte crescita della produttività interna sta a indicare che l'Australia è un grande utilizzatore delle nuove tecnologie.

#### Valute dei mercati emergenti

Contrariamente agli ultimi anni, nel periodo sotto rassegna i mercati valutari dei paesi emergenti sono rimasti piuttosto calmi. Durante il 1999 e i primi mesi del 2000 gran parte delle monete asiatiche ha ampiamente mantenuto o rafforzato la propria posizione (grafico V.10). Nella seconda metà del 1999 il won si è apprezzato di circa il 7% sul dollaro, mentre il baht e la rupia hanno prima perso e poi recuperato terreno. Nei mesi successivi all'attacco speculativo portato contro il real e alla sua susseguente fluttuazione, i mercati latino-americani sono stati oggetto di alcune pressioni, in particolare in Colombia – dove il peso ha accusato un marcato cedimento tra aprile e luglio 1999 – e in Ecuador, dove la dollarizzazione è stata introdotta ufficialmente agli inizi del 2000. I mercati valutari della regione sono stati tuttavia risparmiati da gravi turbative. Le monete dell'Europa orientale sono rimaste generalmente stabili rispetto all'euro e hanno perso circa il 20% sul dollaro. Altrove, il rand ha subito pressioni agli inizi del 1999 e di nuovo nel gennaio 2000 in corrispondenza di un allentamento della politica monetaria.

Mercati  
generalmente calmi

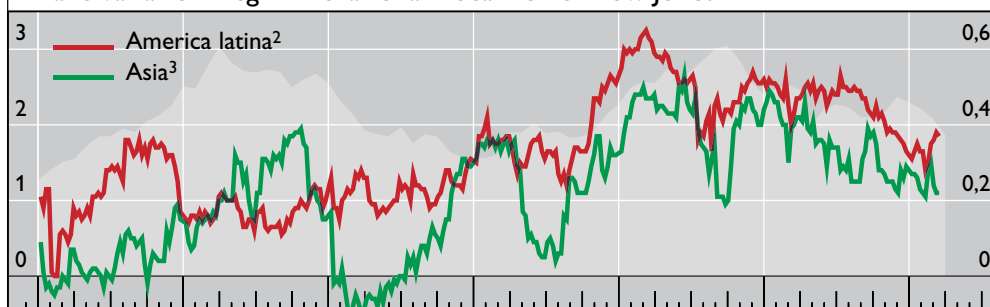
In generale, la volatilità dei cambi in Asia e su determinati mercati latino-americani ha continuato a diminuire, pur restando in alcuni paesi superiore ai valori registrati prima della crisi asiatica nel 1997 e 1998 (grafico V.11). I volumi delle contrattazioni locali sono apparsi stabili o in crescita, sebbene in molti casi ancora ben al disotto dei livelli raggiunti alla metà degli anni novanta. Un'eccezione di rilievo è rappresentata dal mercato dei cambi coreano: l'attività



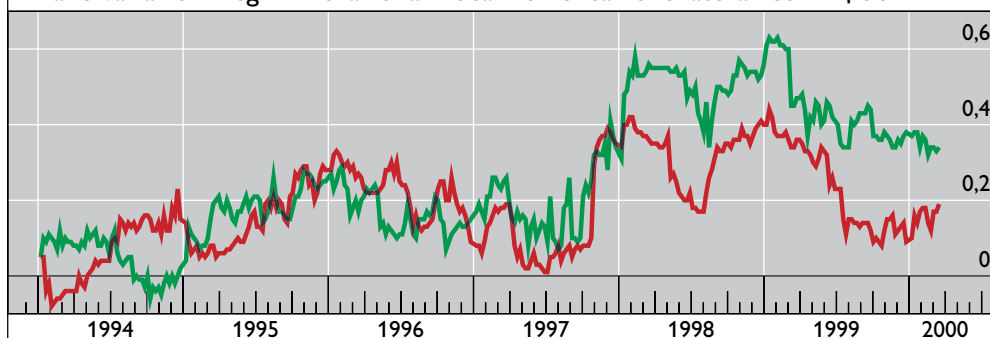


## Correlazione fra i mercati azionari e i tassi di cambio nei mercati emergenti

Fra le variazioni degli indici azionari locali<sup>1</sup> e del Dow Jones



Fra le variazioni degli indici azionari locali<sup>1</sup> e dei cambi bilaterali con il \$USA



Nota: le correlazioni mobili sono calcolate su una finestra di 26 settimane. L'area ombreggiata (ss) indica la media ponderata con il PIL dei tassi overnight reali sui mercati eurovalutari per Stati Uniti, Giappone, Germania, Francia e Regno Unito.

<sup>1</sup> Espressi in dollari USA. <sup>2</sup> Media semplice di Argentina, Brasile, Cile, Colombia, Messico, Perù e Venezuela. <sup>3</sup> Media semplice di Corea, Filippine, Indonesia, Malaysia e Thailandia.

Fonti: Datastream; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Grafico V.13

ha evidenziato un'impennata nel 1999 in corrispondenza di una fase di forte espansione dei mercati azionari locali, i quali hanno ricevuto afflussi dall'estero per \$5,2 miliardi nel 1999 e per oltre \$6 miliardi tra gennaio e metà marzo 2000.

Il miglioramento della situazione in generale ha riflesso in larga misura fattori interni, quali la ripresa della crescita. In alcuni paesi asiatici, ingenti attivi di parte corrente associati agli afflussi di capitale hanno esercitato pressioni al rialzo sul cambio e in taluni casi le autorità monetarie sono intervenute sul mercato valutario per contenere l'apprezzamento della divisa nazionale.

Nel periodo sotto rassegna le valute asiatiche e latino-americane hanno continuato a subire il forte influsso del dollaro e in generale a seguire molto da vicino i movimenti di quest'ultimo rispetto allo yen e all'euro (grafico V.12). Per contro, il ruolo della moneta nipponica è rimasto modesto anche nella regione asiatica, mentre l'influenza dell'euro ha ricalcato quella del marco.

Al migliorato andamento delle monete dei paesi emergenti può avere concorso anche la forte ascesa dei mercati azionari statunitensi, che è apparsa incidere in modo estremamente positivo sui listini locali. Benché i bassi tassi d'interesse in tali paesi possano aver favorito l'acquisto di titoli azionari da parte degli investitori locali, è altresì vero che negli ultimi anni gli indici di borsa nazionali hanno mostrato una grande sintonia con quelli statunitensi (grafico V.13). Inoltre, nello stesso periodo i mercati azionari locali e i cambi delle monete

Ruolo del dollaro ...

... e dei mercati azionari USA

nazionali con il dollaro hanno evidenziato un'elevata correlazione. Dato lo stretto legame fra le valute dei paesi asiatici e latino-americani emergenti e il dollaro, tale correlazione sembra parzialmente dovuta all'influenza generale esercitata dalle manovre correttive della politica monetaria statunitense.

Nel 1999 e nei primi mesi del 2000 anche diversi altri fattori esterni hanno influito in senso positivo sulle valute delle economie emergenti. Il recupero dei corsi delle materie prime nell'estate 1999 ha favorito le monete dei paesi tradizionalmente esportatori di prodotti di base. Quel che è più importante, la persistente ampia liquidità sui mercati finanziari internazionali (si veda l'area ombreggiata del grafico V.13) ha avuto un effetto complessivamente benefico sui mercati emergenti.

### Cambiamenti strutturali e attività sui mercati dei cambi

Il periodo sotto rassegna è stato contraddistinto da un'attività complessivamente moderata sui mercati dei cambi. Stime non ufficiali degli operatori indicano che nei principali centri i volumi delle contrattazioni hanno registrato un sensibile calo a partire dall'autunno 1998, quando l'attività si era fortemente ridotta in risposta alla diffusa turbolenza sui mercati finanziari e alla connessa contrazione della liquidità a livello mondiale. Oltre agli andamenti nel breve periodo, anche i grandi cambiamenti strutturali che hanno interessato i mercati valutari negli ultimi anni possono aver contribuito a contenere gli scambi. Una questione importante è se tale contenimento si sia anche riflesso nei livelli persistentemente modesti di liquidità.

Il ridimensionamento dei mercati europei è iniziato alcuni anni prima dell'avvio della UEM. I dati delle indagini triennali delle banche centrali sui mercati dei cambi e dei derivati del 1995 e del 1998 stanno a indicare che l'approssimarsi della UEM aveva determinato un graduale calo dell'attività totale in cambi, pari a circa l'8%. Nel 1999 tale calo non è stato compensato da un aumento delle contrattazioni in euro rispetto alle valute in esso confluite. La quota degli scambi fra euro e dollari nel 1999 è stata pressoché equivalente a quella aggregata di marco tedesco, franco francese e lira italiana contro dollari dell'aprile 1998. Anche il mercato euro/yen non superava quello della coppia marco/yen nel 1998. Gli sforzi delle banche commerciali per controbilanciare la prevista perdita di introiti per il calo delle contrattazioni europee avevano sorretto la rapida espansione dei mercati valutari nelle economie emergenti. Tuttavia, con lo scoppio della crisi asiatica l'attività è diminuita anche su questi mercati e non ha pertanto compensato la contrazione registrata in Europa.

Oltre a determinare la scomparsa delle transazioni intraeuropee, l'avvento dell'euro pare avere influito indirettamente sul livello di contrattazioni valutarie, stimolando il processo di concentrazione del settore bancario nell'Europa continentale (Capitolo VII) e il conseguente calo del numero di operatori. A ciò si è aggiunto l'intensificarsi delle operazioni di fusione e acquisizione nei sistemi creditizi statunitense e britannico negli ultimi anni.

Ai minori volumi di scambi nel 1999 può altresì avere contribuito l'accelerazione della tendenza alla concentrazione fra gli intermediari in cambi. Nel corso dell'anno l'intermediazione elettronica si è diffusa ulteriormente sul

Attività mondiale  
sottotono ...

... per effetto della  
UEM ...

... e della crescita  
dell'intermediazione  
elettronica

mercato a pronti a scapito dei tradizionali canali di brokeraggio telefonico o di negoziazione diretta. Tra il 1995 e il 1998 la quota di intermediazione elettronica sui mercati valutari a pronti è passata da circa il 10% a pressoché il 15%. La percentuale è raddoppiata nei due anni successivi e pare essersi attestata tra il 50 e l'80% in taluni segmenti di mercato, ad esempio quelli delle principali monete.

Il successo dei sistemi elettronici di intermediazione è largamente riconducibile ai minori costi, alla maggiore efficienza e soprattutto alla più grande trasparenza di tali sistemi rispetto ai mezzi tradizionali. I mercati valutari a pronti sono tradizionalmente opachi per la difficoltà di divulgare informazioni sui prezzi in assenza di strutture accentrate. In passato gli operatori dovevano eseguire una serie di transazioni per ottenere informazioni sui prezzi di mercato. Chi si avvale dell'intermediazione elettronica può invece conoscere immediatamente la quotazione "migliore" disponibile sul mercato e nei propri confronti, in funzione dei limiti di credito propri e di quelli della controparte, senza dover passare attraverso un incerto processo di ricerca del prezzo. Ne consegue che rispetto ai mezzi tradizionali la contrattazione telematica consente agli operatori in cambi di ridurre notevolmente il numero di operazioni eseguite. Condizioni invariate di liquidità possono pertanto essere compatibili con una contrazione degli scambi. Un'ulteriore conseguenza è rappresentata dal drastico assottigliamento degli scarti denaro-lettera sui cambi principali, arrivati a circa 2-3 centesimi di centesimo di dollaro USA.

Se l'intermediazione elettronica ha certamente avuto un impatto negativo sui volumi degli scambi, dall'evidenza empirica non risulta affatto chiaro che la liquidità ne abbia sofferto, dato il modo agevole ed economico in cui possono essere modificate le posizioni, né è evidente l'influsso sulla liquidità esercitato dagli altri cambiamenti strutturali sopra descritti. In rapporto alla media dei due

Effetti sulla  
volatilità

Volatilità sui principali mercati valutari			
	Yen/dollaro	Yen/euro <sup>1</sup>	Dollaro/euro <sup>1</sup>
Volatilità storica <sup>2</sup>			
1980-89	10,1	7,3	11,4
1990-98	10,9	10,4	10,3
Volatilità implicita <sup>3</sup>			
1997	11,6	10,9	10,1
1998	16,1	14,9	9,8
1999	14,5	14,4	10,0
2000 1° trimestre	13,6	16,5	13,5
Differenza minimo-massimo <sup>4</sup>			
1997	6,9	...	...
1998	17,7	15,8	0,4
1999	14,3	17,4	2,7
2000 1° trimestre	4,6	16,9	21,5

<sup>1</sup> Prima del 1999, yen/marco e dollaro/marco. <sup>2</sup> Scarto quadratico annualizzato dei rendimenti giornalieri calcolati sui mesi solari. <sup>3</sup> A un mese. <sup>4</sup> Frequenza delle giornate, in percentuale, in cui la differenza infragiornaliera fra il massimo e il minimo è stata superiore al 2%.

Fonti: BCE; Standard & Poor's DRI; elaborazioni BRI. Tabella V.4

ultimi decenni, negli anni recenti è intervenuto un aumento della volatilità soprattutto sui mercati dollaro/yen ed euro (marco)/yen (tabella V.4). Il calo senza precedenti del 10% per due giorni consecutivi subito dal dollaro nei confronti dello yen agli inizi dell'ottobre 1998 dimostra che in determinati momenti anche l'ampiezza delle variazioni infragiornaliere è stata maggiore. Inoltre, esistono indicazioni di un intensificarsi della frequenza di bruschi movimenti infragiornaliere del cambio, come ad esempio il calo di ¥3 dell'euro nel volgere di poche ore il 28 febbraio 2000. Durante il 1999 non sembra invece cambiata la persistenza dei picchi di variabilità. Nel complesso, quindi, è ancora presto per dire se il profilo della volatilità sia variato in modo significativo.

### Andamenti nel mercato dell'oro

Per il mercato dell'oro il periodo sotto rassegna è stato ricco di eventi. Nei primi tre trimestri del 1999, il prezzo del metallo è sceso da circa \$291 l'oncia in gennaio al minimo di \$254 di fine agosto (grafico V.9). Nel resto del periodo sono intervenuti due accadimenti di rilievo. Il primo è il rialzo delle quotazioni auree di circa un quarto nei quindici giorni successivi all'accordo sull'oro delle banche centrali del 26 settembre 1999. Nel corso delle settimane seguenti il metallo ha poi ceduto parte del terreno guadagnato in un mercato estremamente volatile. Il secondo evento risale al 7 febbraio 2000, quando la decisione di un'importante miniera aurifera di modificare le proprie strategie di copertura ha determinato nel volgere di poche ore un rialzo dei corsi pari a circa \$20 l'oncia. Tale rincaro è stato tuttavia neutralizzato nei giorni successivi.

Fattori di lungo periodo, ciclici e di natura più tecnica, hanno pesato sulle quotazioni dell'oro nel periodo in esame. Durante il decennio precedente, il ridimensionamento delle attese inflazionistiche a livello mondiale aveva ridotto l'attrattiva del metallo come riserva di valore deprimendone i prezzi. Negli ultimi anni avevano altresì gravato sui prezzi dell'oro il generale calo dei corsi delle materie prime e la debolezza della domanda nella regione asiatica. Alla notevole flessione del 1999 ha inoltre contribuito la forte crescita delle vendite a termine da parte dei produttori di oro. Per sostenere i prezzi correnti e tutelarsi da cedimenti futuri, nei primi nove mesi dell'anno le miniere aurifere hanno intensificato di oltre il 400% le vendite di copertura, un aumento equivalente a circa il 10% dell'offerta annua totale del metallo. Il deciso rialzo del tasso sui prestiti di oro nell'estate 1999 ha causato difficoltà alle banche che normalmente acquistano dai produttori oro a termine con scadenze lunghe e si coprono mutuando il metallo a breve scadenza e rivendendolo sul mercato a pronti. Nel 1999 i produttori sembrano aver iniziato a fissare i prezzi su scadenze più lunghe (10–15 anni invece di 5–10), e le banche hanno reagito tentando di estendere la scadenza dei prestiti di oro oltre l'orizzonte temporale dei 3–6 mesi. Nonostante l'allentamento delle condizioni sul mercato dei prestiti di oro in autunno, anche l'attività di copertura sembra aver concorso a determinare l'aumento temporaneo della volatilità nell'ottobre 1999 e la brusca impennata delle quotazioni del 7 febbraio 2000, quando l'oro è balzato da \$294 a 313.

Disponibilità ufficiali di oro <sup>1</sup>		
	Tonnellate	Quota del totale (in %)
Firmatari <sup>2</sup>	15 998	47,6
Germania	3 469	10,3
Francia	3 024	9,0
Svizzera	2 590	7,7
Italia	2 452	7,3
Paesi Bassi	1 012	3,0
BCE	747	2,2
Regno Unito	665	2,0
Portogallo	607	1,8
Spagna	523	1,6
Austria	407	1,2
Belgio	258	0,8
Svezia	185	0,6
Finlandia	49	0,1
Irlanda	6	–
Lussemburgo	2	–
Altri	17 623	52,4
<i>di cui:</i>		
Stati Uniti	8 138	24,2
FMI	3 217	9,6
Giappone	754	2,2
BRI	192	0,6
Sudafrica	124	0,4
Australia	80	0,2

<sup>1</sup> A fine settembre 1999. <sup>2</sup> Firmatari dell' accordo sull'oro delle banche centrali del 26 settembre 1999.  
 Fonti: FMI; World Gold Council; BRI. Tabella V.5

L'accordo congiunto sostiene il prezzo dell'oro

L'accordo sull'oro, che ha sospinto verso l'alto i corsi del metallo a fine settembre 1999, è stato concluso dalle banche centrali appartenenti all'Euro-sistema insieme alla Banca d'Inghilterra, alla Sveriges Riksbank e alla Banca nazionale svizzera, che nel complesso detengono circa la metà delle riserve auree ufficiali totali (tabella V.5). Le istituzioni firmatarie si sono impegnate a limitare le vendite di oro a un massimo di circa 400 tonnellate l'anno e di 2 000 tonnellate nell'arco di un quinquennio. Esse hanno altresì affermato che l'oro sarebbe rimasto un elemento importante delle riserve ufficiali, che soltanto le vendite già programmate sarebbero state perfezionate e che esse non avrebbero ampliato le proprie attività sui mercati dei prestiti di oro e dei derivati su oro. Il suddetto accordo è parso arrestare l'andamento flettente del metallo, che dopo l'annuncio è rimbalzato da circa \$260 a oltre \$330 ai primi di ottobre. Nel complesso, da allora il mercato è tornato a condizioni più distese.

Nel periodo in esame l'andamento dei corsi dell'oro è stato ricondotto anche alle informazioni sulle vendite delle disponibilità ufficiali del metallo da parte delle banche centrali. Sebbene di per sé potenzialmente in grado di modificare l'equilibrio tra la domanda e l'offerta corrente di oro, tali vendite sono state tuttavia relativamente esigue rispetto alle dimensioni del mercato.

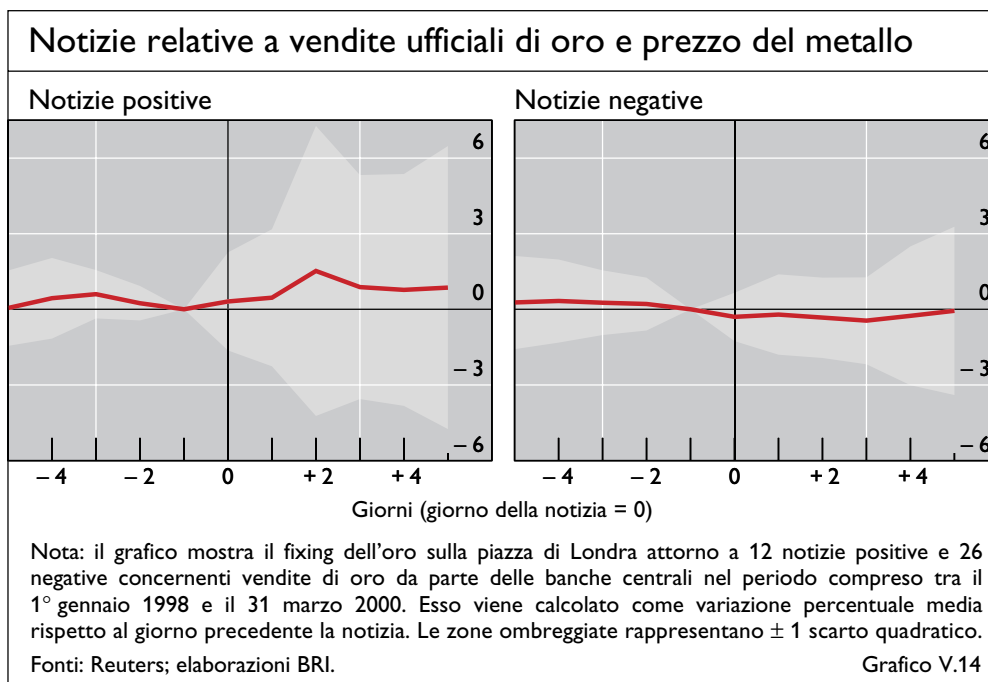
Ad esempio, una vendita di 100 tonnellate equivale a circa il 4% della produzione annua mondiale stimata e a pressoché il 10% del volume di scambi medio giornaliero sul mercato a pronti di Londra. Una spiegazione alternativa dell'influenza delle vendite ufficiali di oro consiste nel fatto che nonostante l'entità relativamente ridotta esse forniscono importanti segnali di intenzioni future. Le banche centrali, con riserve auree ufficiali per circa 33 000 tonnellate equivalenti a 13 anni di produzione, costituiscono assieme al FMI il principale gruppo di detentori; pertanto, l'aspettativa di vendite future influirebbe probabilmente sui prezzi correnti.

Dati gli effetti che l'accordo sull'oro delle banche centrali ha avuto sulle quotazioni auree, è interessante analizzare l'andamento di queste ultime attorno alle giornate in cui notizie di vendite ufficiali hanno raggiunto il mercato nel periodo gennaio 1998–marzo 2000. Sebbene l'analisi consideri le notizie piuttosto che i dati effettivi delle vendite, essa è in linea con l'ipotesi avanzata in precedenza, secondo la quale le notizie influiscono più delle effettive operazioni sul comportamento del mercato e di conseguenza sul prezzo dell'oro. Tali notizie possono essere suddivise in due categorie secondo il segno – positivo o negativo – dei loro potenziali effetti ex ante sulle quotazioni auree. Tra quelle positive figurano le decisioni di non procedere alle vendite di metallo programmate e i commenti ufficiali contrari alle vendite. Tra quelle negative rientrano segnalazioni di vendite ufficiali effettive o prospettiche. Ovviamente tale classificazione non è inoppugnabile. Informazioni su una transazione già perfezionata, ma annunciata a posteriori, possono influire in senso positivo sui corsi del metallo in quanto il mercato trarrebbe incoraggiamento dal fatto che la vendita è già stata assorbita.

Nei giorni contrassegnati dall'arrivo di notizie negative sulle vendite il prezzo dell'oro è in media diminuito (grafico V.14). Il calo è stato tuttavia molto contenuto (non superiore allo 0,25%) e quasi del tutto neutralizzato nei giorni

Effetto delle informazioni sulle vendite ufficiali di oro ...

... mediamente non significativo



successivi. I corsi sono invece mediamente aumentati in occasione di notizie positive, ma anche in questo caso in modo soltanto temporaneo. Occorre rilevare che quest'ultimo esito è principalmente da ascrivere all'accordo fra le banche centrali del 26 settembre 1999. Se si esclude tale evento, a tutte le altre notizie positive ha fatto seguito in media un calo modesto delle quotazioni auree.

Fatte salve le precisazioni summenzionate, l'analisi indica che negli ultimi due anni le notizie di vendite ufficiali di oro sui corsi del metallo hanno avuto un effetto rilevante solo occasionalmente, mentre in media l'impatto non è stato significativo. Questo apparente enigma può essere spiegato con il fatto che fra il 1998 e i primi mesi del 2000 gran parte delle notizie è stata di natura retrospettiva, nel senso che ha riguardato vendite già avvenute.

## VI. I mercati finanziari

### Aspetti salienti

Nel 1999 gli operatori dei mercati finanziari, pur recando ancora i segni delle crisi recenti, hanno rivolto la loro attenzione ai lati favorevoli delle prospettive per il futuro, mostrando una crescente disponibilità all'assunzione di rischi. L'entusiasmo per la tecnologia digitale e le sempre più numerose indicazioni di un'espansione economica su scala mondiale hanno sospinto i prezzi di molti titoli azionari a livelli record. Nei mercati del credito un'analogha propensione al rischio ha prevalso su episodiche tensioni di liquidità, e gli spreads si sono gradualmente ridotti nonostante il volume senza precedenti delle emissioni di titoli del settore privato. Il rialzo dei tassi d'interesse a lungo termine in Europa e negli Stati Uniti è stato recepito favorevolmente in quanto segnale che la politica monetaria era pronta a scongiurare l'inflazione sostenendo al tempo stesso la crescita.

Nel primo trimestre 2000 gli operatori hanno cominciato a intuire che il loro entusiasmo si era spinto troppo oltre. Sui mercati azionari l'improvvisa apprensione degli investitori per l'elevatezza delle quotazioni ha determinato violente oscillazioni, soprattutto nei prezzi dei titoli tecnologici. I dati diffusi nel corso del trimestre hanno destato incertezza circa la misura in cui la politica monetaria avrebbe dovuto essere inasprita. Nello stesso tempo, sui prezzi hanno influito in modo insolitamente forte gli shock dal lato dell'offerta nel mercato dei titoli del Tesoro USA. L'attività di arbitraggio e di market-making – che in altre circostanze avrebbe assorbito tali shock – non sembra essersi ancora ripresa dalle perdite subite nell'autunno 1998. La conseguente volatilità dei rendimenti a lungo termine non solo ha disorientato mutuatari e investitori, che dipendono da quel mercato per i prezzi benchmark, ma ha anche confuso le informazioni di norma trasmesse sulle prospettive macroeconomiche.

I mutamenti nei prezzi relativi delle attività hanno avuto conseguenze reali sotto forma di una riallocazione del capitale fra i settori economici. Sui mercati azionari, lo spettacolare andamento dei titoli tecnologici ha consentito alle società di nuova istituzione di raccogliere un ammontare record di fondi attraverso offerte pubbliche iniziali (OPI), mentre l'apparente, bassa performance di altre azioni è stata all'origine degli ingenti programmi di riacquisto di azioni proprie che hanno fatto riaffluire fondi agli azionisti. Sui mercati degli strumenti debitori, gli avanzi fiscali di Stati Uniti e Regno Unito e il calo dei deficit nell'Europa continentale – unitamente alla riduzione degli spreads creditizi – hanno creato le condizioni per un notevole aumento delle emissioni di obbligazioni societarie e una conseguente redistribuzione del risparmio dai mutuatari pubblici a quelli privati.

L'ottimismo si trasforma in apprensione

Le variazioni dei prezzi delle attività determinano una riallocazione del capitale



Le maggiori banche investono sui mercati obbligazionari in rapida espansione

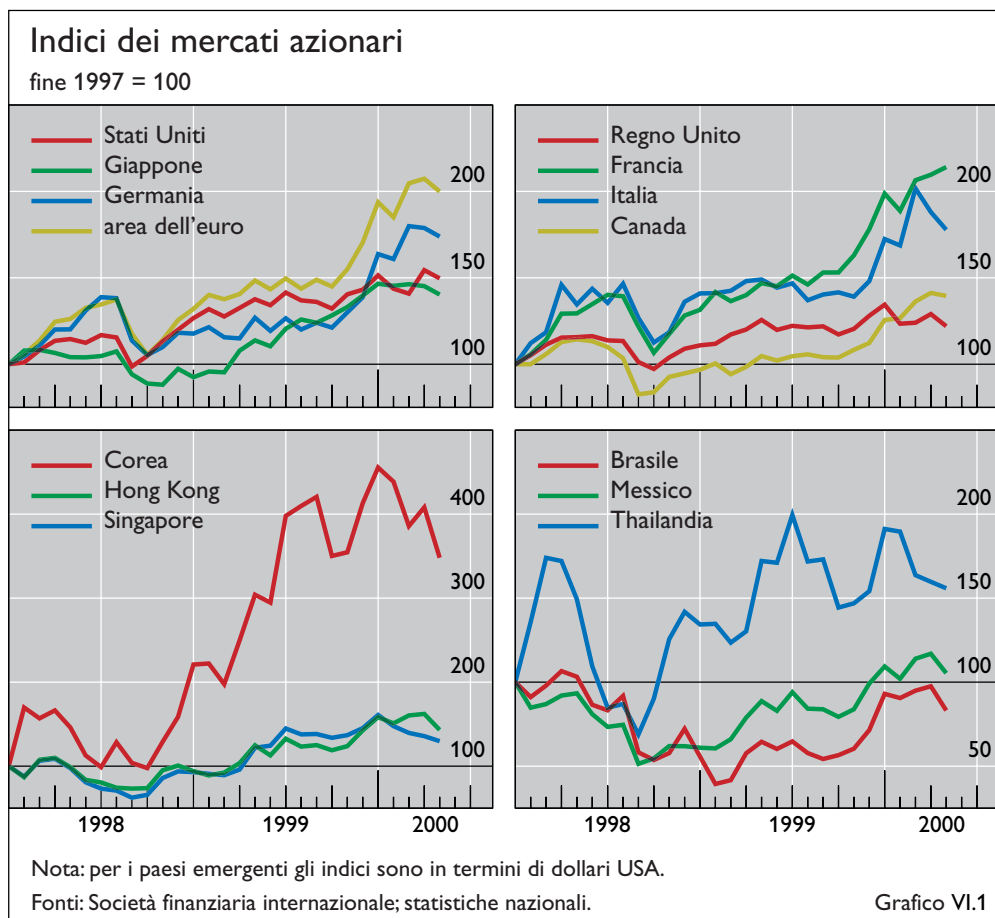
I prezzi delle attività hanno inoltre contribuito a determinare le modalità di finanziamento degli squilibri mondiali di parte corrente. I mercati azionari hanno favorito i flussi di capitali, incluse le acquisizioni internazionali regolate con azioni. Le maggiori banche del mondo hanno esse stesse investito massicciamente sui mercati obbligazionari in rapida espansione, relegando in secondo piano la tradizionale attività creditizia. I mutuatari dei paesi emergenti, dal canto loro, hanno avuto scarse necessità di ricorrere ai prestiti bancari esteri, e di fatto hanno accelerato i rimborsi. Di conseguenza, il mercato interbancario internazionale è stato improvvisamente inondato di fondi. Purtroppo, escludendo le transazioni collegate ad acquisizioni, le banche hanno iniziato a incontrare difficoltà nel reperire nuovi prenditori.

## Mercati azionari

### Profili evolutivi

I mercati azionari segnano ovunque massimi storici

Proseguendo la sostenuta dinamica degli anni precedenti, nel 1999 i mercati azionari hanno segnato nuovi record in tutto il mondo (grafico VI.1). Gli elevati guadagni sono tanto più degni di nota in quanto sono stati conseguiti in un contesto di tassi d'interesse in aumento negli Stati Uniti e in Europa. Persino la borsa di Tokyo, dopo vari anni di debolezza, ha condiviso la tendenza generale, annullando le perdite subite dall'inizio delle recenti crisi finanziarie asiatiche. Brasile, Corea, Messico e altri mercati in ripresa dalla recessione sono fra quelli che hanno fatto registrare le migliori prestazioni a livello mondiale. Il ritmo di

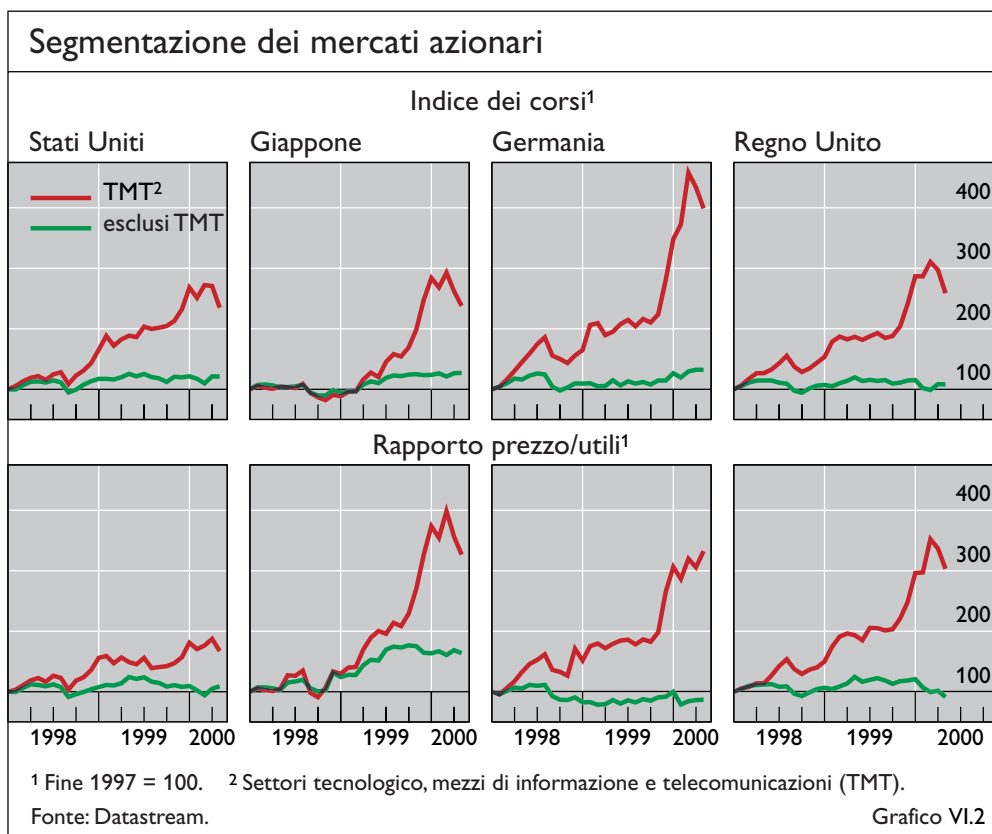


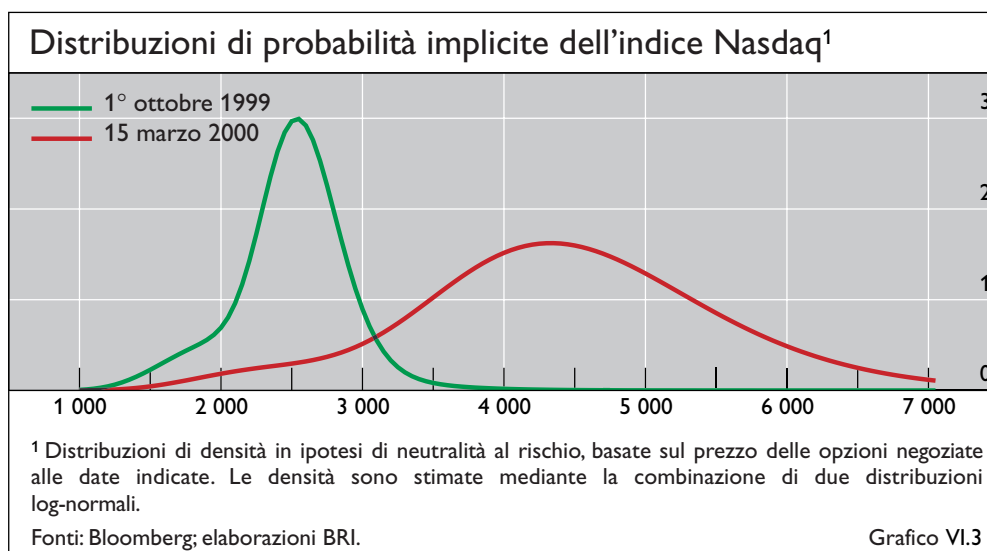
crescita globale ha raggiunto un massimo nell'ultimo trimestre 1999, per poi cominciare a flettere nel nuovo anno.

Dietro la sostenutezza degli indici azionari generali nel 1999 si celano marcate differenze fra i titoli della “nuova economia” e quelli della “vecchia economia”. Negli Stati Uniti, ad esempio, meno della metà delle società comprese nell'indice S&P 500 ha in realtà segnato risultati positivi per l'intero anno. A livello mondiale, i guadagni complessivi sono stati in ampia misura trainati dalle azioni della tecnologia digitale e delle telecomunicazioni, il cui valore si è praticamente raddoppiato negli Stati Uniti, nel Regno Unito e in Germania, e quasi triplicato in Giappone (grafico VI.2). La divergenza tra i prezzi delle azioni tecnologiche e non tecnologiche è stata particolarmente evidente in Germania, dove ha contribuito a questo fenomeno il premio di acquisizione sulle azioni del comparto delle telecomunicazioni. La performance dei settori della “vecchia economia” ha differito anche a seconda dei paesi: al calo registrato negli Stati Uniti e nel Regno Unito ha fatto riscontro un aumento in Germania e in Giappone.

Guadagni indotti dalle azioni tecnologiche

Le disparità a livello sia di mercati nazionali che di settori economici si sono accentuate ulteriormente nel primo trimestre 2000, allorché è aumentata fortemente la volatilità. Dopo una breve flessione a inizio d'anno, i prezzi delle azioni nell'Europa continentale hanno ripreso il loro trend ascendente, mentre negli Stati Uniti hanno continuato a diminuire. In Giappone l'annuncio a metà marzo di una ricaduta dell'economia nella recessione – con una contrazione relativamente ampia del prodotto nel quarto trimestre 1999 – ha provocato una temporanea ondata di vendite di titoli nipponici. Nel mercato USA i dati diffusi presentavano un'economia reale apparentemente refrattaria





Il “tiro alla fune”  
fra azioni  
tecnologiche e non  
tecnologiche

all'inasprimento monetario e hanno provocato spesso violente oscillazioni dei prezzi da un giorno all'altro. Si è sovente assistito a un vero e proprio “tiro alla fune” fra azioni tecnologiche e non tecnologiche, laddove ai rialzi in un settore si sono accompagnati ribassi nell'altro. La volatilità infragiornaliera è stata talvolta superiore ai valori che sarebbero normali nell'arco di più giorni. Il 4 aprile, ad esempio, l'indice Nasdaq con prevalenza di titoli tecnologici ha perso il 13% durante la giornata, per poi recuperare gran parte delle perdite prima della chiusura. Una settimana più tardi il mercato Nasdaq precipitava, in particolare dopo l'annuncio di un valore dell'inflazione dei prezzi al consumo piuttosto elevato, perdendo \$1,4 trilioni della sua capitalizzazione. Senza che fossero pervenute nuove notizie di rilievo, esso è tornato a salire all'inizio della settimana successiva.

La volatilità di aprile è stata preceduta da un palese accentuarsi dell'incertezza degli operatori circa i futuri corsi azionari. Come mostrano i prezzi delle opzioni, sembra che tale apprensione sia aumentata ancor più della volatilità effettiva, specie per i titoli tecnologici. La volatilità attesa implicita nei prezzi delle opzioni di borsa sull'indice Nasdaq risultava relativamente modesta nell'ottobre 1999, allorché i corsi delle azioni tecnologiche erano in ascesa, a indicazione di una certa fiducia a riguardo delle valutazioni (grafico VI.3). Per contro, quando i corsi hanno iniziato a vacillare nel primo trimestre 2000, la volatilità incorporata nei prezzi delle opzioni è divenuta eccezionalmente elevata. Secondo la distribuzione implicita dei possibili prezzi futuri, a metà marzo 2000 vi erano circa 25 probabilità su 100 di un calo di almeno il 20%, rispetto al 15% di probabilità di un calo analogo nell'ottobre precedente.

#### *Volatilità e cambiamenti nelle valutazioni*

L'andamento  
altalenante  
dei mercati solleva  
interrogativi circa  
le valutazioni

L'andamento altalenante dei mercati azionari solleva interrogativi sulle cause dei cambiamenti nelle valutazioni. Poiché l'azione rappresenta un diritto sulle future erogazioni della società agli azionisti, il suo prezzo dovrebbe muoversi in linea con le nuove informazioni sugli utili aziendali, e in particolare sul loro ritmo di crescita. Inoltre, esso dovrebbe riflettere il rendimento atteso di strumenti alternativi, quali le obbligazioni, nonché una remunerazione incrementale non

osservabile richiesta dall'investitore per compensare il rischio di prezzo delle azioni (il cosiddetto premio di rischio azionario).

Le recenti oscillazioni a breve dei prezzi paiono essere state indotte da nuove informazioni di entità assai modesta. Ciò non sarebbe di per sé insolito, giacché storicamente i corsi azionari sono aumentati e diminuiti più di quanto possa spiegare l'andamento osservato degli utili. Un siffatto "eccesso di volatilità" può derivare da un'irrazionale volubilità nel comportamento degli operatori. Le variazioni nel premio di rischio non osservabile potrebbero spiegare questo comportamento, benché non siano chiare le ragioni per cui tale premio debba variare così tanto in così breve tempo. Un'ulteriore possibile spiegazione delle ampie oscillazioni dei prezzi azionari risiede nelle differenze esistenti tra le informazioni di cui dispongono gli investitori. Alcuni di essi potrebbero talora essere a conoscenza di importanti informazioni private che trasmettono al mercato solo attraverso le loro transazioni, per cui non è tanto l'informativa disponibile al pubblico a muovere il mercato quanto i flussi degli ordini.

Oscillazioni di prezzo apparentemente indotte da nuove informazioni di entità assai modesta

Se le fluttuazioni a breve dei prezzi azionari sono difficili da spiegare, i movimenti di più lungo periodo mostrano regolarità empiriche alquanto coerenti con le grandezze economiche fondamentali. Quando gli indicatori di valutazione, come il rendimento azionario o il rapporto prezzo/utili, si discostano in modo sostanziale dalla loro relazione normale con il ciclo economico, essi tendono con il tempo a convergere verso la media storica. In genere, bassi rendimenti azionari o elevati rapporti prezzo/utili ritornano ai loro livelli normali per effetto di un calo dei prezzi piuttosto che di un aumento dei dividendi o degli utili.

Viste alla luce dell'evidenza storica, le prospettive per i corsi azionari a fine marzo 2000 non erano favorevoli. Il continuo generale aumento degli indici di borsa aveva sospinto gli indicatori di valutazione del mercato nel suo insieme a livelli estremi. Ad esempio, i rendimenti azionari nella maggioranza dei mercati

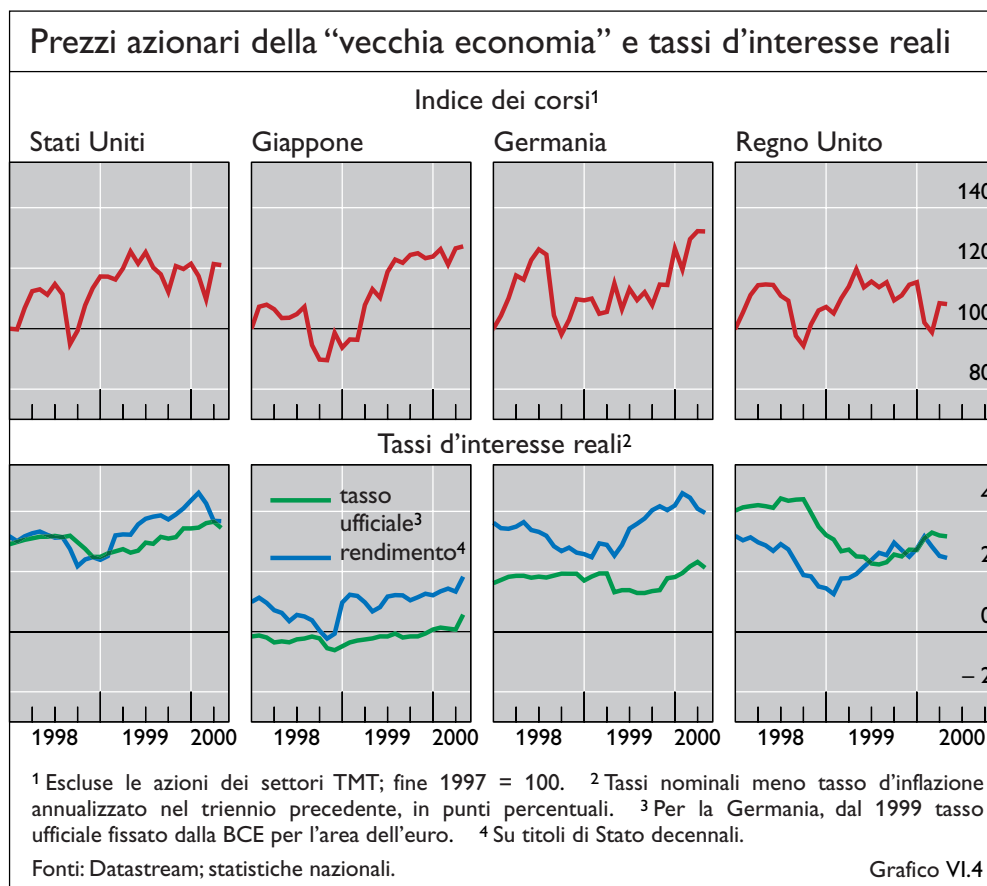
Le prospettive sul mercato azionario non erano favorevoli ...

Indicatori di valutazione dei prezzi azionari <sup>1</sup>									
	Rendimento azionario <sup>2</sup>				Rapporto prezzo/utili <sup>3</sup>				
	Media	Minimo		Marzo 2000	Media	Sett. 1987	Massimo		Marzo 2000
		livello	data				livello	data	
Stati Uniti	3,6	1,1	dic. 1999	1,2	15,6	22,3	36,4	lug. 1999	28,3
Giappone	1,3	0,4	gen. 1990	0,6	38,8	69,5	85,2	feb. 2000	80,6
Germania	2,7	1,1	feb. 2000	1,2	13,5	14,7	27,4	gen. 2000	22,8
Francia	4,0	1,6	mar. 2000	1,6	12,5	13,2	30,4	mag. 1973	26,8
Italia	2,8	1,0	mag. 1981	1,3	18,3	14,7	36,0	mar. 2000	35,6
Regno Unito	4,7	2,1	mar. 2000	2,1	13,4	15,8	28,6	gen. 2000	28,1
Canada	3,3	1,1	mar. 2000	1,1	12,8	19,5	42,5	nov. 1999	32,8
Paesi Bassi	4,6	1,7	gen. 2000	1,8	11,6	14,5	31,9	gen. 2000	26,5
Svizzera	2,3	0,9	mar. 1998	1,3	13,4	13,9	29,7	mar. 1998	20,1
Svezia	2,5	1,1	mar. 2000	1,1	17,8	23,6	35,6	mar. 2000	34,2
Belgio	4,0	1,3	gen. 1999	2,0	13,3	14,0	29,2	apr. 1973	17,1

<sup>1</sup> Dal 1973. <sup>2</sup> Per la Svezia, dal 1982. <sup>3</sup> Per l'Italia, dal giugno 1986; per il Regno Unito, dal 1980; per il Canada, escludendo gli anni 1991-94, periodo in cui il rapporto è stato eccezionalmente elevato a causa degli utili molto bassi conseguenti allo stralcio di attività (massimo nel 1994: 504); per la Svezia, dal 1982.

Fonte: Datastream.

Tabella VI.1



erano pari, o molto prossimi, ai minimi storici (tabella VI.1). È pur vero che l'accresciuta propensione delle società a distribuire utili agli azionisti sotto forma di riacquisti di azioni proprie piuttosto che mediante il pagamento di dividendi ha agito nel senso di deprimere i rendimenti indipendentemente dal mutare o meno della disponibilità degli operatori ad assumere rischi. Nondimeno, i mercati azionari apparivano sopravvalutati anche sulla base dei rapporti prezzo/utili. Sebbene questi fossero in genere leggermente diminuiti rispetto alle recenti punte massime, essi rimanevano ancora elevati rispetto ai parametri storici e addirittura superiori ai livelli osservati prima del crollo borsistico dell'ottobre 1987.

... e potrebbero dipendere dal settore

L'andamento differenziato tra le azioni della “vecchia” e della “nuova economia” nel corso dell'anno passato farebbe ritenere che le previsioni per il mercato azionario dipendano dal settore specifico. Anche se i rapporti prezzo/utili nel comparto non tecnologico risultavano inferiori a quelli medi di mercato, gli indicatori di valutazione evidenziavano anche per questi titoli una possibile sopravvalutazione. A fine marzo 2000 negli Stati Uniti e nel Regno Unito gli indici prezzo/utili del settore non tecnologico erano pari rispettivamente a 23 e 19, e quindi ben al disopra della media storica, sebbene questi paesi si trovassero in una fase del ciclo economico (Capitolo II) che, almeno in passato, era associata a un ridotto margine di crescita degli utili. Inoltre, negli Stati Uniti i titoli della “vecchia economia” non sembravano essersi del tutto adeguati agli aumenti dei tassi d'interesse (grafico VI.4).

I tradizionali indicatori di valutazione segnalavano rischi ancora maggiori per i titoli del comparto ad alta tecnologia, dove i rapporti prezzo/utili avevano

raggiunto vette senza precedenti. A fine marzo 2000 essi erano pari a 53 negli Stati Uniti e a 169 in Giappone. Tali valutazioni dipendono in parte dalla crescita degli utili, che nel lungo periodo deve convergere con quella dell'economia. Le differenze nelle valutazioni originano quindi dalla rapidità con cui gli utili dovrebbero aumentare a breve termine secondo le previsioni degli investitori, dalla durata del periodo di crescita rapida, nonché dal premio di rischio azionario. In base alle medie storiche della crescita di lungo periodo e dei premi di rischio azionario, gli investitori paiono essere stati molto ottimisti circa le prospettive di sviluppo a breve delle società ad alta tecnologia. Il tasso atteso di incremento degli utili per l'intero settore tecnologico USA desumibile dal rapporto prezzo/utili era pari al 21% annuo in termini reali per il prossimo decennio, valore superiore di oltre cinque volte a quello dell'espansione reale dell'economia sottostante. Nello stesso tempo, il mercato prevedeva che gli utili reali per azione nel settore tecnologico giapponese sarebbero aumentati a un tasso medio annuo del 25% nei prossimi dieci anni. Anche ipotizzando un azzeramento del premio di rischio azionario, i tassi reali impliciti d'incremento degli utili su dieci anni per Stati Uniti e Giappone sarebbero rispettivamente del 12 e del 16%.

Gli indicatori segnalano rischi maggiori per le azioni tecnologiche

Se è vero che gli indicatori di valutazione di molti titoli azionari hanno raggiunto livelli eccezionali, considerati gli utili correnti, altre valutazioni elevate paiono basarsi esclusivamente su ipotesi circa gli utili prospettici, piuttosto che su precedenti storici. In effetti, per molte delle recenti OPI di titoli tecnologici gli utili non esistevano, e i loro presunti tassi di crescita si fondavano su criteri di valutazione inediti e non sperimentati. Taluni di questi criteri si ispiravano a relazioni quali la legge di Metcalfe (dal nome dell'ideatore di Ethernet, il precursore di Internet), secondo cui il valore di una società di rete sarebbe proporzionale al *quadrato* del numero dei sottoscrittori, poiché questo rappresenta il numero dei possibili collegamenti. Un tale criterio potrebbe giustificare l'ipotesi di rendimenti di scala straordinariamente crescenti, che non hanno una stretta correlazione con i tassi d'interesse o il livello generale dell'attività economica. Tali valutazioni paiono trascurare il fatto che una società di rete tende a trovare e collegare la clientela di maggior valore all'inizio e pertanto non può evitare di incorrere in rendimenti decrescenti. Inoltre, criteri come la legge di Metcalfe non possono applicarsi a tutte le società Internet – come i distributori al dettaglio “dotcom” – né a tutte le imprese all'interno di un settore, poiché accanto ai vincenti vi saranno sempre dei perdenti.

Le elevate valutazioni non dipendono dalla dinamica storica degli utili

#### *Rischi di valutazione e potenziali implicazioni economiche*

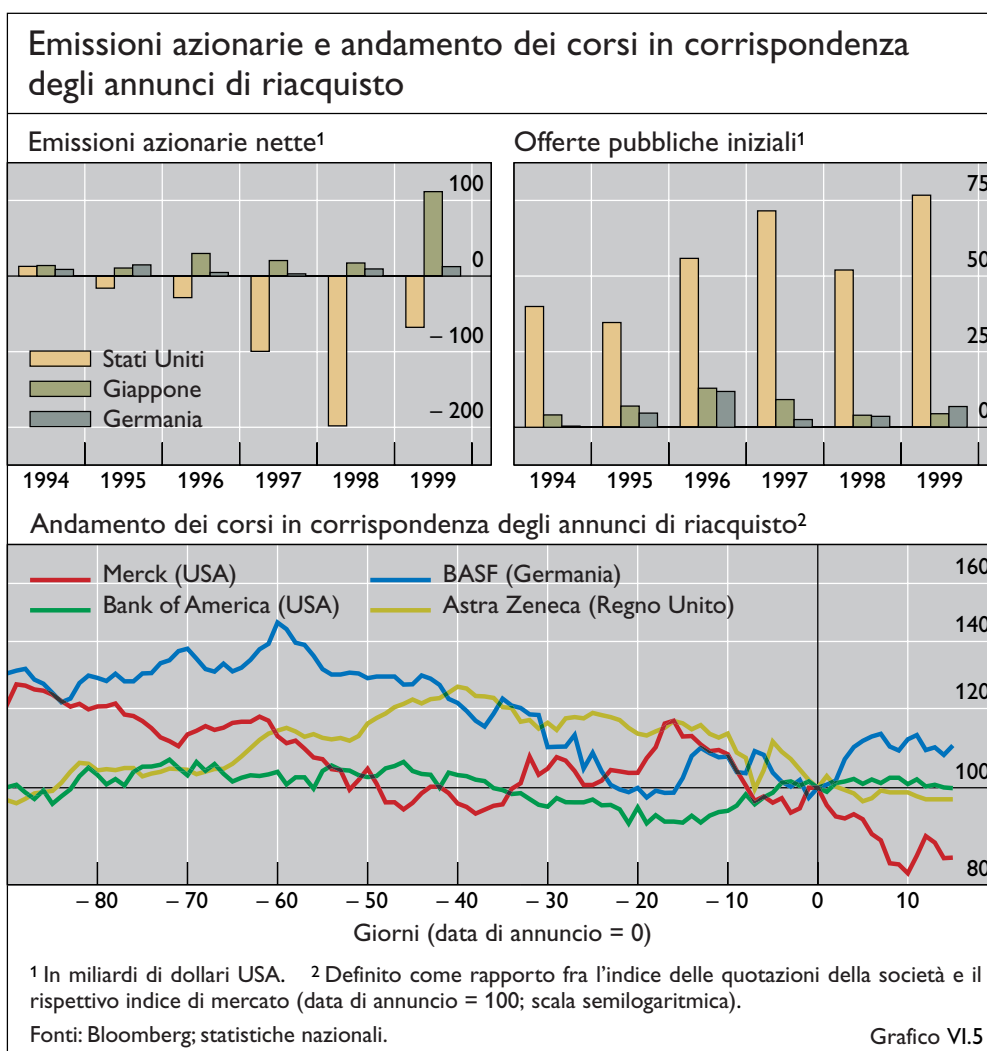
Le valutazioni storicamente elevate dei principali listini azionari comportano chiaramente il rischio di brusche correzioni a livello di mercato. Il settore tecnologico sembrerebbe particolarmente vulnerabile, ma anche quello non tecnologico mostra valutazioni elevate rispetto ai parametri storici. Benché per gran parte del primo trimestre 2000 gli investitori abbiano privilegiato alternativamente l'uno o l'altro settore, un cambiamento di umore che colpisse il comparto tecnologico potrebbe senz'altro ripercuotersi anche sulle azioni tradizionali. Spesso basta molto poco per provocare un simile mutamento di umore degli investitori. Ingenti ordini di vendita possono giungere senza segni

Basta molto poco a far mutare il clima di mercato

premonitori e innescare ulteriori vendite, in quanto altri investitori ne traggono indicazioni negative, indipendentemente dalla presenza di un reale contenuto informativo nelle operazioni iniziali. In passato ciò ha sovente causato una generale perdita di fiducia, allorché i prezzi sono inaspettatamente calati.

I rischi di una sopravvalutazione per l'economia reale non si limitano alla possibilità che una brusca correzione freni i consumi per l'agire degli effetti di ricchezza, oppure riduca gli investimenti attraverso un aumento del costo del capitale (Capitolo II). Eventuali distorsioni nell'allocatione del capitale durante la fase espansiva comportano anche la necessità di successivi aggiustamenti. Le conseguenze sull'economia reale delle variazioni nei prezzi relativi delle azioni tra settori tecnologico e non tecnologico erano già evidenziate dai rilevanti flussi finanziari tra i due settori. Nel 1999 gli operatori in tutto il mondo hanno investito un volume senza precedenti di fondi nelle OPI di nuove società, per lo più del comparto tecnologico (grafico VI.5). Al tempo stesso, le società non tecnologiche con azioni la cui performance era giudicata inferiore alla norma hanno continuato ad annunciare piani di riacquisto di azioni proprie, che hanno fatto riaffluire risorse finanziarie agli azionisti. Una sopravvalutazione delle OPI di titoli tecnologici potrebbe aver incoraggiato eccessivi ingressi di nuove aziende in tale settore, e il conseguente sovrainvestimento potrebbe in un

Volume record di offerte pubbliche iniziali di nuove società



secondo momento tradursi in una minore produttività. Se e quando avverrà una brusca correzione, parte delle perdite di capitalizzazione del mercato potrà giustamente essere attribuita a una revisione verso il basso della futura produttività attesa.

Nel 1999 la riallocazione di capitale ha anche assunto la forma di acquisizioni internazionali, che hanno spesso interessato società di telefonia mobile. Tali operazioni hanno contribuito a finanziare i principali squilibri mondiali di parte corrente. Gli Stati Uniti e l'America latina, in particolare, hanno finanziato i rispettivi deficit esterni anzitutto attraverso i capitali azionari affluiti dall'estero sotto forma di acquisizioni di imprese nazionali. In effetti, la sostenutezza della domanda estera di attività statunitensi ha favorito a tratti l'apprezzamento del dollaro nonostante gli ingenti disavanzi. In Europa, in particolare, un'ondata di fusioni e acquisizioni ha investito il settore delle telecomunicazioni. Contrariamente alla fine degli anni ottanta, molte delle recenti acquisizioni in tutto il mondo sono state regolate con azioni delle società acquirenti piuttosto che in contanti. Traendo vantaggio dagli elevati corsi azionari, le società tecnologiche potrebbero rilevare imprese di altri settori e utilizzare i flussi di cassa di queste ultime per propri fini di investimento. Resta da vedere se tale riallocazione di capitale avrà anche conseguenze per la futura crescita della produttività.

Acquisizioni regolate con azioni anziché in contanti

## Mercati obbligazionari

Così come i mercati azionari hanno facilitato uno spostamento della raccolta di fondi dai settori tradizionali a quelli della "nuova economia", anche i mercati obbligazionari in tutto il mondo hanno reso possibili nuove strategie di finanziamento e di investimento. Una tendenza strutturale di particolare importanza, acceleratasi nel periodo in esame, è una certa dislocazione dell'attività di raccolta dal settore pubblico a quello privato. Se da un lato i mercati hanno assorbito un volume senza precedenti di titoli del settore privato, dall'altro la prospettiva di una contrazione nelle emissioni del settore pubblico nel Nord America e in Europa ha determinato un ritiro di capitali di market-making e una ricerca di benchmarks alternativi sui mercati finanziari. Al tempo stesso, il ricordo delle perdite subite nell'autunno 1998 ha influito pesantemente sull'atteggiamento degli arbitraggisti. Questi fattori hanno contribuito a episodi di fluttuazioni erratiche di vari spreads di mercato, rendendo più opaca la distinzione fra premi di credito e di liquidità.

La raccolta di fondi si sposta dai mutuatari sovrani al settore privato

### *Emissioni del settore privato e spreads creditizi*

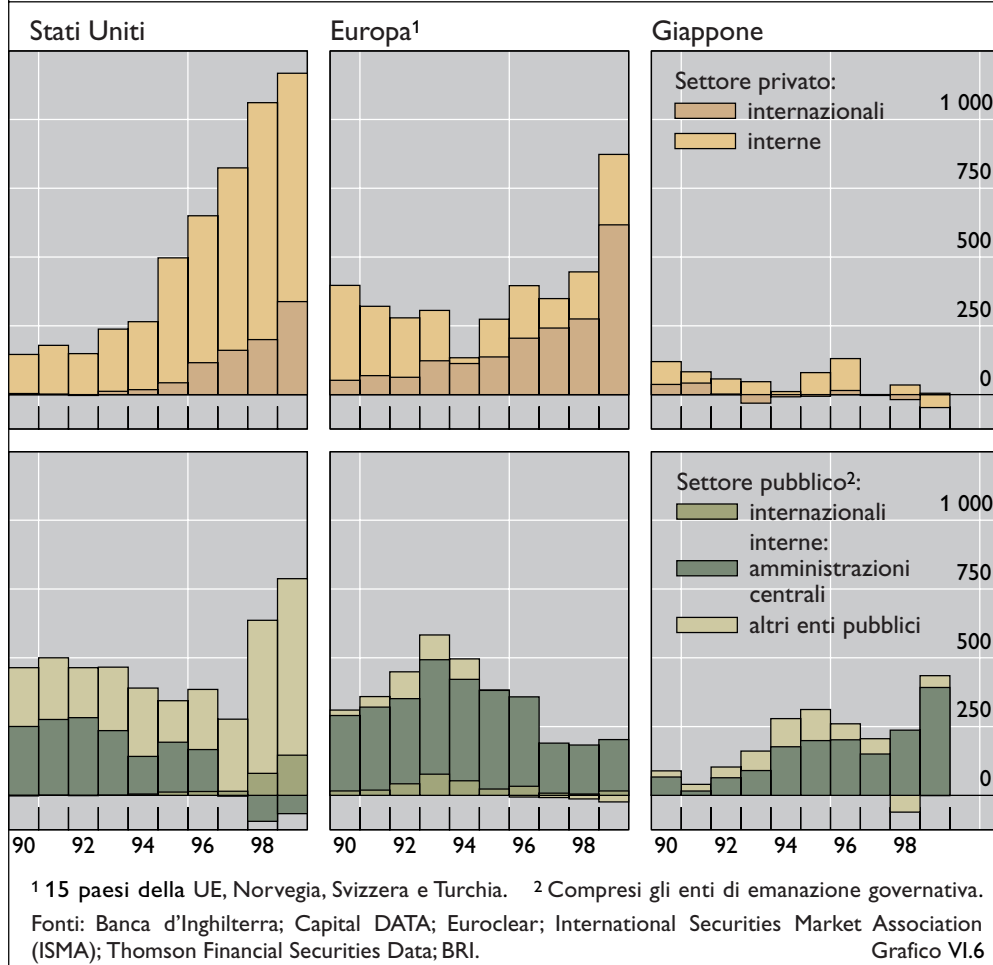
Il periodo in esame è stato caratterizzato da un certo assottigliamento delle tradizionali misure degli spreads creditizi. Tuttavia, ciò è dovuto non solo alle valutazioni del merito di credito, ma anche alla liquidità del mercato e a fattori dal lato dell'offerta che hanno interessato i mercati sia dei titoli di Stato che degli swaps di tasso d'interesse.

Vi è stato inoltre un volume senza precedenti di emissioni del settore privato. In conseguenza del riequilibrio dei conti pubblici, i collocamenti di titoli di Stato nella maggior parte dei principali paesi industriali, con l'importante eccezione del Giappone, sono diminuiti o hanno ristagnato (grafico VI.6).



## Mercati delle obbligazioni internazionali e interne

emissioni nette, in miliardi di dollari USA



Il settore privato ha risposto con emissioni record

Laddove vi è stato un aumento delle emissioni del settore pubblico, esso è riconducibile a enti autonomi e ad altri organismi parastatali, come gli istituti per il finanziamento dell'edilizia residenziale negli Stati Uniti. Il settore privato ha risposto alla maggiore disponibilità di risparmio lanciando prestiti per importi record. Proseguendo una tendenza recente, i mercati internazionali dei titoli di debito hanno assunto un ruolo preminente rispetto ai mercati interni. Al netto dei rimborsi, i collocamenti internazionali dei mutuatari del settore privato sono più che raddoppiati (tabella VI.2). In Europa le emissioni private internazionali hanno sopravanzato quelle interne, poiché l'introduzione dell'euro ha incoraggiato i prenditori ad avventurarsi al di là dei confini nazionali per trarre profitto dalla più ampia base di potenziali investitori nell'area dell'euro (Capitolo VII).

Il boom delle emissioni private ha avuto luogo in presenza di rendimenti nominali dei titoli pubblici in costante ascesa. I dati sulla crescita economica, unitamente ai rincari dei prezzi dell'energia, hanno indotto le autorità monetarie in Europa e negli Stati Uniti a innalzare i tassi ufficiali nell'intento di prevenire le spinte inflazionistiche. Per buona parte del 1999 le aspettative del mercato di un inasprimento monetario hanno sospinto verso l'alto i rendimenti a lungo termine. Nei primi mesi del 2000 i rendimenti hanno mostrato una notevole

volatilità, allorché gli operatori hanno riconsiderato il grado di inasprimento presumibilmente necessario per contrastare l'inflazione e hanno reagito a vari shock di liquidità.

L'effetto del rialzo dei rendimenti pubblici è stato in certa misura contro-bilanciato da una graduale, ancorché disomogenea, flessione degli spreads fra titoli privati e pubblici (grafico VI.7). Tali spreads si erano ampliati notevolmente nel corso delle turbolenze dell'autunno 1998, quando gli investitori si erano riversati sulle emissioni più sicure e liquide per timori circa la qualità creditizia di mutuatari dei mercati emergenti e di talune istituzioni finanziarie dei paesi industriali. Il loro conseguente restringimento segnalava la rinnovata fiducia nella ripresa delle economie emergenti e nelle prospettive economiche delle società emittenti, con l'accelerarsi della crescita nel mondo industriale. Pure al loro livello minimo, gli spreads creditizi rilevati negli Stati Uniti e in Germania erano comunque al disopra dei loro valori di metà 1998. Di fatto, i differenziali degli swaps – che rispecchiano il merito di credito generalmente elevato delle controparti di questo mercato – non si sono ridotti in misura apprezzabile durante il 1999 e i primi mesi del 2000. Ci si può chiedere perché tali differenziali non siano ulteriormente diminuiti pur in presenza di condizioni che apparivano in costante miglioramento e malgrado una rinnovata propensione al rischio.

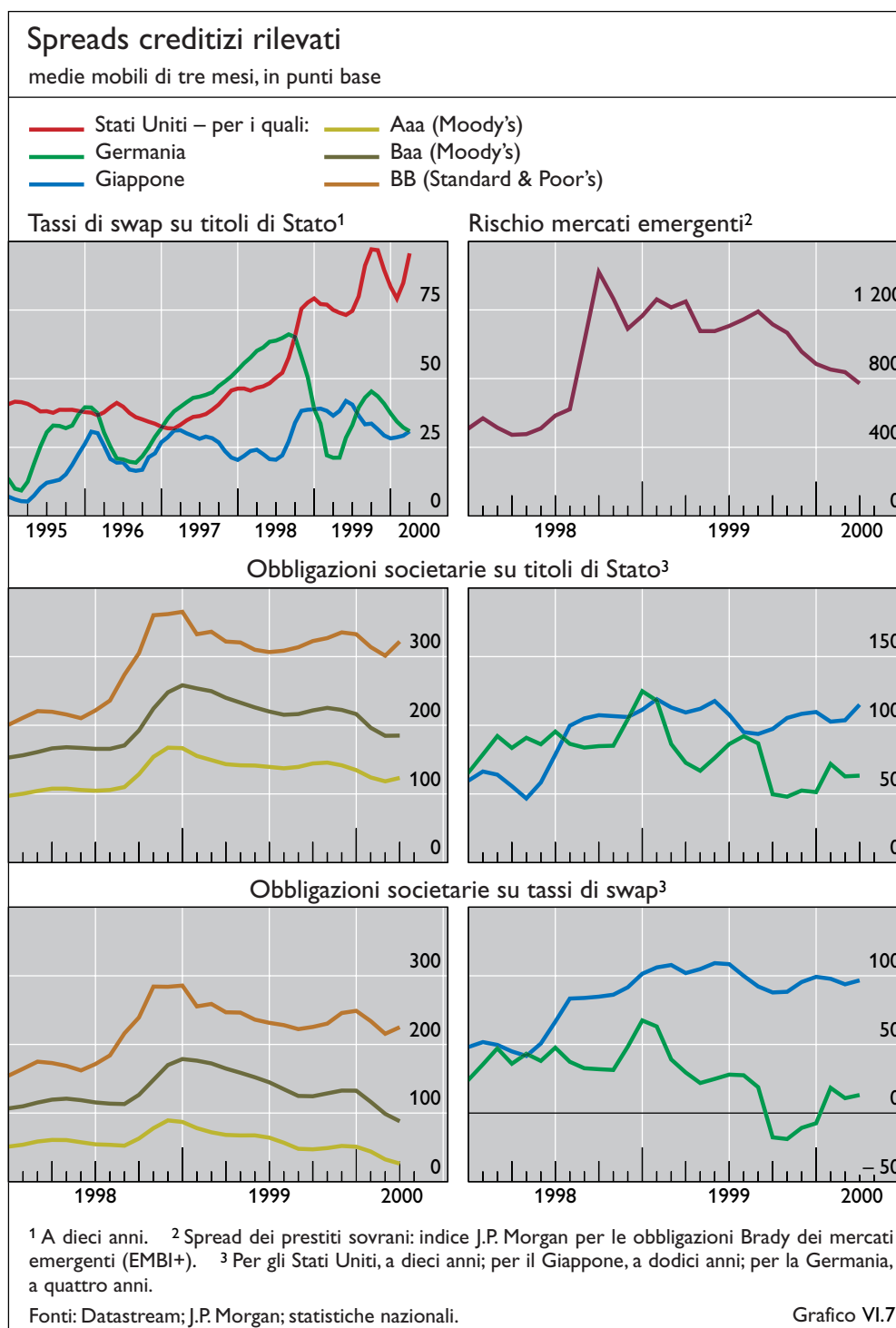
Calo  
relativamente  
contenuto degli  
spreads creditizi

Emissioni nette di titoli di debito internazionali <sup>1</sup>							
	1994	1995	1996	1997	1998	1999	Consistenze a fine dic. 1999
in miliardi di dollari USA							
Totale emissioni nette	251,8	260,6	532,0	563,2	680,9	1 225,2	5 365,5
Strumenti del mercato monetario <sup>2</sup>	4,5	18,7	39,9	14,8	9,8	68,6	260,0
Obbligazioni e notes <sup>2</sup>	247,3	241,9	492,0	548,4	671,1	1 156,6	5 105,5
Paesi sviluppati	203,1	226,9	404,2	439,0	574,8	1 149,4	4 503,0
Stati Uniti	22,9	55,4	130,2	176,0	280,3	484,5	1 310,8
Area dell'euro	126,5	132,1	177,3	172,0	210,7	494,0	1 746,5
Giappone	-6,9	-3,8	17,1	-1,3	-17,4	4,1	338,3
Centri offshore	7,2	0,7	17,1	13,9	10,0	15,7	74,7
Altri paesi	32,5	22,0	87,7	89,1	40,1	35,5	408,0
Istituzioni internazionali	8,9	11,0	23,0	21,2	56,0	24,6	379,8
Dollaro USA	64,4	68,4	259,1	331,6	410,4	546,2	2 512,2
Valute dell'area dell'euro	80,6	84,2	134,5	133,9	223,6	576,2	1 561,2
Yen	85,3	79,8	85,7	33,4	-26,8	-5,8	536,8
Altre valute	21,4	28,2	52,7	64,4	73,7	108,7	755,4
Istituzioni finanziarie <sup>3</sup>	134,8	167,0	342,3	355,6	369,5	659,1	2 581,4
Settore pubblico <sup>4</sup>	103,4	72,6	118,9	85,4	178,2	213,5	1 436,3
Amministrazioni centrali	50,1	37,3	53,5	31,6	45,1	40,4	459,0
Imprese private	13,5	21,1	70,7	122,3	133,2	352,7	1 347,8

<sup>1</sup> Tutte le emissioni, eccetto quelle effettuate da residenti in valuta nazionale e non mirate a investitori esteri. Per le obbligazioni internazionali, dati di flusso; per gli strumenti del mercato monetario e le notes, variazioni nelle consistenze al netto degli effetti di cambio. <sup>2</sup> Escluse le notes emesse da non residenti sul mercato interno. <sup>3</sup> Banche commerciali e altre istituzioni finanziarie. <sup>4</sup> Governi, enti pubblici e istituzioni internazionali.

Fonti: Banca d'Inghilterra; Capital DATA; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BRI.

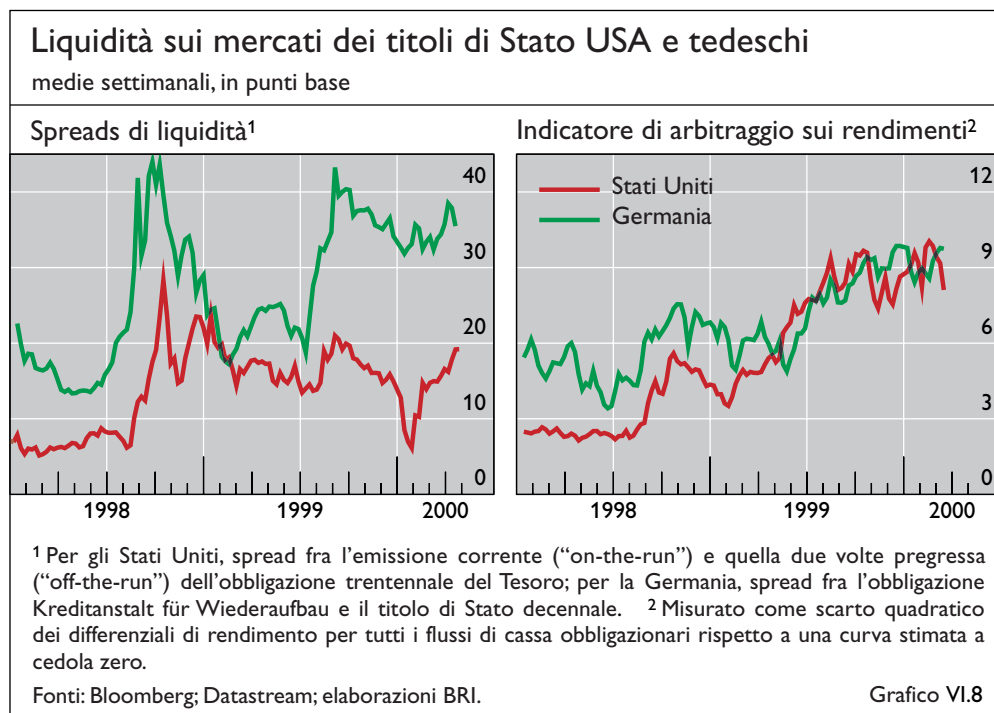
Tabella VI.2



#### Fattori di liquidità negli spreads creditizi

Due fattori strutturali con effetti avversi sulla liquidità sembrano aver concorso all'ampiezza e alle occasionali turbolenze degli spreads creditizi rilevati. In primo luogo, in previsione di una ridotta attività di emissione di titoli di Stato, gli operatori del mercato secondario avevano ridimensionato il capitale di market-making impiegato per fornire liquidità. Tale ridimensionamento pare essere iniziato già nel 1997. In secondo luogo, l'esperienza dell'autunno 1998 aveva lasciato in retaggio un'accresciuta sensibilità degli operatori al rischio di liquidità,

Gli operatori del mercato secondario ridimensionano il capitale di market-making



la quale aveva reso riluttanti i fondi con strategie di leva e le unità di negoziazione in proprio a impegnarsi in un'attività di arbitraggio in grado di assorbire shock di offerta o eliminare distorsioni nei prezzi relativi lungo la curva dei rendimenti. Di fatto, alcune istituzioni finanziarie potrebbero aver iniziato a incorporare il fattore liquidità nei propri sistemi di gestione del rischio. In conseguenza di questi due fattori strutturali, i premi di liquidità sono divenuti una componente significativa e occasionalmente volatile degli spreads creditizi misurati.

La carenza di attività di market-making e di arbitraggio è evidente anche nell'accresciuta segmentazione dei mercati dei titoli pubblici. Il grafico VI.8 illustra tale segmentazione in termini sia di spreads fra le emissioni pregresse ("off-the-run") e l'emissione più recente ("on-the-run"), sia di anomalie di prezzo. Entrambe le misure mostrano che nel corso del 1999 la liquidità è stata generalmente più bassa rispetto ai primi mesi del 1998. Tre degli indicatori considerati presentano lo stesso andamento anche nella prima parte del 2000. Il premio "on-the-run" USA pare essersi ridotto quest'anno, forse di riflesso a un accresciuto premio di rischio sull'obbligazione trentennale connesso con le incertezze circa il suo ruolo di benchmark dopo la revisione dei programmi di emissione del Tesoro USA. Le anomalie di prezzo evidenziate nel grafico VI.8, che tendevano in precedenza a scomparire rapidamente, paiono ora durare più a lungo. Di conseguenza, è divenuto più difficile prevedere la risposta del prezzo di un determinato titolo obbligazionario ad ampi movimenti nella struttura per scadenze. Questo maggiore rischio specifico ha ridotto l'attrattiva dei titoli di Stato per scopi di copertura.

Nel periodo in esame il ruolo inedito svolto dalla liquidità negli spreads creditizi effettivi è emerso in due occasioni. Nell'estate 1999 si è assistito a un brusco aumento dei differenziali di swaps di tasso d'interesse che ha sul

Le anomalie di prezzo sembrano ora durare più a lungo

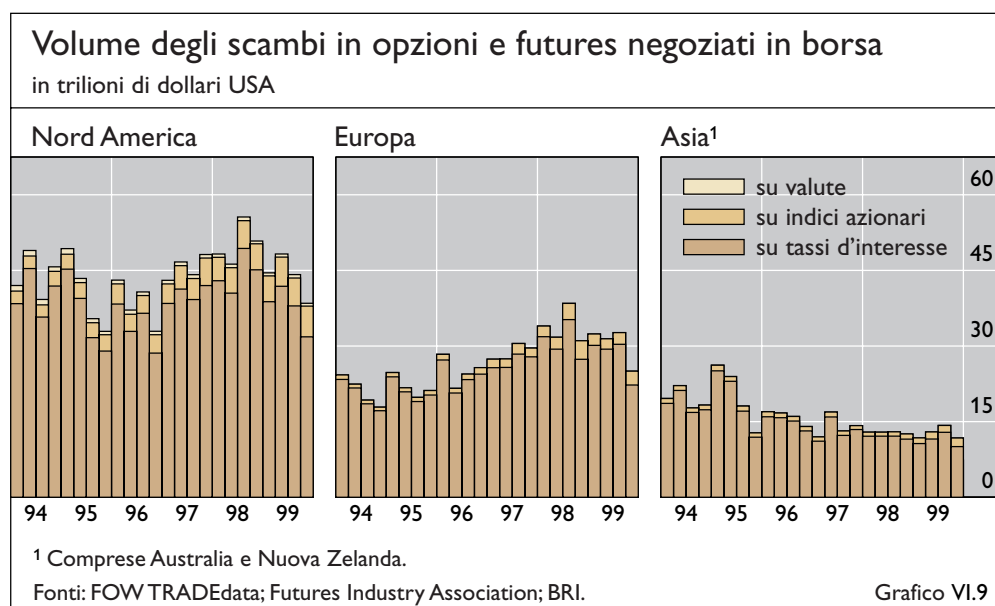
Forte aumento dei differenziali di swaps nell'estate 1999

momento disorientato gli osservatori, alla luce della generale solidità degli indicatori macroeconomici e dei prezzi delle attività finanziarie. A posteriori, tale aumento sembra aver rispecchiato pressioni sulla liquidità degli strumenti disponibili, dovute a uno squilibrio tra il volume record di emissioni societarie da un lato e l'interesse a tratti modesto degli investitori dall'altro. Gli emittenti si sono sentiti costretti ad "anticipare" i piani di emissione in previsione delle avverse condizioni di liquidità che si riteneva avrebbero accompagnato il cambio di millennio. Gli investitori sono parsi riluttanti ad assorbire questo volume aggiuntivo, in parte perché condividevano tali timori circa la liquidità, ma forse anche a causa dell'incertezza sull'evoluzione dei tassi d'interesse a seguito di un orientamento più restrittivo della Riserva federale. Tale squilibrio ha indotto gli intermediari obbligazionari a rivolgersi al mercato degli swaps, nel tentativo di coprire giacenze di insolito ammontare e di evitare al tempo stesso il rischio specifico annesso ai titoli del Tesoro a partire dall'autunno 1998. Il mercato degli swaps, a sua volta impreparato a una siffatta attività di copertura, non è sembrato possedere capacità di market-making atte ad assorbire agevolmente tale domanda.

I timori circa possibili disfunzioni di fine anno sono prontamente rientrati, specie dopo che le banche centrali hanno in generale preso iniziative volte a rassicurare i mercati che, all'occorrenza, sarebbe stata resa disponibile liquidità aggiuntiva. Fra le azioni intraprese figuravano un ampliamento della gamma di titoli stanziabili a garanzia, un aumento del novero delle controparti ammesse al finanziamento, nonché l'istituzione di nuove facilitazioni creditizie. Il passaggio al nuovo anno è di fatto avvenuto senza inconvenienti di rilievo sui mercati. Nondimeno, il grado di rallentamento dell'attività sui mercati finanziari nel quarto trimestre 1999 è osservabile nella netta flessione del volume delle negoziazioni di borsa in strumenti derivati, specie quelli collegati a tassi d'interesse (grafico VI.9).

Una nuova fase di aumento degli spreads ha interessato i mercati a partire dalla fine del gennaio 2000. L'incertezza circa la strategia di riscatto del debito

Passaggio al nuovo anno senza inconvenienti di rilievo



da parte del Tesoro USA e la prospettiva di un ulteriore inasprimento monetario hanno determinato un'inversione nella curva dei rendimenti in dollari USA e un nuovo spostamento delle attività speculative e di copertura verso il mercato degli swaps. Questo episodio ha indotto a vagliare più attentamente i titoli che avrebbero potuto essere impiegati come benchmarks in luogo delle emissioni del Tesoro USA (si veda oltre). L'ambiguità circa il merito di credito di una categoria di possibili benchmarks – le obbligazioni di enti di emanazione governativa quali la Federal Home Loan Mortgage Corporation ("Freddie Mac") e la Federal National Mortgage Association ("Fannie Mae") – ha causato un'ulteriore dilatazione degli spreads nel marzo 2000. In quel periodo è stata proposta, per il prossimo anno, un'iniziativa di legge volta a chiarire gli obblighi del governo nei confronti del debito di questi enti.

L'incertezza sul merito di credito degli enti USA amplifica gli spreads

#### *Ricerca di nuovi benchmarks*

Le variazioni nell'offerta relativa di titoli negoziabili pubblici e privati pongono problemi a mercati che si basavano su un'offerta costante e altamente liquida di titoli a rischio zero fungenti da parametro di base nel processo di determinazione del prezzo in termini di tasso d'interesse futuro e nella gestione dei rischi di mercato e di credito. Occorrerà nella fattispecie pervenire a un consenso sul tipo di titoli idonei alla funzione di benchmark; promuovere un'offerta di tali titoli che assicurino una sufficiente copertura della curva dei rendimenti; elaborare meccanismi di prezzo stabili e trasparenti; creare strumenti di sostegno quali pronti contro termine e futures; adottare tecniche di gestione dei rischi di mercato e di credito appropriate ai titoli di riferimento prescelti. La ricerca di un benchmark affidabile per i mercati dei titoli di Stato denominati in euro, trattata più approfonditamente nel Capitolo VII, offre un esempio istruttivo per alcuni dei problemi che si pongono in tale ambito.

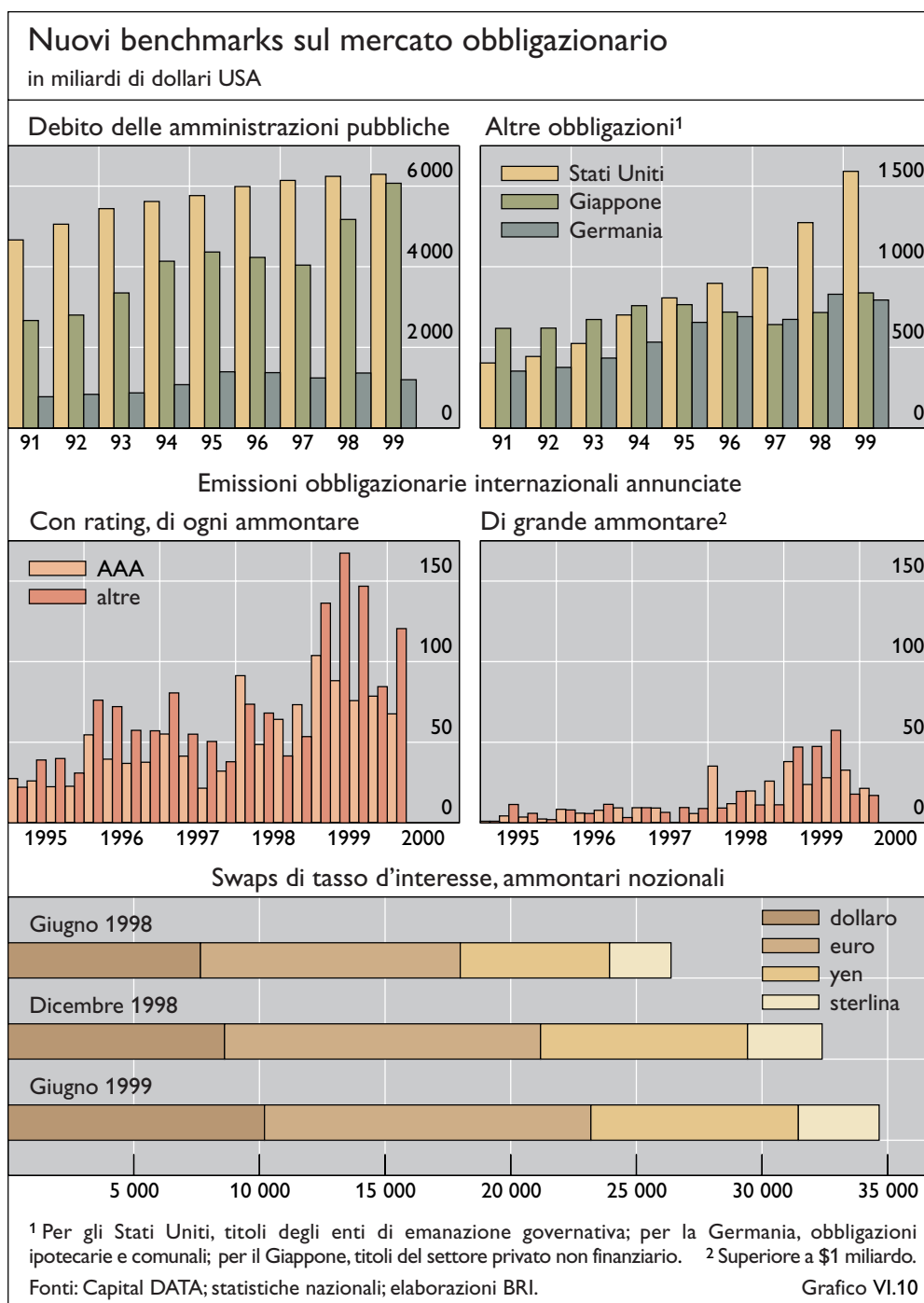
Il requisito essenziale di uno strumento benchmark è, paradossalmente, che esso sia ampiamente accettato in quanto tale. Il processo per cui uno strumento ottiene tale riconoscimento è molto difficile da prevedere o da influenzare mediante mezzi esterni, quali la regolamentazione. Tuttavia, la competizione fra gli emittenti per stabilire nuovi benchmarks a vari livelli di qualità creditizia ha già preso avvio, come mostra il crescente numero di emissioni di grandissimo ammontare durante lo scorso anno (grafico VI.10). Nel periodo in esame gli enti di credito ipotecario statunitensi hanno offerto diverse emissioni di questo tipo con scadenze strategiche, nell'intento di istituire benchmarks alternativi per il dollaro USA al più alto livello di qualità creditizia. In altre classi di rating si sono proposti come valori di riferimento i collocamenti in dollari della AT&T Corp (\$8 miliardi) e della Ford Motor Credit Co (\$5 miliardi), nonché le emissioni in euro collegate ad acquisizioni da parte della tedesca Mannesmann (€3,0 miliardi), della spagnola Repsol (€3,3 miliardi) e dell'italiana Tecnost (€9,4 miliardi).

Un'ampia accettazione è il requisito essenziale di un benchmark

Si è già accennato al rallentamento delle emissioni pubbliche e all'accelerazione di quelle del settore privato in termini di offerta complessiva. Il riquadro centrale del grafico VI.10 mostra che, in concomitanza con l'ampio incremento delle emissioni di obbligazioni societarie sui mercati internazionali, è aumentato fortemente il numero dei prestiti di grande ammontare (oltre \$1 miliardo), e in

Netto aumento delle grandi emissioni, specie con rating inferiore ad AAA

particolare di quelli con rating inferiore ad AAA. Resta peraltro da vedere se i vari emittenti privati riusciranno a raggiungere la massa critica di volumi operativi necessaria al potenziale ruolo di benchmark. Fra gli elementi che concorrono a tale massa critica figurano la fungibilità delle emissioni con scadenze analoghe e la disponibilità di futures, pct e altri strumenti di sostegno. È degno di nota, a questo proposito, il fatto che nel marzo 2000 il Chicago Board of Trade abbia iniziato a trattare futures e opzioni su titoli quinquennali e decennali dei predetti enti USA di emanazione governativa. Negli anni recenti, tuttavia, la negoziazione di strumenti derivati sui mercati organizzati è stata essenzialmente stagnante (grafico VI.9), mentre i mercati OTC hanno continuato a progredire



(grafico VI.10, riquadro inferiore). Ciò induce a ritenere che la disponibilità di derivati OTC costituirà un altro presupposto per l'adozione di futuri benchmarks.

Quanto alla stabilità di prezzo, è da notare che nel primo trimestre 2000 la flessione dei rendimenti sui titoli del Tesoro USA a dieci anni ha pressoché uguagliato l'ampliamento degli spreads. Di conseguenza, il livello complessivo dei rendimenti degli swaps e dei titoli societari di elevata qualità per quel segmento di scadenza è rimasto sostanzialmente invariato. Ciò indica che, in certa misura, investitori e mutuatari potrebbero aver già iniziato a pensare al prezzo dei crediti a rischio in termini generali piuttosto che in relazione a un benchmark. Tuttavia, la trasparenza di prezzo è destinata a rimanere limitata fino a quando gli operatori non raggiungeranno un ampio consenso sugli indici idonei per le varie categorie di strumenti del settore privato. Gli episodi descritti in precedenza illustrano come anche strumenti con mercati ampi e crescenti quali gli swaps possano essere soggetti a improvvisi quanto inattesi mutamenti nella dinamica dei prezzi.

È probabile che il passaggio a nuovi benchmarks non si limiti a modificare il processo di formazione del prezzo nel comparto a reddito fisso, ma influenzi anche molti altri aspetti del sistema finanziario. In particolare, se le obbligazioni del settore privato saranno chiamate a ricoprire il ruolo tuttora svolto dai titoli di Stato, alla gestione dei rischi di mercato e di credito si aggiungerà un ulteriore livello di complessità. Gli operatori dovranno perfezionare le proprie tecniche al fine di incorporare le componenti di rischio creditizio nella gestione delle posizioni di copertura e delle garanzie collaterali. Il compito di valutare e coprire i rischi di credito è stato agevolato dalla rapida crescita del mercato dei derivati creditizi. Gli operatori continueranno senz'altro a elaborare tecniche per assolvere tale compito, ma non è escluso che insorgano nuovi episodi di turbolenza, allorché verrà messa alla prova la liquidità dei diversi possibili strumenti di riferimento, si conosceranno meglio i connessi rischi e si affermeranno nuovi riferimenti di mercato.

La transizione a benchmarks privati solleva taluni problemi per i responsabili delle politiche. Di fronte a eccedenze di bilancio o a disavanzi in calo, i governi stanno adottando tattiche di retroguardia al fine di preservare la liquidità, principalmente mantenendo la dimensione delle emissioni lorde per determinate scadenze, pure in presenza di una contrazione della raccolta netta. Pertanto, la questione che si pone per la gestione del debito pubblico risiede nella scelta di titoli che non solo siano rilevanti come benchmarks, ma il cui uso sia difficile da replicare per i mercati privati. Al tempo stesso, le banche centrali si trovano confrontate con la crescente presenza di fattori di disturbo nelle curve dei rendimenti e negli spreads rilevati, che offuscano le informazioni circa l'evoluzione prospettica delle grandezze macroeconomiche e del credito e alterano in modo imprevedibile il meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Le autorità dovranno infine prepararsi a improvvise strette di liquidità, che potrebbero destabilizzare il sistema finanziario.

Maggiore rilevanza del prezzo complessivo dei crediti a rischio

Fattori di disturbo nelle curve dei rendimenti e negli spreads alterano il meccanismo di trasmissione

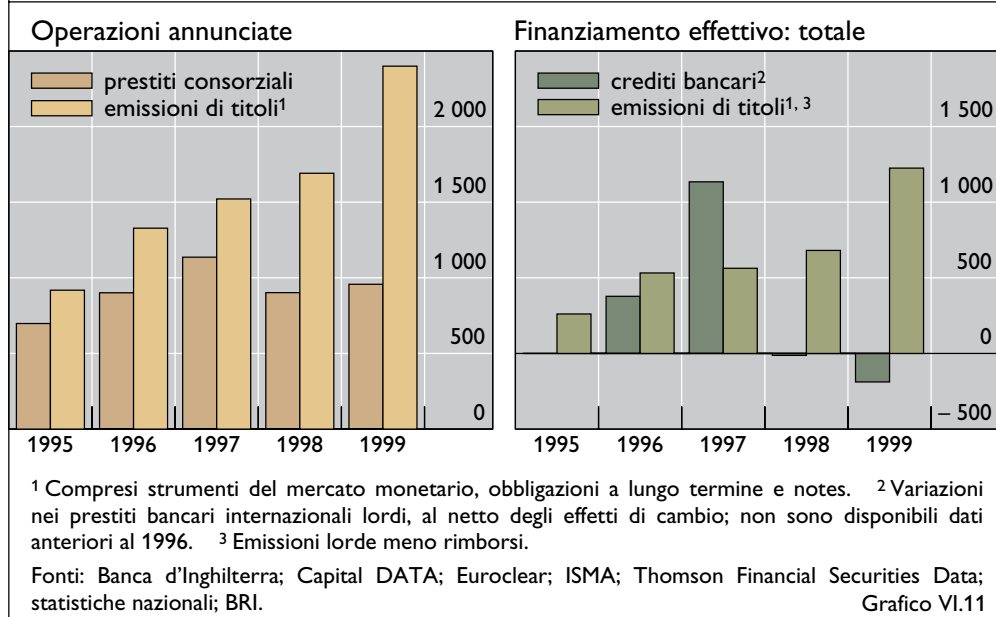
## Mercato bancario internazionale

Nel 1999, alla forte espansione del finanziamento mediante titoli internazionali ha fatto riscontro la perdurante debolezza del credito bancario (grafico VI.11).



## Attività sul mercato bancario e mobiliare internazionale

in miliardi di dollari USA



La tradizionale attività di credito delle maggiori banche relegata in secondo piano

Le maggiori banche mondiali paiono non aver avuto altra scelta che contribuire a tale andamento, investendo massicciamente in titoli di debito, e relegare in secondo piano la tradizionale attività creditizia. Ciò nonostante, il credito al settore non bancario nei paesi sviluppati ha iniziato a segnare un recupero rispetto ai bassi livelli del 1998, in particolare grazie ad alcune operazioni di elevato ammontare collegate a fusioni e acquisizioni. Viceversa, i prenditori delle economie emergenti latino-americane hanno mostrato una chiara preferenza per il finanziamento mediante titoli, piuttosto che per i prestiti bancari, mentre quelli asiatici hanno intensificato i rimborsi nella seconda parte dell'anno. Dopo una fase contrattiva nel primo semestre 1999, il mercato interbancario nei paesi sviluppati ha registrato un repentino e ingente afflusso di fondi, che le banche paiono aver avuto difficoltà a collocare presso nuovi prenditori.

### Flussi bancari verso i paesi industriali

Per le maggiori banche mondiali è stato più facile partecipare al mercato dei titoli di debito in piena espansione che ricercare opportunità di impiego sui tradizionali mercati del credito. Nel 1999, gli acquisti netti di titoli di debito sono ammontati a più di \$300 miliardi, un importo oltre tre volte superiore ai finanziamenti netti erogati al settore non bancario nei paesi sviluppati (tabella VI.3). Le banche hanno fornito l'impulso più forte al mercato mobiliare nel primo trimestre, durante il quale hanno effettuato circa un terzo del totale degli acquisti in titoli per l'intero anno. Impiegando gli abbondanti fondi provenienti dal rimborso di loro crediti sull'estero, nel corso dell'anno le banche in Giappone hanno collocato quasi \$130 miliardi in strumenti di debito. Anche in Germania e in Francia le banche hanno investito fortemente in titoli, principalmente in obbligazioni statunitensi, tedesche e italiane.

Le banche in Giappone, Germania e Francia sono i principali investitori in titoli

Aspetti principali delle attività internazionali delle banche dichiaranti alla BRI <sup>1</sup>								
	1998	1999	1998	1999				Consistenze a fine dic. 1999
	Anno	Anno	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	
in miliardi di dollari USA								
Attività verso paesi sviluppati	567,3	449,9	61,2	94,2	56,8	193,9	105,0	7 562,9
Crediti interbancari	288,7	29,9	-16,6	- 15,4	- 82,2	123,5	4,1	4 416,7
Crediti a soggetti non bancari	24,2	103,4	14,1	6,9	66,8	5,4	24,3	1 319,0
Titoli di debito <sup>2</sup>	254,4	316,6	63,8	102,8	72,3	65,0	76,6	1 827,3
Attività verso centri offshore	-178,0	-105,6	-72,5	- 68,9	- 45,0	-26,4	34,7	1 207,9
Crediti interbancari	-172,0	-139,3	-24,2	- 77,0	- 51,8	-47,7	37,2	858,4
Crediti a soggetti non bancari	- 27,1	6,3	-50,2	2,1	0,9	12,7	-9,3	224,8
Titoli di debito <sup>2</sup>	21,0	27,4	2,2	6,1	5,9	8,6	6,7	124,7
Attività verso paesi in via di sviluppo <sup>3</sup>	- 83,0	- 71,2	-25,6	- 9,4	- 20,7	-34,6	-6,5	857,1
Crediti interbancari	- 63,9	- 61,6	- 8,5	- 11,3	- 19,7	-22,3	-8,3	340,5
Crediti a soggetti non bancari	- 12,4	- 14,6	-12,2	2,4	- 3,6	-12,4	-1,0	389,9
Titoli di debito <sup>2</sup>	- 6,8	4,9	- 4,9	- 0,5	2,6	0,1	2,8	126,8
Attività non classificate	- 33,9	- 20,0	-10,2	- 3,0	- 0,3	-13,4	-3,3	195,6
Totale	272,4	253,1	-47,1	13,0	- 9,2	119,5	129,9	9 823,5
Crediti interbancari	28,1	-219,9	-55,4	-111,2	-153,5	34,7	10,1	5 684,0
Crediti a soggetti non bancari	- 26,9	92,2	-58,8	- 0,7	61,5	5,0	26,4	1 966,8
Titoli di debito <sup>2</sup>	271,2	380,7	67,1	124,9	82,7	79,8	93,4	2 172,7
<i>Per memoria:</i>								
<i>prestiti consorziali<sup>4</sup></i>	902,0	957,1	219,8	172,5	271,1	264,3	249,2	

<sup>1</sup> Variazioni nelle consistenze al netto degli effetti di cambio. <sup>2</sup> Dati parzialmente stimati. Comprese anche altre attività, che ammontano a meno del 5% del totale in essere. <sup>3</sup> Compresa l'Europa orientale. <sup>4</sup> Nuove operazioni annunciate.

Tabella VI.3

L'aumento nel 1999 del credito netto concesso dalle banche al settore non bancario nei paesi sviluppati rappresenta semplicemente la ripresa di un'attività che si era praticamente ridotta a zero l'anno precedente. Gran parte delle nuove operazioni si è concentrata nel secondo trimestre 1999, periodo in cui le banche hanno erogato \$67 miliardi di finanziamenti netti, un importo pari a oltre il 90% dei loro acquisti di titoli effettuati nel trimestre stesso. Le principali prestatrici sono state le banche in Giappone e nel Regno Unito, e i crediti maggiori sono stati in genere quelli destinati a finanziare fusioni e acquisizioni. I flussi creditizi si sono ridotti nel terzo trimestre, allorché i mutuatari non bancari negli Stati Uniti hanno effettuato rimborsi per \$25 miliardi, ma sono ripresi in certa misura nel quarto.

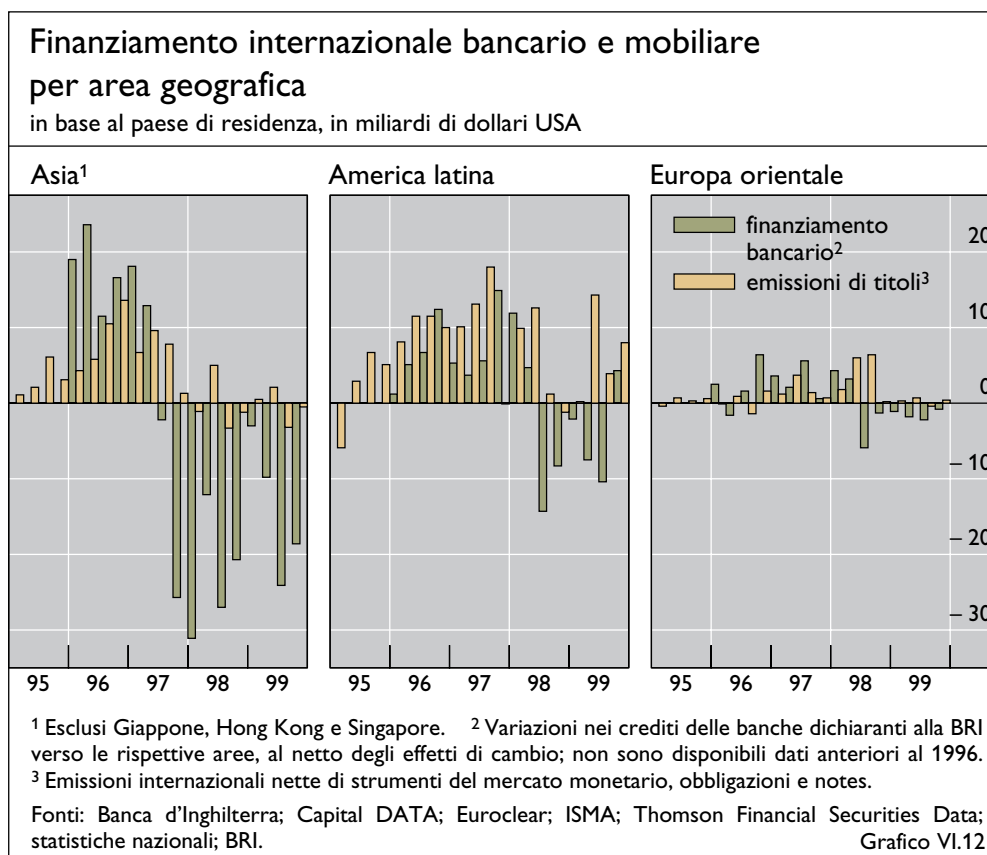
#### *Flussi verso i mercati emergenti*

Dopo essere stati marginalizzati dalle banche internazionali sia durante la crisi asiatica del 1997 che sulla scia della moratoria sul debito russo nel 1998, i prenditori dei mercati emergenti hanno riguadagnato il favore delle banche nel 1999. Nel secondo trimestre, nonostante la crisi valutaria brasiliana in gennaio, le banche parevano disposte a riprendere in misura sostanziale i finanziamenti a favore dei paesi emergenti. In effetti, due società elettriche brasiliane hanno ottenuto prestiti consorziali, anche se con spreads di oltre 800 punti base.

Pochi sono stati tuttavia gli altri mutuatari dei mercati emergenti. Questi ultimi, dopo essersi limitati per anni al servizio del debito, hanno repentinamente accelerato i rimborsi nel secondo trimestre. Di conseguenza, nel trimestre successivo è intervenuta la più forte contrazione delle attività bancarie verso i paesi in via di sviluppo dopo quella registrata nel periodo corrispondente del 1998. La flessione è stata pari a \$35 miliardi, quasi quattro volte il calo del primo trimestre. Una simile accelerazione dei rimborsi alle banche, a notevole distanza dalla stretta creditizia del 1998, è indicativa di un ridimensionamento del credito bancario indotto dai prenditori.

Gran parte dei rimborsi proviene dalle economie emergenti dell'Asia

Mentre la maggior parte dei rimborsi è provenuta dalle economie emergenti dell'Asia, lo spostamento di preferenza dai prestiti bancari al finanziamento mediante titoli è stato più evidente in America latina (grafico VI.12). In Asia, le eccedenze di parte corrente e gli afflussi di capitali azionari hanno fatto venir meno l'esigenza di ricorrere all'indebitamento esterno. Per l'intero 1999 i rimborsi provenienti dalla regione sono ammontati a \$56 miliardi, di cui 24 nel solo terzo trimestre e 19 nel quarto. I pagamenti più rilevanti sono stati effettuati da Cina, Thailandia e Indonesia. In America latina i disavanzi correnti hanno reso necessario un certo finanziamento debitorio, per il quale tuttavia si è fatto maggiore ricorso al mercato mobiliare che a quello dei prestiti bancari. Nel corso dell'anno i mutuatari latino-americani hanno effettuato rimborsi netti per \$16 miliardi, di cui quelli relativi al terzo trimestre, pari a \$10 miliardi, hanno più che compensato il nuovo indebitamento netto nel quarto. I rimborsi più elevati vanno attribuiti a Brasile e Messico.

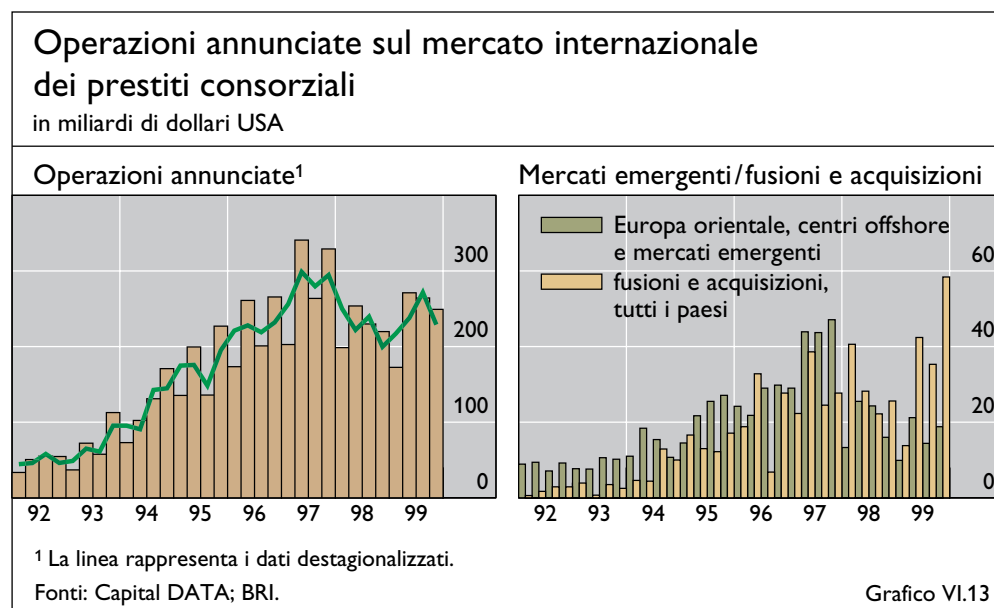


### Mercato interbancario e centri offshore

Il disimpegno delle principali banche dai centri offshore ha coinciso con la corsa verso il mercato dei titoli. Nel 1999 le posizioni creditorie delle banche nei confronti di questi centri si sono ridotte di \$106 miliardi. La flessione, che ha interessato la prima metà dell'anno, è imputabile in ampia misura a Hong Kong e Singapore. Essa risulta in buona parte da un'inversione nei flussi circolari di fondi bancari che dal Giappone venivano convogliati a Hong Kong, e in misura minore a Singapore, per tornare in Giappone sotto forma di prestiti al settore non bancario. Questa inversione nei flussi, iniziata a metà 1997, è proseguita fino al terzo trimestre dello scorso anno. Nei primi tre trimestri del 1999 il settore non bancario giapponese ha rimborsato \$40 miliardi alle banche di Hong Kong e Singapore. A loro volta, queste ultime hanno utilizzato tali fondi a parziale copertura dei prelievi effettuati da banche situate in Giappone, chiudendo in tal modo il cerchio. Parte dei fondi riaffluiti in Giappone pare essere stata destinata all'acquisto di valori mobiliari.

Inversione dei flussi circolari di fondi dal Giappone a Hong Kong e Singapore

Il mercato interbancario nei paesi sviluppati ha segnato un forte recupero nel secondo semestre dell'anno. Fino a quando le banche hanno potuto reperire facilmente nuovi mutuatari o altre opportunità di investimento per collocare i fondi ricevuti dalla clientela non bancaria, esse non hanno dovuto ricorrere in misura rilevante a crediti reciproci. Ciò è quanto pare essere accaduto nella prima metà del 1999, allorché i prestiti interbancari sono diminuiti di \$98 miliardi. Nel corso del terzo trimestre, invece, le banche hanno ricevuto rimborsi insolitamente elevati, pari a \$35 miliardi da parte dei mercati emergenti e a \$25 miliardi dai mutuatari non bancari negli Stati Uniti. Per poter assorbire questi fondi, il mercato interbancario li ha fatti transitare attraverso una catena di banche nell'ambito di un processo di aggiustamenti di portafoglio che ha determinato una temporanea espansione delle posizioni interbancarie. Pertanto, nei paesi sviluppati queste ultime sono aumentate fortemente, a \$124 miliardi nel terzo trimestre, dopo essersi ridotte per diversi trimestri consecutivi.



### *Prestiti consorziali internazionali*

Operazioni  
collegate  
ad acquisizioni  
all'origine  
dell'aumento dei  
prestiti consorziali

I prestiti consorziali hanno costituito la componente principale del nuovo credito al settore non bancario nel 1999. Nel corso dell'anno, le facilitazioni annunciate a livello aggregato sono ammontate a \$957 miliardi, segnando un modesto incremento rispetto al 1998 ma rimanendo al disotto del picco del 1997 (grafico VI.13). La ripresa del mercato è per lo più riconducibile ai prestiti collegati a fusioni e acquisizioni. Questa attività è stata dominata da poche operazioni di grande ammontare, fra cui un finanziamento di \$12 miliardi in tre tranches a fronte dell'acquisizione della statunitense Airtouch Communications da parte della britannica Vodafone Plc nel terzo trimestre, e un prestito di £8 miliardi in due tranches per cofinanziare l'acquisto della britannica Orange Plc da parte della tedesca Mannesmann AG nel quarto trimestre. Grazie a queste transazioni, per l'anno nel suo insieme le operazioni collegate a concentrazioni societarie hanno registrato un nuovo record (\$150 miliardi di prestiti annunciati). In contrasto con il vigore di questo comparto, i prestiti consorziali a favore di mutuatari dei mercati emergenti sono rimasti su livelli modesti, con un totale per l'anno pari a \$64 miliardi, inferiore del 23% rispetto al 1998.

## VII. L'euro e l'architettura finanziaria europea

### Aspetti salienti

L'avvento della moneta unica rappresenta una pietra miliare nell'evoluzione della struttura finanziaria europea. Non soltanto la UEM ha modificato in modo permanente il quadro in cui si iscrive la politica monetaria entro l'area della moneta comune, ma ha altresì conferito unità valutaria a un vasto blocco economico che rivaleggia per dimensione con le altre due economie leader del mondo. Al tempo stesso, essa ha impartito un notevole impulso ai mercati finanziari del continente, sostenendone la crescita in ampiezza e in spessore. La moneta unica ha avuto un influsso positivo anche sul processo di unificazione del mercato dei servizi finanziari in Europa e ha rafforzato la tendenza al consolidamento nel settore finanziario. Il capitolo esamina l'impatto dell'euro sul paesaggio finanziario europeo durante il primo intero anno di esistenza della moneta e tratta delle sfide che questa nuova realtà pone per il futuro.

Lo sviluppo e il progresso non sono stati uniformi in tutta la gamma di mercati e servizi finanziari. In certo qual modo, l'impatto dell'euro è stato maggiore laddove le condizioni preesistenti erano più favorevoli. I segmenti di mercato in cui le operazioni transnazionali avevano già raggiunto un livello considerevole e le strutture istituzionali presentavano un più alto grado di armonizzazione sono infatti quelli che ne hanno tratto più vantaggio. Nonostante l'impulso proveniente dall'eliminazione del rischio di cambio, le sole forze di mercato non sempre sono state in grado di superare gli impedimenti alla piena integrazione posti dalle disparità nazionali, a livello di infrastrutture tecnico-giuridiche e di prassi di mercato, che erano alla radice della segmentazione in taluni settori.

L'introduzione dell'euro, evidenziando i potenziali benefici di un ulteriore progresso verso un mercato finanziario europeo veramente unificato, ha contribuito a richiamare l'attenzione sui costi economici impliciti che comporta un'insufficiente armonizzazione dell'infrastruttura finanziaria nell'ambito della UEM. Essa ha cioè sottolineato il fatto che, per poter cogliere appieno i frutti derivanti dall'eliminazione delle barriere al commercio, occorre un risoluto impegno politico da parte degli Stati membri al fine di uniformare ulteriormente le strutture istituzionali e giuridiche di rilevanza per il processo economico.

### Mercati finanziari

In nessun altro ambito l'influsso positivo dell'euro è stato così immediato ed evidente come nei mercati finanziari europei, specie nei settori dei depositi interbancari e delle emissioni obbligazionarie private internazionali. Ambedue i mercati sono cresciuti rapidamente, trasformandosi in veicoli più efficienti per

l'allocazione della liquidità e del risparmio. Altri segmenti, invece, come quello dei crediti a breve garantiti e quello azionario, hanno in gran parte mantenuto il proprio carattere nazionale e non sono finora riusciti a sfruttare le accresciute potenzialità, in termini di efficienza e di liquidità, offerte da una più intensa attività transnazionale.

### *Mercati monetari*

La conduzione della politica monetaria nel contesto della UEM presuppone un meccanismo efficiente per l'allocazione della liquidità della banca centrale nell'intera area della moneta unica. Tale meccanismo è stato fornito dal mercato interbancario dei crediti non garantiti, il quale ha saputo rapidamente adattarsi al nuovo assetto. In questa sua funzione il mercato è stato assecondato da TARGET, il sistema per il trasferimento di fondi di grande ammontare in seno all'area dell'euro che, dopo aver prontamente superato alcuni problemi minori durante la fase operativa iniziale, è divenuto la spina dorsale del sistema dei pagamenti dell'area. Al successo della transizione ha contribuito anche la tempestiva risoluzione di ogni incertezza circa la curva dei rendimenti di riferimento per il mercato monetario. Durante le prime settimane del 1999 il tasso EONIA (euro overnight index average), prolungato dalla curva dei rendimenti Euribor e sorretto da un attivo mercato di strumenti derivati, è emerso chiaramente come il tasso di riferimento prescelto dagli operatori. L'affermarsi di un mercato monetario unico in euro è ben evidenziato dalla convergenza dei rendimenti in tutta l'area, e la sua efficienza è dimostrata dal costante restringimento dei differenziali lettera-denaro, ridottisi di circa il 40% rispetto al livello di cinque anni or sono (tabella VII.1).

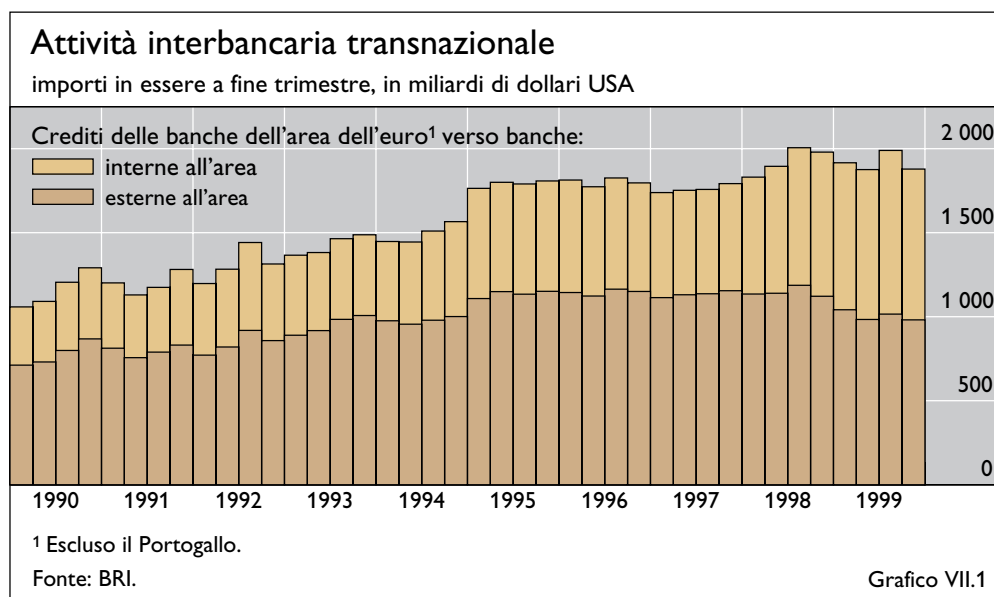
La comparsa di un efficiente mercato monetario dell'area dell'euro ha permesso ai tesoriери di molte grandi società di ridurre i costi grazie all'accantonamento delle operazioni di gestione di cassa. Le banche hanno dato forma a una

Emerge un mercato paneuropeo dei depositi interbancari ...

Differenziali lettera-denaro del mercato monetario a tre mesi <sup>1</sup>		1996	1997	1998	1999	2000 <sup>2</sup>
Area dell'euro <sup>3</sup>	media	14,4	12,4	9,6	8,9	8,4
	<i>dev. stand.</i>	3,0	3,5	1,8	3,1	3,1
Germania	media	16,5	15,1	8,2	9,2	8,5
	<i>dev. stand.</i>	6,3	7,6	2,9	4,1	3,1
Francia	media	14,1	11,2	11,3	8,7	8,5
	<i>dev. stand.</i>	4,6	2,7	3,0	2,8	3,1
Italia	media	11,3	9,3	10,1	8,9	8,5
	<i>dev. stand.</i>	2,3	2,4	2,8	2,6	3,1
Stati Uniti	media	12,5	11,3	8,8	9,0	9,3
	<i>dev. stand.</i>	2,9	5,3	4,0	2,9	2,8
Giappone	media	12,0	9,8	11,5	10,5	10,4
	<i>dev. stand.</i>	2,0	3,8	3,6	5,9	1,1

<sup>1</sup> In punti base sui depositi eurovalutari, chiusura di Londra. <sup>2</sup> Fino a metà aprile. <sup>3</sup> Prima del 1999, media ponderata dei tassi di Germania, Francia e Italia; pesi basati sulle quote di partecipazione al capitale della BCE.

Fonte: Standard & Poor's DRI. Tabella VII.1



struttura a due livelli in cui le maggiori istituzioni con una presenza paneuropea trattano i flussi transnazionali di liquidità, mentre quelle minori svolgono un più ristretto ruolo regionale. Il notevole aumento dell'attività interbancaria fra le istituzioni situate nei diversi paesi dell'area a partire dal quarto trimestre 1998 è conseguenza diretta di tale evoluzione (grafico VII.1).

A differenza del mercato dei depositi non garantiti, quello delle operazioni pronti contro termine (pct) non è riuscito a superare la segmentazione che lo caratterizzava prima dell'avvento dell'euro. Le regole e le infrastrutture di mercato esistenti, che possono senz'altro aver corrisposto ai bisogni degli operatori a livello nazionale, non sono necessariamente propizie allo sviluppo di un vero mercato generale paneuropeo dei crediti garantiti. L'attività transazionale rimane limitata, impedendo al mercato di realizzare appieno il suo potenziale di liquidità e dando luogo a persistenti differenziali di prezzo nonché a diversità di spessore dei vari segmenti. Il lento procedere dell'armonizzazione delle pratiche e convenzioni di mercato nazionali unitamente alla mancanza di una infrastruttura unificata fa sì che vari impedimenti ostacolino ancora l'ulteriore sviluppo del settore. Alcuni di questi impedimenti, come la laboriosa interconnessione fra sistemi di consegna, procedure di regolamento e pratiche di mercato, sono di natura tecnica e quindi relativamente facili da sormontare. Altri, invece, come le disparità nei requisiti di documentazione e nel trattamento fiscale, nonché le incertezze a riguardo dei diritti sui titoli sottostanti, sono direttamente connessi a differenze strutturali di fondo nei sistemi tributari e giuridici nazionali. Il conseguimento di una maggiore armonizzazione su questo fronte richiede un'azione di più ampia portata e, quindi, un considerevole impegno da parte delle autorità nazionali.

... ma i mercati pct restano segmentati

#### *Mercati obbligazionari*

L'effetto più spettacolare della UEM sulla struttura finanziaria del continente europeo è stato senza dubbio lo straordinario impulso che la moneta unica ha impartito ai mercati europei del reddito fisso. Infatti, nel 1999 le emissioni di



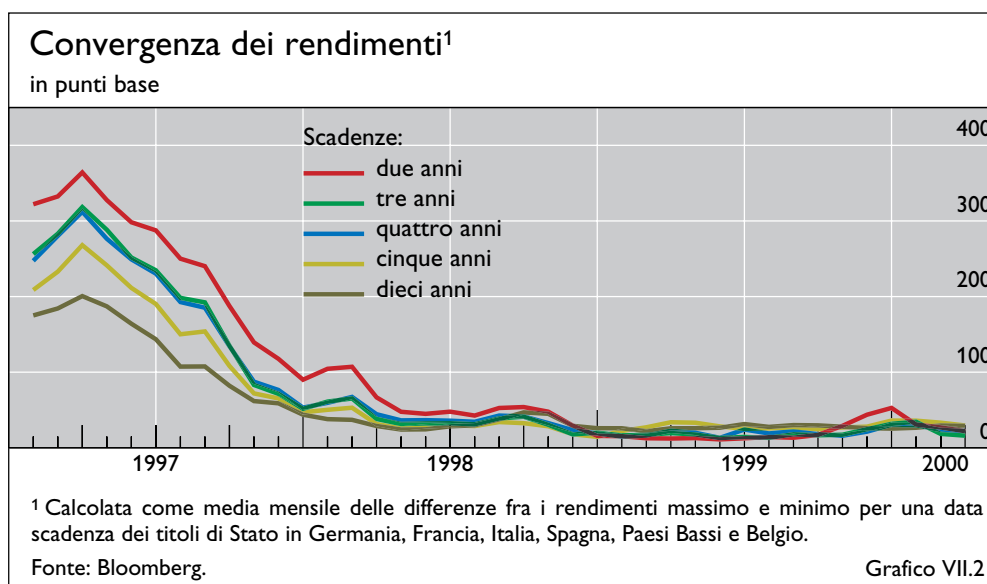
obbligazioni denominate in euro hanno fatto registrare un'impennata, totalizzando un importo di varie volte superiore alla media pre-UEM. La nuova moneta ha attratto sia i mutuatari pubblici sia quelli privati, ma è soprattutto la più intensa attività dei secondi, in particolare delle società europee, a costituire lo sviluppo di maggiore rilievo.

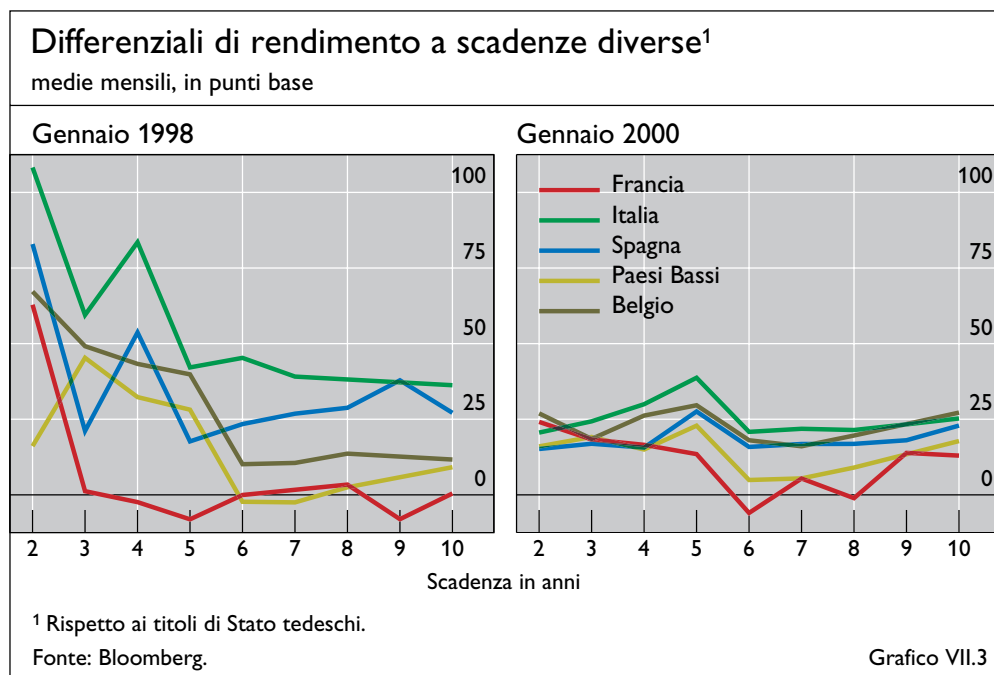
Il secondo mercato al mondo dei titoli di Stato ...

La conversione in euro dei titoli pubblici denominati nelle monete nazionali ha creato in un sol colpo un mercato che per dimensione supera attualmente il corrispondente mercato giapponese ed è secondo soltanto a quello dei titoli del Tesoro americano. A fine dicembre 1999 la consistenza dei titoli in euro a lungo termine emessi dai governi dei paesi dell'area era pari a € 2 200 miliardi circa, equivalente a due terzi delle obbligazioni in essere del Tesoro USA. Nel medio periodo i disavanzi di bilancio nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro, congiuntamente ai limiti posti all'indebitamento dal Trattato di Maastricht, dovrebbero mantenere il mercato al livello attuale. Per contro, le tendenze correnti e prospettive delle finanze pubbliche spingono i mercati statunitense e giapponese in direzioni opposte, facendo prevedere una contrazione del primo e una sensibile espansione del secondo.

... non è pienamente armonizzato

Il processo di convergenza economica nel periodo precedente l'avvio della UEM si è accompagnato a uno spettacolare avvicinamento dei tassi d'interesse negli 11 paesi partecipanti. Gli attuali differenziali di rendimento sono generalmente compresi entro 40 punti base, o meno, in ogni luogo della curva (grafico VII.2). A un esame più ravvicinato appare che tali differenziali rispecchiano in ampia misura fattori tecnici e di liquidità piuttosto che il rischio economico. Gli scarti di rendimento vicini ai 20 punti per mutuatari con rating analogo, come i governi tedesco, francese e olandese, sono troppo ampi per poter essere spiegati in termini di diversa valutazione del rischio creditizio, tanto più che lo spread fra i titoli francesi e olandesi da un lato, e quelli con più basso rating dei governi italiano e belga dall'altro, risulta di entità inferiore. Inoltre, è improbabile che le differenze nel merito di credito degli emittenti presentino una struttura per scadenze tale da spiegare il fatto che le curve di rendimento nazionali spesso si intersecano in più punti (grafico VII.3).





Liquidità, fisionomia del titolo e politica di emissione sono i principali fattori che spiegano l'alternarsi dei titoli tedeschi e francesi nella posizione di preminenza lungo la curva dei rendimenti. I titoli tedeschi godono dello status di valori benchmark nel segmento a breve e quindi nuovamente nella fascia di scadenze a 10 anni, dove sono integrati dal contratto future più trattato al mondo. Nella gamma intermedia di scadenze il Tesoro francese è riuscito a ricavare una nicchia per i propri titoli grazie a una politica di emissione innovativa, trasparente e gradita agli investitori.

Le specificità nazionali nelle politiche di gestione del debito e le differenti convenzioni di mercato non sono prive di costi. Preso singolarmente, nessuno dei mercati nazionali dei titoli di Stato è abbastanza ampio da poter diventare il riferimento per l'intera area dell'euro, e tanto meno insidiare il ruolo leader del mercato USA. Inoltre, la diversità delle strutture e delle convenzioni che presiedono alle emissioni nazionali si traduce in inefficienze in altri segmenti di mercato. Un esempio è fornito dal mercato pct, il cui sviluppo è ostacolato dall'imperfetta armonizzazione delle convenzioni. Anche il comparto delle obbligazioni societarie potrebbe trarre beneficio da una ben definita curva di riferimento per il debito di Stato, in relazione alla quale verrebbe determinato in modo coerente il prezzo dei titoli privati. Un maggiore coordinamento fra gli emittenti sovrani dell'area dell'euro per quanto concerne calendario di emissione, cedola, scadenza e altre caratteristiche tecniche dei titoli emessi accrescerebbe la fungibilità e lo spessore di mercato di tali titoli lungo l'intera struttura per scadenze, i quali verrebbero così probabilmente a beneficiare di un premio di liquidità. Quest'ultimo andrebbe verosimilmente a vantaggio soprattutto dei titoli emessi dai governi delle economie minori.

In considerazione dei potenziali vantaggi in termini di promozione del mercato e di riduzione dei costi per il servizio del debito, sono stati rivolti appelli ai governi della UEM affinché realizzino una maggiore cooperazione in questo ambito. La questione va tuttavia ben al di là di una semplice armonizzazione

Un maggiore coordinamento fra gli emittenti presenta vantaggi economici ...

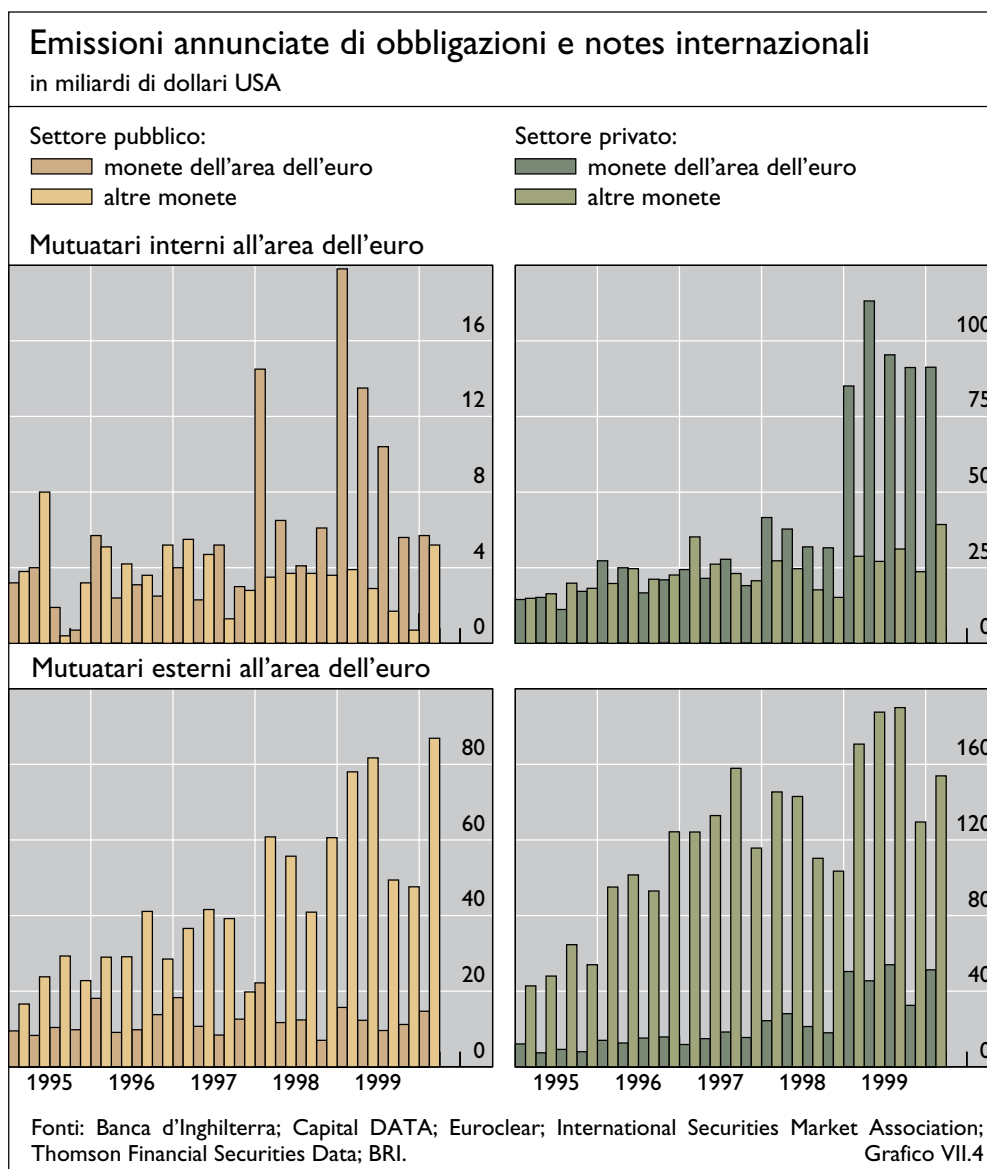
... ma pone un dilemma politico

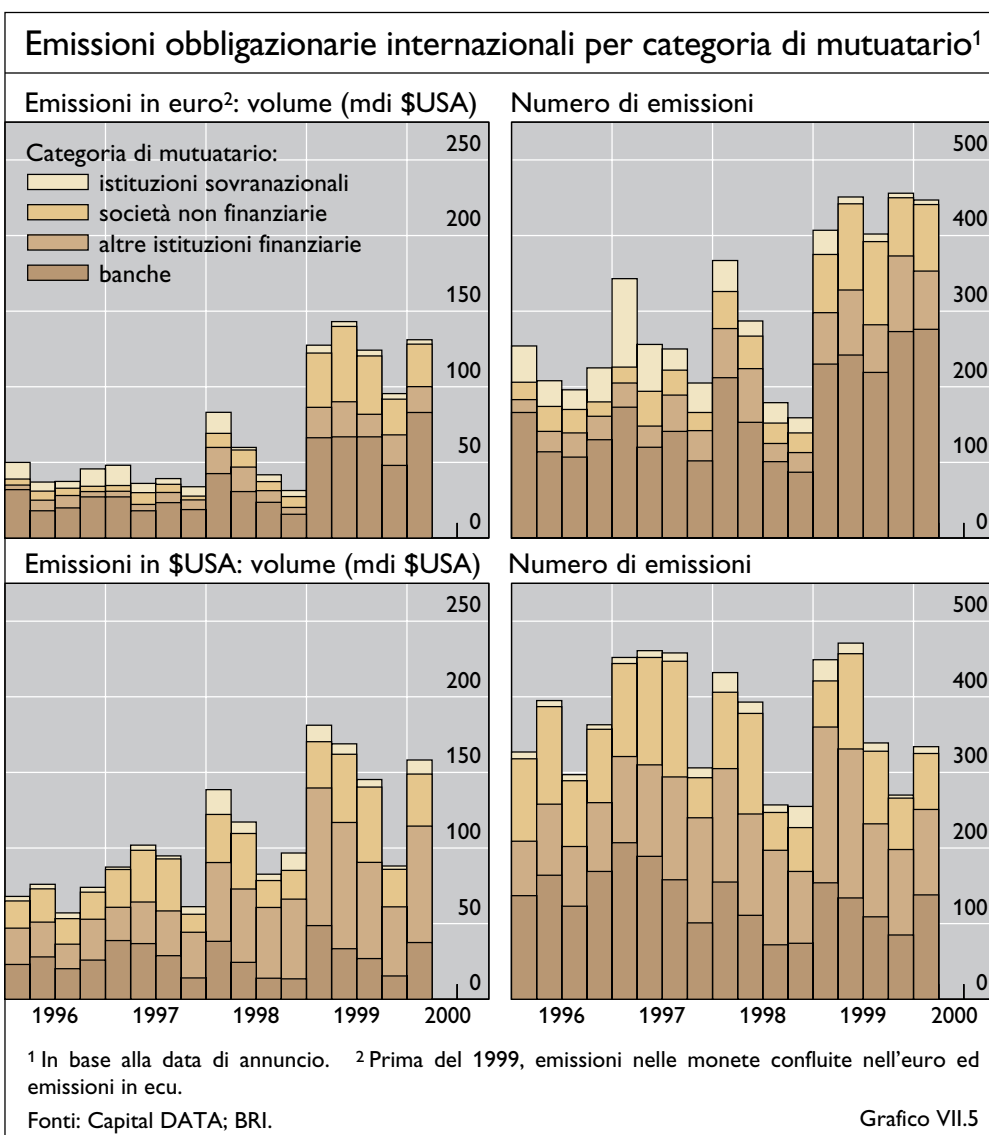
della struttura e delle convenzioni di mercato, in quanto tocca l'essenza del dibattito circa la misura in cui si possa o si debba rinunciare alla discrezionalità nazionale in nome del conseguimento di benefici non equamente distribuiti all'interno dell'area. Per alcuni degli schemi più formali proposti si tratta anche della misura in cui la cooperazione comporterebbe, di fatto o nella percezione del pubblico, una condivisione di responsabilità sul piano delle politiche fiscali, ciò che è esplicitamente escluso dal Trattato di Maastricht. I benefici economici attesi da un maggiore coordinamento vanno pertanto accuratamente soppesati a fronte di un'ulteriore erosione della sovranità nazionale. Questo dibattito, già ricorrente durante il processo preliminare a Maastricht, mostra come una più stretta integrazione economica sia verosimilmente destinata a suscitare ulteriori questioni di tale natura.

### Obbligazioni societarie

Notevole aumento delle emissioni private ...

L'euro ha esercitato una particolare attrattiva sui prenditori del settore privato sia interni che esterni all'area. Nel periodo dal luglio 1998 al dicembre 1999 i





mutuatari privati residenti negli 11 paesi partecipanti hanno emesso il 76% del proprio debito in euro, rispetto alla quota media del 50% fatta registrare dall'insieme delle corrispondenti monete nazionali fra gennaio 1990 e giugno 1998. Nello stesso arco di tempo i prenditori non residenti nell'area hanno denominato in euro un quinto delle proprie emissioni internazionali, ossia quasi il doppio della quota totalizzata dalle 11 monete anteriormente al luglio 1998 (grafico VII.4).

Pur potendosi affermare che i bassi rendimenti e la tendenza calante della moneta abbiano avuto un certo ruolo nello stimolare l'interesse degli emittenti per l'euro, è evidente che all'aumento delle emissioni hanno concorso anche fattori strutturali. Fra questi primeggia il notevole allargamento della base di investitori. La moneta unica ha in effetti allentato i requisiti di bilanciamento delle attività e passività valutarie prescritti a molti investitori istituzionali, un vincolo che si era tradotto in una forte incidenza dei valori nazionali nella distribuzione dei portafogli. Le imprese di assicurazione e i fondi pensione hanno così potuto beneficiare dell'eliminazione del rischio di cambio realizzando in pari tempo una maggiore diversificazione degli averi con investimenti in

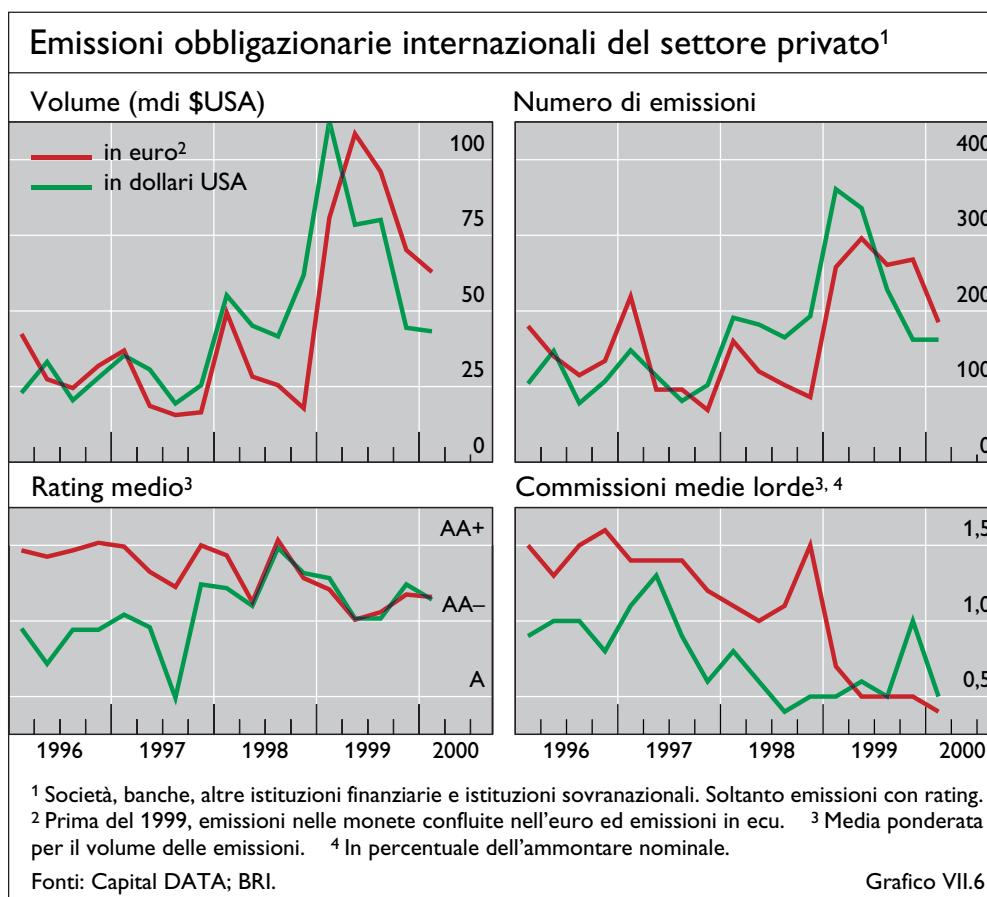
... assecondato dalla forte domanda dell'area dell'euro

tutta l'area della moneta unica. Gli investitori tedeschi, ad esempio, avevano decisamente aumentato i propri acquisti di attività estere denominate in euro già prima dell'introduzione della nuova valuta. Gli acquisti si sono ancora intensificati in seguito, cosicché nel 1999 circa i due terzi degli investimenti di portafoglio in uscita dalla Germania hanno riguardato attività in euro.

La composizione dei mutuatari che hanno attinto al mercato obbligazionario dell'euro rispecchia in parte la struttura tradizionale dei flussi di finanziamento europei, ma in parte anche il suo profilo evolutivo. I prenditori più importanti, in termini sia di numero di emissioni sia di volume di fondi raccolti, sono stati gli istituti bancari europei (grafico VII.5). Larga parte di questi collocamenti è dovuta alle vendite di attività cartolarizzate in forma di "Pfandbriefe" da parte delle banche tedesche. In effetti, il successo incontrato da tali titoli ha indotto vari paesi europei ad adottare normative che ne ricalcano le caratteristiche istituzionali, nell'intento di favorire la cartolarizzazione degli impieghi bancari. Le innovazioni di questo genere introdotte di recente in Francia, Spagna e Lussemburgo devono ancora consolidarsi e conseguire il grado di liquidità e il favore degli investitori di cui godono gli omologhi strumenti tedeschi. Una quota più modesta, ma in aumento, di obbligazioni in euro è stata emessa da società non finanziarie, che hanno approfittato del crescente interesse per il rischio di credito mostrato dagli investitori europei. All'interno di questo gruppo vi è un'elevata concentrazione di imprese di telecomunicazioni, le quali hanno fatto ampio ricorso ai mercati obbligazionari per finanziare l'ondata di fusioni e acquisizioni in questo settore. I grandi emittenti, come le istituzioni

Elevata  
concentrazione  
delle emissioni  
bancarie ...

... e di imprese di  
telecomunicazioni



sovrnazionali e altre agenzie e società finanziarie basate in dollari, continuano a essere sottorappresentati nel mercato delle obbligazioni denominate in euro in rapporto alla loro dimensione e presenza su scala mondiale. A spiegazione di questo fenomeno vengono spesso addotte le condizioni non favorevoli sul mercato degli swaps, che accrescono i costi effettivi di finanziamento in dollari per questi mutuatari, abituati a spuntare tassi d'interesse inferiori al Libor.

L'avvento dell'euro ha reso obsolete le strategie di investimento basate su arbitraggi e posizioni speculative nei rendimenti delle monete nazionali, stimolando gli investitori a focalizzare maggiormente l'attenzione sul rischio di credito. I gestori istituzionali di portafogli in Europa hanno iniziato a perfezionarsi nella valutazione e gestione del rischio creditizio, mostrando un crescente interesse per questo tipo di esposizione. Il fenomeno è testimoniato dal progressivo allargamento del mercato verso i prestiti di più basso merito di credito. Quel che in passato soleva essere un mercato riservato ai mutuatari con rating AA o superiore ha potuto assorbire un più ampio ventaglio di prestiti (grafico VII.6). Il segmento dei crediti di qualità non bancaria, pur rimanendo assai più sottile e meno diversificato del suo omologo statunitense, ha ripreso slancio dopo la grave battuta d'arresto subita all'indomani delle turbolenze finanziarie del 1998.

Investitori più interessati al rischio di credito

Incidenza della moneta di denominazione e della nazionalità nella scelta della capofila di prestiti obbligazionari					
Nazionalità mutuatario	Moneta di denominazione				
	Monete costituenti l'euro	Euro	Dollaro USA	Totale	
Quota di mercato delle capofila con nazionalità corrispondente alla moneta di emissione (in %) <sup>1</sup>					
Area dell'euro	1996-98	59,0	63,1	41,1	53,8
	1999-2000 <sup>2</sup>	56,3	60,0	39,6	55,1
Stati Uniti	1996-98	34,6	28,6	81,7	71,9
	1999-2000 <sup>2</sup>	-	26,9	79,4	71,1
Totale	1996-98	53,2	58,2	64,2	57,8
	1999-2000 <sup>2</sup>	50,5	53,0	69,3	58,2
Quota di mercato delle capofila con la stessa nazionalità del mutuatario (in %) <sup>3</sup>					
Area dell'euro	1996-98	39,7	35,4	19,2	28,1
	1999-2000 <sup>2</sup>	18,1	42,1	22,3	36,6
Stati Uniti	1996-98	52,6	44,5	81,7	74,2
	1999-2000 <sup>2</sup>	-	53,5	79,4	75,2
Totale	1996-98	28,2	27,7	38,6	32,1
	1999-2000 <sup>2</sup>	19,2	36,3	51,2	41,5
<sup>1</sup> Quota percentuale delle emissioni di mutuatari con una specifica nazionalità (righe), acquisite da capofila aventi nazionalità corrispondente alla moneta di denominazione dei titoli (colonne). Ad esempio, nel periodo 1996-98 le banche USA hanno capeggiato il 41,1% delle emissioni in dollari USA di mutuatari residenti nell'area dell'euro. <sup>2</sup> Fino a metà marzo. <sup>3</sup> Quota percentuale delle emissioni di mutuatari con una data nazionalità (righe) denominate nella moneta specificata (colonne) e acquisite da capofila aventi la stessa nazionalità dell'emittente. Ad esempio, nel periodo 1996-98 il 19,2% delle emissioni in dollari USA di mutuatari residenti nell'area dell'euro è stato capeggiato da banche con sede nello stesso paese di residenza del mutuatario.					
Fonti: Capital DATA; elaborazioni BRI.					Tabella VII.2

Accresciuta  
concorrenza nella  
sottoscrizione di  
obbligazioni

L'introduzione della moneta unica ha avuto un ruolo cruciale nell'accrescere la contendibilità del mercato dei servizi finanziari alle imprese. La tabella VII.2 evidenzia come storicamente la nazionalità dei sottoscrittori di obbligazioni internazionali sia stata più strettamente correlata alla moneta di denominazione dei titoli che alla nazionalità degli emittenti. Ciò indica che la presenza di relazioni consolidate fra le imprese e le loro banche di investimento non è tanto importante, nella scelta dei sottoscrittori, quanto la capacità di questi ultimi di determinare correttamente il prezzo dell'emissione e di collocarla in un mercato a loro ben noto. L'avvento dell'euro ha ridotto il vantaggio locale che derivava alle banche europee dalla familiarità con investitori aventi una forte propensione per la moneta nazionale. Sebbene gli effetti di questa evoluzione non siano riusciti a modificare la sostanza delle cose, il riquadro in basso a destra del grafico VII.6 mostra come durante gli ultimi due anni nel segmento denominato in euro vi sia stata una rapida convergenza delle commissioni verso il livello del segmento in dollari USA. Assieme alla crescente analogia in termini di media della qualità creditizia dei mutuatari e alla più stretta corrispondenza fra i volumi delle emissioni nei due segmenti, questa convergenza è un chiaro indizio della progressiva integrazione del mercato obbligazionario internazionale.

Lo sviluppo del mercato delle emissioni societarie in euro avrà un effetto duraturo sulla struttura finanziaria europea, tradizionalmente caratterizzata dal prevalere della finanza intermediata dalle banche. Una base di investitori più ampia e ricettiva dovrebbe incoraggiare un maggior numero di mutuatari privati a rimpiazzare i prestiti bancari con strumenti di mercato. Nel contempo, è probabile che gli stessi istituti bancari attingano maggiormente al mercato per finanziare i propri portafogli di attività meno liquide. È evidente che tali sviluppi, ampliando la gamma dei canali di finanziamento, tendono a migliorare l'efficienza del meccanismo di allocazione del risparmio, con beneficio per l'intera economia europea. D'altra parte, nella misura in cui accresce la sensibilità dei bilanci delle imprese e delle banche alle condizioni del mercato dei capitali, questa tendenza è potenzialmente foriera di nuove sfide alla stabilità finanziaria dell'area.

#### *Mercati azionari*

Robusta offerta

Due fra gli sviluppi più significativi osservati lo scorso anno sui mercati azionari europei sono collegati solo tangenzialmente all'introduzione della nuova moneta: la robusta attività di emissione e l'ulteriore maturazione delle borse europee specializzate in azioni di società giovani e in crescita. I collocamenti sul mercato primario sono stati assecondati dai corsi generalmente sostenuti e dalla perdurante tendenza del settore pubblico a dismettere attività commerciali. Nel 1999 il volume lordo delle emissioni azionarie internazionali di società residenti nell'area dell'euro è aumentato di quasi il 70% rispetto al livello medio dei due anni precedenti. Il calo dei rendimenti obbligazionari in gran parte dell'area, conseguente alla convergenza economica, ha contribuito ad accrescere l'interesse degli investitori al dettaglio per gli investimenti azionari più rischiosi ma potenzialmente più remunerativi. In effetti, il volume senza precedenti di mezzi affluiti ai fondi azionari ha sorretto le quotazioni in gran parte dei mercati dell'area dell'euro.

Una nuova generazione di imprenditori, più aperta al mercato dei capitali, ha portato in borsa un maggior numero di imprese medio-piccole. Questa tendenza è stata favorita dal successo della rete di “nuovi mercati” creata in molti paesi europei nell’intento di permettere l’accesso al finanziamento azionario a piccole imprese dinamiche con un elevato potenziale di sviluppo. Dopo una fase di forte crescita agli inizi del 1999, il mercato è stato destabilizzato da un eccesso di offerta di nuovi titoli durante la maggior parte dell’anno. La situazione è nuovamente migliorata a novembre, sotto l’influsso della forte ascesa mondiale dei valori della “nuova economia” (Capitolo VI). In questo frangente l’intensa attività di offerta pubblica iniziale ha trovato accoglimento presso un gruppo più diversificato di investitori che mostrano maggiore interesse per il settore.

Nuova tipologia di emittenti

Molti prevedevano che l’avvento della moneta unica avrebbe segnato l’inizio di un nuovo paradigma nella valutazione di mercato dei titoli azionari delle società situate nell’area della UEM. Ci si attendeva infatti che, con l’eliminazione del rischio di cambio, l’adozione di una politica monetaria pienamente unificata e il maggiore coordinamento delle politiche fiscali nei paesi della UEM sarebbe diminuita la rilevanza dei fattori macroeconomici nazionali nella determinazione del prezzo delle azioni. Anche l’espansione delle operazioni commerciali transnazionali, favorita dai progressi del mercato unico europeo, avrebbe dovuto accrescere l’importanza dei fattori inerenti al settore specifico, rispetto

Persistenza delle tradizionali determinanti di prezzo

Indicatori del mercato azionario										
	Capitalizzazione <sup>1</sup>				Volume scambi <sup>2</sup>			Numero di titoli quotati <sup>1</sup>		
	in miliardi di dollari USA			1999 in % del PIL	in miliardi di dollari USA			1990	1995	1999
	1990	1995	1999		1990	1995	1999			
Area dell'euro	1 169	2 119	5 526	85	737	1 237	4 342	2 485	2 592	3 893
Germania	355	577	1 432	68	509	594	1 551	413	678	1 043
Francia	314	522	1 503	105	121	213	770	578	450	968
Italia	149	210	728	62	42	87	539	220	250	264
Spagna <sup>3</sup>	111	198	432	72	...	163	739	427	362	723
Paesi Bassi	120	356	694	176	41	124	471	260	217	233
Belgio	65	105	184	74	9	18	59	182	143	159
Austria	11	33	33	16	11	13	13	97	109	97
Portogallo	9	18	67	62	...	4	40	181	169	125
Finlandia	23	44	349	272	4	19	110	73	73	147
Irlanda	...	26	69	75	...	...	48	...	80	84
Lussemburgo	10	30	34	192	–	–	1	54	61	50
Stati Uniti <sup>4</sup>	3 059	6 858	16 773	181	1 778	5 481	19 412	6 599	7 671	7 297
Giappone <sup>5</sup>	2 918	3 667	4 455	102	1 288	884	1 676	2 071	2 263	1 889
Regno Unito	849	1 408	2 955	206	543	1 153	3 399	1 701	2 078	2 292
Canada <sup>6</sup>	242	366	789	124	71	185	389	1 144	1 196	1 406
Svizzera	160	434	678	262	65	340	562	182	233	239

<sup>1</sup> Azioni nazionali quotate. <sup>2</sup> Valore delle contrattazioni in azioni; totale quotazioni nazionali ed estere. A causa delle differenti metodologie di segnalazione e di calcolo le cifre sul volume degli scambi non sono perfettamente comparabili. <sup>3</sup> Per il volume degli scambi, soltanto la borsa di Madrid; per gli altri dati, comprese le borse di Barcellona, Bilbao e Valencia. <sup>4</sup> Per il volume degli scambi, borsa di New York e Nasdaq; per gli altri dati, compresa AMEX. <sup>5</sup> Per il volume degli scambi, soltanto la borsa di Tokyo; per gli altri dati, compresa la borsa di Osaka. <sup>6</sup> Borse di Toronto, Montreal e Vancouver.

Fonti: International Federation of Stock Exchanges (FIBV); Società finanziaria internazionale (SFI); Swiss Exchange. Tabella VII.3



a quella delle grandezze economiche nazionali, nella valutazione delle società. Finora, tuttavia, i dati sulle quotazioni societarie non permettono di discernere un cambiamento significativo. Il valore azionario delle singole imprese continua a muoversi più in sintonia con quello delle altre società del medesimo paese che con quello delle società analoghe operanti negli altri paesi dell'area dell'euro, a indicazione che i prezzi sono ancora influenzati principalmente dagli investitori locali con un'allocazione dei portafogli fortemente orientata in senso nazionale.

Un fattore che ha probabilmente contribuito a mantenere questa segmentazione dei mercati azionari è l'attuale mancanza di una infrastruttura di negoziazione integrata che copra l'intera area della UEM. Vi sono stati numerosi tentativi di istituire una piattaforma unificata che consenta agli investitori interni ed esterni all'area di contrattare senza soluzione di continuità azioni di società europee mediante accordi bilaterali o multilaterali fra le borse nazionali esistenti. Il progetto più ambizioso prevede un'alleanza fra sei delle maggiori borse dell'area dell'euro, assieme alle piazze di Londra e di Zurigo, con l'obiettivo di creare un mercato paneuropeo dei titoli più capitalizzati e trattati. L'intenzione è di cominciare con iniziative limitate, come l'armonizzazione dell'orario di apertura, per poi costituire progressivamente un'infrastruttura comune di negoziazione, nonché meccanismi di regolamento e di compensazione uniformi. Migliorando la liquidità del mercato e riducendo i costi di trattamento delle operazioni, tale progetto aiuterebbe i mercati azionari europei a realizzare appieno le loro potenzialità e raggiungere dimensioni commisurate all'economia dell'area (tabella VII.3). Tuttavia, i progressi sono stati finora più lenti di quanto inizialmente previsto. L'intesa su un'architettura comune è ostacolata dalle ambizioni dei singoli partecipanti e dalla riluttanza a modificare regole e procedure consolidate. La delusione per gli scarsi progressi e le crescenti pressioni concorrenziali esercitate da vari sistemi di contrattazione elettronica di nuova creazione hanno indotto alcune borse a ricercare una più stretta collaborazione su scala minore. Gli esempi di maggiore rilievo sono le annunciate fusioni fra la London Stock Exchange e la Deutsche Börse da un lato, e fra le borse di Parigi, Amsterdam e Bruxelles dall'altro. Mentre la fusione anglo-tedesca creerà la seconda borsa del mondo per capitalizzazione di mercato, l'altra darà origine a un importante concorrente in Europa. Si prevede che in una fase successiva altre borse europee aderiscano a queste due alleanze.

Progressi gradualmente  
verso una borsa  
paneuropea

## Consolidamento nel settore finanziario

L'euro ha avuto un ruolo centrale nel rimodellare l'intermediazione finanziaria nell'area della UEM e nella sua periferia, rafforzando i fattori che stimolano il processo di consolidamento in atto da qualche tempo nei settori degli enti creditizi e degli intermediari non bancari. Esso ha infatti rimosso le barriere economiche all'offerta transnazionale di servizi finanziari entro l'area della moneta unica, aumentando così le potenzialità di crescita e di diversificazione che si offrono alle banche dei paesi partecipanti. L'euro ha inoltre rinvigorito la tendenza alla creazione di aziende di più ampie dimensioni in grado di beneficiare appieno delle maggiori economie di scala rese possibili dal progresso tecnologico.

L'euro rafforza la  
tendenza al  
consolidamento ...

Al tempo stesso, la moneta unica ha intensificato la concorrenza, quantomeno nel mercato all'ingrosso, accrescendo l'incentivo a creare istituzioni capaci di competere efficacemente su scala paneuropea nell'offerta di servizi bancari alle imprese.

Il processo di consolidamento nel settore finanziario europeo ha subito un'accelerazione in vista dell'introduzione della nuova moneta, ed è poi proseguito a ritmo incessante. L'ondata di fusioni ha raggiunto anche i paesi situati alla periferia dell'area dell'euro, in parte per ragioni di affinità, e in parte nella prospettiva di un futuro ingresso nella UEM. Tuttavia, le concentrazioni aziendali nel settore finanziario, pur avendo spesso interessato diversi comparti, sono rimaste in gran parte confinate al territorio nazionale. A livello internazionale prevalgono invece le alleanze strategiche, sovente potenziate dall'acquisizione di partecipazioni minoritarie non di controllo.

... per lo più a livello nazionale

Vi sono vari fattori che possono spiegare questa preferenza per le fusioni a dimensione nazionale. Una ragione è che esse offrono più evidenti opportunità di riduzione dei costi mediante lo sfoltoimento della rete di sportelli e il taglio di capacità ridondanti. Un altro importante fattore è che tali operazioni presentano di regola meno complicazioni sul piano dei conflitti di cultura aziendale e manageriale fra le due istituzioni fuse, una delle più frequenti cause di insuccesso. Un terzo motivo risiede nel fatto che una forte presenza nazionale è vista come il presupposto per la riuscita di alleanze internazionali, in quanto rafforza la posizione negoziale dell'istituzione. I dati mostrano inoltre che le economie di scala sono maggiori nell'attività all'ingrosso, che si presta meglio a essere accentrata, rispetto al settore al dettaglio, dove la presenza

Fusioni e acquisizioni nel settore finanziario dell'area dell'euro <sup>1</sup>										
	Stesso paese		Altro paese euro		Altro paese non euro		Totale		In percentuale <sup>2</sup>	
	Numero	Valore <sup>3</sup>	Numero	Valore <sup>3</sup>	Numero	Valore <sup>3</sup>	Numero	Valore <sup>3</sup>	Numero	Valore <sup>3</sup>
<b>Fra banche</b>										
1998	7	8 445	1	147	12	13 787	20	22 379	12,7	13,0
1999	9	41 242	4	9 465	15	7 495	28	58 202	15,9	34,2
2000 <sup>4</sup>	3	4 528	0	0	5	11 654	8	16 182	26,7	62,0
<b>Fra banche e imprese finanziarie non bancarie</b>										
1998	4	28 604	1	646	3	897	8	31 147	24,2	37,9
1999	3	20 816	1	800	12	4 130	16	25 746	20,8	56,4
2000 <sup>4</sup>	8	4 768	1	1 631	4	653	13	7 052	48,1	39,1
<b>Fra imprese finanziarie non bancarie</b>										
1998	6	7 299	2	7 974	7	1 201	15	16 474	11,8	13,8
1999	11	15 508	4	378	19	21 888	34	37 774	15,7	40,7
2000 <sup>4</sup>	4	5 071	1	9	5	454	10	5 534	23,3	18,8

<sup>1</sup> La società acquirente oppure la società acquisita risiede nell'area dell'euro. Unicamente operazioni compiute o in corso; volumi alla data di annuncio. <sup>2</sup> Sul totale delle fusioni e acquisizioni in tutti i paesi. <sup>3</sup> In milioni di dollari USA. <sup>4</sup> Dal 1° gennaio al 10 aprile.

Fonte: Bloomberg. Tabella VII.4

Struttura di costo nel settore bancario						
	Numero di sportelli per 1000 abitanti			Occupati per \$1 000 di attivo		
	1990	1995	1998	1990	1995	1998
Stati Uniti	0,29	0,28	0,29	0,40	0,32	0,29
Giappone <sup>1</sup>	0,18	0,19	0,19	0,07	0,06	0,06
Area dell'euro <sup>2</sup>	0,56	0,55	0,55	0,21	0,15	0,15 <sup>3</sup>

<sup>1</sup> Per l'indice degli occupati, soltanto banche commerciali. <sup>2</sup> Per l'indice degli occupati, soltanto Germania, Francia, Italia, Belgio, Paesi Bassi e Spagna. <sup>3</sup> 1997.  
Fonte: statistiche nazionali. Tabella VII.5

locale è essenziale. In questo senso, quanto si è potuto osservare finora è verosimilmente soltanto il primo stadio di questo processo di consolidamento, cui è destinata a seguire una fase più orientata verso la dimensione internazionale.

### Quadro regolamentare e di vigilanza

Un quadro che  
contempera  
armonizzazione  
con decentra-  
mento ...

La creazione di un mercato unico dei servizi finanziari nell'Unione europea figurava già tra gli obiettivi del Trattato di Roma del 1957. Le sole forze di mercato non sono tuttavia riuscite a superare gli ostacoli giuridici, regolamentari e pratici alla prestazione di servizi su base transnazionale. Riconoscendo le difficoltà insite nella realizzazione di una piena armonizzazione delle normative nazionali, l'Unione ha adottato un approccio fondato sui principi del mutuo riconoscimento dei quadri regolamentari esistenti – fatti salvi livelli minimi di armonizzazione essenziale – e del controllo dello Stato membro di origine. Tale approccio ha agevolato l'adozione di una legislazione fondamentale. Nel contempo, esso ha creato un assetto normativo in cui elementi comuni coesistono con altri rimasti sotto il controllo nazionale e quindi potenzialmente diversi da un paese all'altro. Questa miscela di armonizzazione e decentramento è ancora più evidente nella UEM, in cui la conduzione della politica monetaria è interamente accentrata mentre la salvaguardia della stabilità finanziaria resta in larga misura di competenza nazionale.

... ha implicazioni  
per la  
concorrenza ...

In un mercato privo di distorsioni concorrenziali, istituzioni analoghe devono poter avere pari opportunità di accesso e sostenere in pari misura i costi connessi con il quadro regolamentare e di vigilanza e con i meccanismi di gestione delle crisi. Il mantenimento di un sistema in cui il controllo su importanti componenti di questo quadro resta decentrato induce a interrogarsi sulle eventuali implicazioni in termini di parità concorrenziale nell'Unione europea. Accrescendo l'integrazione del contesto economico in cui operano le istituzioni finanziarie della UE, l'avvento dell'euro ha messo in risalto gli effetti distorsivi che le differenze tra gli elementi ancora decentrati potrebbero avere sulla concorrenza.

... e la stabilità  
finanziaria

La decisione di lasciare alle autorità nazionali gran parte delle competenze in materia di salvaguardia della stabilità finanziaria ha inoltre sollevato interrogativi sui meccanismi più adeguati per il conseguimento di tale finalità nell'insieme dell'area dell'euro. Questi interrogativi riguardano in particolare le conseguenze

del decentramento per l'equilibrio tra gli incentivi che influiscono sulle decisioni delle autorità competenti e i mezzi di tutela della stabilità a disposizione delle stesse in un contesto economico sempre più internazionale. Si tratta di aspetti che hanno acquisito ulteriore rilevanza alla luce della maggiore integrazione economica promossa dall'euro.

Tra il mantenimento di pari condizioni concorrenziali e la salvaguardia della stabilità finanziaria esiste un rapporto più stretto e complesso di quanto possa apparire a un primo esame. L'esperienza insegna che le distorsioni nella concorrenza possono minare la stabilità inducendo l'assunzione di rischi eccessivi. D'altro canto, i vincoli all'erogazione di aiuti alle aziende in dissesto, introdotti per evitare disparità di trattamento, potrebbero in taluni casi rendere più difficile un'efficace gestione delle crisi finanziarie.

#### *Assetto attuale*

Dalla sua adozione con la Seconda Direttiva di Coordinamento Bancario, il principio del "controllo dello Stato membro di origine" costituisce parte integrante dei principali interventi normativi intesi a promuovere il mercato unico dei capitali. Tale principio rappresenta anche un elemento importante dell'architettura della UEM. Fatto salvo un livello minimo di armonizzazione dei requisiti prudenziali, esso affida la vigilanza consolidata a livello mondiale su un ente creditizio della UE all'"autorità competente" dello Stato membro in cui l'ente ha la sua sede sociale. Quest'ultima riceve dalle controparti dello Stato membro ospitante tutte le informazioni di cui ha bisogno. Le norme per l'esercizio dell'attività sono invece di competenza dello Stato membro in cui vengono prestati i servizi.

Il ricorso al controllo dello Stato membro di origine ...

Ancor prima dell'introduzione dell'euro, questo principio fondamentale ha costituito la base per lo sviluppo di una complessa rete collaborativa fra le autorità regolamentari e di vigilanza. La cooperazione e lo scambio di informazioni tra gli Stati membri sono stati assicurati in parte bilateralmente, attraverso protocolli d'intesa, e in parte a livello della UE, mediante il Comitato consultivo bancario e il Gruppo di contatto. Le autorità comunitarie di vigilanza dei mercati assicurativo e mobiliare si sono avvalse di strutture parallele di coordinamento. Una grande eterogeneità contraddistingue il panorama dei sistemi nazionali di vigilanza sul settore finanziario: oltre al numero di autorità competenti – da un organo unico a più enti responsabili dei diversi settori – varia anche il grado di coinvolgimento delle rispettive banche centrali. A una determinata istanza comunitaria, organizzata per settore, corrispondevano pertanto più autorità nazionali con competenze intersettoriali. In ogni caso, le strutture formali in cui si riuniscono gli organi di vigilanza dei tre settori sono solo di recente costituzione e, in linea con la prassi corrente in molti Stati membri, hanno una natura più consultiva che decisionale.

... pone l'accento sul coordinamento

Se si eccettua l'accentramento della conduzione della politica monetaria, finora l'euro non ha modificato gli elementi essenziali del quadro delineato. Il Trattato di Maastricht assegna all'Eurosistema il ruolo di contribuire "a una buona conduzione delle politiche perseguite dalle competenti autorità per quanto riguarda la vigilanza prudenziale degli enti creditizi e la stabilità del sistema finanziario". La vigilanza, pertanto, continua a essere esercitata dalle

Con la UEM nasce l'Eurosistema

autorità degli Stati membri nel contesto di un regime che lascia coesistere le notevoli differenze nazionali in termini di modalità operative e competenze dei vari organi, e rinuncia a un'ulteriore armonizzazione. Benché il Trattato non precluda l'assegnazione alla BCE di talune responsabilità in materia, è stato deciso di non avvalersi di questa possibilità nella fase attuale. Il Trattato affida all'Eurosistema anche la sorveglianza sui sistemi di pagamento, rafforzando così il sostegno normativo a talune politiche delle banche centrali nazionali in questo campo. Infine, in linea con l'esigenza di un maggiore coordinamento, il Comitato per la vigilanza bancaria del SEBC riunisce ora le autorità responsabili dei controlli sulla stabilità finanziaria e della sorveglianza sui sistemi di pagamento con gli organi nazionali competenti per il settore creditizio.

Armonizzazione minima dell'assicurazione dei depositi

Una parziale armonizzazione dei sistemi di garanzia dei depositi è stata introdotta dalla Direttiva 94/19/CE, che ha sancito l'obbligatorietà degli stessi in tutti gli Stati membri e ha stabilito una copertura *minima* uniforme nella misura di €20 000 per depositante. La Direttiva concede in ogni caso ai singoli Stati la facoltà di offrire livelli di copertura superiori, mentre non disciplina vari altri aspetti di tali sistemi, ivi compresi quelli relativi alla gestione e al finanziamento.

Procedure di liquidazione ...

Per quanto concerne le politiche rivolte alle istituzioni in gravi difficoltà finanziarie, il processo di armonizzazione delle procedure e delle norme in materia di riorganizzazione e liquidazione non è molto avanzato. Continuano a prevalere il principio del controllo dello Stato membro d'origine e le disposizioni nazionali. La disciplina legale delle acquisizioni societarie e del mercato mobiliare, che può incidere in misura significativa sull'efficacia di soluzioni del settore privato per le istituzioni in dissesto, varia notevolmente da uno Stato membro all'altro. Ne consegue l'assenza di uniformità a riguardo dei diritti connessi alle azioni e dei poteri conferiti ai consigli di amministrazione e agli azionisti. Nei limiti stabiliti dalle norme comunitarie sulla libera circolazione dei capitali, le autorità nazionali mantengono discrezionalità quanto all'esame delle acquisizioni bancarie nel contesto delle loro competenze di salvaguardia della stabilità finanziaria.

... e sostegno finanziario ...

Il ricorso a fondi pubblici per il salvataggio di un ente creditizio è disciplinato dalle norme della UE in materia di aiuti di Stato. Pur riconoscendo la natura particolare del settore bancario, la Commissione europea ritiene che il diritto comunitario definisca con chiarezza il criterio delle "pari condizioni di concorrenza" e che quindi l'erogazione di un sostegno finanziario statale debba essere sottoposta al suo esame. L'uso di fondi della banca centrale nella gestione di una crisi rientra nella funzione di Sostegno Finanziario d'Emergenza (SFE). Né il Trattato di Maastricht né lo Statuto del SEBC conferiscono esplicitamente alla BCE il mandato di fornire assistenza diretta d'emergenza alle singole istituzioni finanziarie. Tale compito è implicitamente affidato alle banche centrali nazionali, giacché il Trattato demanda alle autorità degli Stati membri il presidio della stabilità finanziaria. Accordi successivi hanno concretizzato questo principio fondamentale (si veda oltre).

... di competenza nazionale

#### *Realizzazione della parità concorrenziale*

Analogie con il sistema USA ...

Nel valutare la misura in cui gli attuali meccanismi a garanzia della stabilità finanziaria nell'Unione europea potrebbero avere effetti distorsivi sulla concorrenza,

Copertura dei sistemi di garanzia dei depositi <sup>1</sup>				
	Copertura per depositante		Finanziamento	Gestione <sup>2</sup>
	in euro	in % del PIL pro capite		
Germania	20 000 <sup>3</sup>	85,4	sì <sup>4</sup>	privata <sup>3</sup>
Francia	60 980	276,6	no	privata
Italia	103 291 <sup>5</sup>	559,5	no <sup>6</sup>	privata
Spagna	15 000 <sup>7</sup>	113,5	sì	congiunta
Paesi Bassi	20 000	90,1	no	congiunta
Belgio	15 000 <sup>7</sup>	68,4	sì <sup>8</sup>	congiunta
Austria	18 895	80,6	no <sup>9</sup>	privata
Portogallo	15 000 <sup>10</sup>	156,1	sì <sup>11</sup>	pubblica
Finlandia	25 228	113,4	sì	privata
Irlanda	15 000 <sup>12</sup>	73,3	sì	pubblica
Lussemburgo	15 000 <sup>7</sup>	40,6	no	privata
Regno Unito	22 222 <sup>13</sup>	105,0	sì <sup>14</sup>	pubblica
Svezia	26 349	109,9	sì	pubblica
Danimarca	42 000	143,5	sì	pubblica
Grecia	20 000	193,8	sì	congiunta
UE <sup>15</sup>	20 000 <sup>16</sup>	99,1	. <sup>17</sup>	. <sup>18</sup>
Stati Uniti	85 708	296,6	sì	pubblica
Giappone	60 853 <sup>19</sup>	226,0	sì	congiunta
Canada	33 220	186,5	sì	pubblica
Svizzera	20 000	56,8	no	privata

<sup>1</sup> Vigente a fine 1998. <sup>2</sup> Del sistema: da parte dello Stato (pubblica), del settore (privata), o di entrambi (congiunta). <sup>3</sup> Per quasi tutte le banche, nella misura del 100%, fino a concorrenza del 30% del capitale sociale della banca. Coassicurazione ufficiale del 90% fino a €20 000. <sup>4</sup> Ove necessario per la copertura degli impegni del Fondo, è richiesto un aumento del contributo annuo nella misura massima del 200%. <sup>5</sup> 100% per i primi Lit 200 milioni (€103 291). <sup>6</sup> Sebbene l'impegno delle banche sia richiesto ex ante, il contributo viene versato ex post. <sup>7</sup> Fino a dicembre 1999; successivamente, €20 000. <sup>8</sup> Nel caso di riserve insufficienti le banche possono essere chiamate a pagare, se necessario ogni anno, un contributo addizionale straordinario nella misura massima dello 0,04%. <sup>9</sup> Il sistema prevede un meccanismo di garanzia attivabile al verificarsi dell'insolvenza. <sup>10</sup> 100% fino a €15 000; 75% da €15 000 a 30 000; 50% da €30 000 a 40 000. <sup>11</sup> Il versamento dei contributi annui può essere sostituito in parte, entro il limite massimo legale del 75%, dall'impegno a versare l'importo dovuto al Fondo in qualunque momento se ne presenti la necessità. <sup>12</sup> 90% fino a €15 000. <sup>13</sup> Nella misura del 90% dei depositi garantiti, fino a un massimo per depositante di £20 000 (o dell'equivalente in sterline di €22 222, se maggiore). <sup>14</sup> Oltre al contributo iniziale di £10 000 dovuto al rilascio dell'autorizzazione, ogni banca può essere chiamata a versare un importo massimo di £300 000 – calcolato in base all'ammontare dei depositi assicurati delle banche interessate – ogniqualvolta il Fondo scenda al disotto dei £3 milioni, nonché contribuzioni straordinarie non soggette a massimale ma ancora una volta rapportate ai depositi assicurati delle banche interessate. <sup>15</sup> Direttiva CE sui sistemi di garanzia dei depositi. <sup>16</sup> La copertura minima, posta originariamente a ecu 20 000, è stata convertita in euro a fine dicembre 1998 al cambio di 1 euro per 1 ecu. <sup>17</sup> Determinato dai singoli Stati membri. <sup>18</sup> La Direttiva prevede soltanto che ciascuno Stato membro assicuri l'istituzione e il riconoscimento ufficiale sul proprio territorio di uno o più sistemi di garanzia dei depositi. <sup>19</sup> Copertura integrale fino a marzo 2001.

Fonti: J. R. Barth, D. E. Nolle e T. N. Rice (1997) e FMI, citati in A. Prati e G. J. Schinasi, "Financial stability in European economic and monetary union", *Princeton Studies in International Finance No 86*, Princeton University, agosto 1999; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Tabella VII.6

risulta utile confrontarli con quelli statunitensi. Anche nel sistema adottato dagli Stati Uniti coesistono, in effetti, molteplici organi di regolamentazione e vigilanza del settore finanziario. Di fatto, per la differenziazione funzionale storicamente più rigorosa fra l'attività bancaria e quella mobiliare, negli Stati Uniti le autorità creditizie hanno competenze maggiormente circoscritte rispetto alle loro controparti in Europa, dove anche le società di intermediazione mobiliare sono

generalmente soggette a licenza bancaria. Questa caratteristica del sistema americano tende ad accentuare le differenze fra i due settori in termini di approccio regolamentare e di vigilanza. Esiste tuttavia una serie di meccanismi compensativi, quantomeno nel settore bancario, che tende a promuovere una maggiore uniformità di trattamento. Un sistema di rapido intervento correttivo impone in pratica alle autorità di vigilanza di conformare il loro operato in presenza di un deterioramento delle condizioni finanziarie di una banca. L'accentramento della funzione di prestatore di ultima istanza presso la Riserva federale assicura alle imprese bancarie condizioni omogenee di accesso al suo sostegno finanziario. Ai sensi della normativa nazionale, tutti gli enti creditizi sono tenuti a offrire la medesima copertura assicurativa sul valore nominale dei depositi; l'esistenza di un ente unico – la Federal Deposit Insurance Corporation – per l'erogazione di tale copertura ne garantisce la disponibilità a condizioni uniformi.

... ma anche importanti differenze ...

Siffatti meccanismi sono per lo più assenti nell'attuale quadro comunitario. Istituzionalizzando soltanto una copertura assicurativa minima, la Direttiva sui sistemi di garanzia dei depositi lascia spazio a una notevole dispersione dei livelli di tutela (tabella VII.6) senza introdurre altri elementi vincolanti – ad esempio in materia di premi assicurativi e modalità di finanziamento – in grado di controbilanciare tale dispersione. Non esiste un equivalente formale del sistema di intervento rapido che disciplini nel dettaglio il ruolo degli organi di vigilanza in caso di dissesto di un'istituzione, né sono state armonizzate le condizioni di accesso al rifinanziamento delle banche centrali. Le restrizioni agli aiuti di Stato riducono in effetti la discrezionalità degli organi nazionali nel vaglio delle operazioni di fusione e acquisizione e nella liquidazione delle istituzioni insolventi. Nondimeno, il quadro esistente lascia ancora un notevole margine di manovra in funzione delle esigenze nazionali.

... dagli effetti potenzialmente distorsivi

Risulta ovviamente difficile valutare la misura in cui le differenze tra gli Stati membri influiscono sulle condizioni della concorrenza. In primo luogo l'effetto di tali differenze non va considerato in modo frammentario, bensì nel contesto dell'architettura generale delle disposizioni e delle prassi effettive. In ogni caso, le misure che la Commissione europea ha già adottato o è in procinto di adottare in materia di aiuti di Stato agli enti creditizi evidenziano una maggiore sensibilità nei confronti del loro impatto potenziale. Per il futuro, tale impatto sembra destinato ad aumentare. Ciò è parzialmente ascrivibile all'introduzione dell'euro, che ha accresciuto la trasparenza e fornito un nuovo slancio all'integrazione dei mercati. Più in generale, tuttavia, la progressiva armonizzazione di ulteriori elementi del quadro regolamentare comunitario renderà relativamente più significativo il vantaggio concorrenziale risultante dagli aspetti che restano di competenza dei singoli Stati membri. Esempi evidenti sono rappresentati dalle notevoli differenze in termini sia di competenze e modalità operative degli organi di vigilanza nazionali sia di configurazione delle reti di sicurezza.

#### *Salvaguardia della stabilità finanziaria*

I quesiti sollevati in rapporto ai meccanismi vigenti a garanzia della stabilità finanziaria nell'area dell'euro sono principalmente da ricondurre all'assegnazione di responsabilità e allo scambio di informazioni fra le autorità competenti.

Inizialmente, le critiche alla disciplina del SFE si sono concentrate sulle ambiguità del Trattato circa i canali attraverso i quali gli aiuti eventualmente necessari vengono erogati e la relativa ripartizione delle responsabilità. Nel periodo sotto rassegna gli interventi delle autorità hanno tuttavia chiarito che la responsabilità del SFE nei confronti delle singole istituzioni è assegnata alle autorità nazionali competenti secondo l'ordinamento dei rispettivi paesi, mentre l'Eurosistema resta responsabile della gestione della liquidità generale mediante operazioni monetarie. Particolari caratteristiche tecniche dei meccanismi hanno agevolato tale distinzione. In primo luogo, nella UEM vi è una ben definita linea di separazione fra il SFE, da un lato, e le operazioni monetarie, dall'altro, data la presenza di schemi di finanziamento attivabili su iniziativa delle controparti e di una serie predeterminata di garanzie collaterali ammissibili. L'assistenza d'emergenza inizia dove si fermano le operazioni normali. Ciò contrasta con le disposizioni presenti in taluni altri paesi, quali gli Stati Uniti, in cui il credito di fine giornata viene concesso a discrezione delle autorità mediante lo stesso canale utilizzato per fornire un SFE. Per giunta, l'offerta relativamente abbondante di garanzie e l'accesso allargato agli schemi di finanziamento dell'Eurosistema rendono più ampio che altrove il margine disponibile prima che sia tecnicamente attivato il sostegno d'emergenza. In secondo luogo, il fatto che gli obiettivi operativi della politica monetaria siano nella sostanza definiti in termini di tassi d'interesse a breve invece che in livelli specifici di riserve concede un grado di libertà leggermente maggiore alle banche centrali nazionali. Nella fattispecie, se alle difficoltà finanziarie si aggiungono variazioni della domanda di riserve a livello locale o anche aggregato, l'Eurosistema può gestirle senza modificare l'indirizzo della politica monetaria purché i tassi d'interesse basilari restino sotto controllo. I meccanismi per lo scambio tempestivo di informazioni nell'ambito del Consiglio direttivo della BCE, responsabile ultimo delle decisioni di politica monetaria, consentono di tenere in debita considerazione le conseguenze dell'operato nazionale su tale politica.

Il sostegno d'emergenza è soltanto uno fra i vari strumenti utilizzabili per trattare le situazioni di crisi delle singole istituzioni, che vanno dal semplice squilibrio di tesoreria all'insolvenza. Più in generale ci si chiede se in determinati casi l'assegnazione di questa funzione più ampia alle autorità dello Stato membro di origine possa creare problemi. È lecito ipotizzare che in particolari circostanze ciò possa generare incentivi non pienamente compatibili con le esigenze di stabilità dell'area nel suo insieme. Un esempio a questo proposito è rappresentato da quelle istituzioni che rivestono importanza sistemica soltanto al di fuori del mercato nazionale oppure che hanno più di un mercato "nazionale" per la portata geografica della loro attività e magari anche per il loro assetto proprietario. In assenza di adeguati meccanismi di condivisione degli oneri, tali circostanze potrebbero complicare l'elaborazione tempestiva di una risposta ufficiale e persino indurre una certa propensione all'immobilismo. Nondimeno, scenari di questo tipo presuppongono un grado di integrazione finanziaria verosimilmente superiore a quello finora raggiunto nell'area dell'euro.

Dalla graduale armonizzazione di aspetti importanti degli ordinamenti giuridici nazionali è legittimo attendersi una maggiore efficacia dei meccanismi basati sul mercato per la gestione delle situazioni di crisi finanziaria. Un comparto pct

Le ambiguità sulle competenze in materia di sostegno finanziario d'emergenza ...

... sono state chiarite

Decentramento potenzialmente problematico ...

... nei casi di intensa attività transnazionale

L'armonizzazione del quadro giuridico ...



a elevata liquidità potrebbe utilmente affiancare quello dei prestiti interbancari non garantiti, soprattutto nei periodi di tensione finanziaria in cui gli operatori sono particolarmente sensibili al rischio di credito. Con un'infrastruttura giuridica e negoziale comune, la cui assenza ha finora ostacolato lo sviluppo di un mercato transnazionale pct nell'area dell'euro, la necessità di ricorrere al sostegno d'emergenza delle banche centrali sarebbe verosimilmente ridotta al minimo. Analogamente, l'ulteriore armonizzazione delle normative nazionali in materia mobiliare e fallimentare, nonché delle procedure autorizzative previste per le operazioni di fusione e acquisizione, potrebbe agevolare la risoluzione dei dissesti finanziari mediante soluzioni "private" transnazionali.

... e una maggiore cooperazione fra le autorità di vigilanza sono requisiti essenziali

In ogni caso, non vi è alcun dubbio che la maggiore integrazione finanziaria promossa dalla moneta unica rende ancora più importante l'esistenza di meccanismi per lo scambio di informazioni fra le autorità responsabili del controllo sulla stabilità finanziaria. L'accesso a informazioni accurate e tempestive è necessario sia per l'individuazione precoce di potenziali vulnerabilità, e quindi per l'adozione di misure preventive, sia per la valutazione della portata e dell'entità delle tensioni una volta emerse. L'Eurosistema ha consentito di razionalizzare e potenziare i meccanismi esistenti. Vi è tuttavia spazio per migliorare il funzionamento pratico dei dispositivi attuali, soprattutto in materia di comunicazioni e collaborazione fra organi di vigilanza di settori diversi a livello internazionale, cooperazione fra i suddetti organi e le banche centrali, convergenza delle pratiche di vigilanza.

In prospettiva è difficile prevedere l'evoluzione del quadro di salvaguardia della stabilità finanziaria. Molto dipenderà dal ritmo dell'integrazione finanziaria, dall'efficacia dei dispositivi esistenti – se e quando verranno messi alla prova – e dagli andamenti nel contesto politico più ampio. L'attuale equilibrio fra accentrato e decentrato è unico nella sua specificità. Nondimeno, con l'avvicinarsi del difficile obiettivo di un vero mercato unico, le forze in atto dovrebbero tendere a spostare tale equilibrio verso un maggiore accentrato o una più completa armonizzazione pur con tempi e modalità ancora poco prevedibili.

## VIII. Conclusioni

Pare esservi una diffusa sensazione che l'economia globale si trovi oggi a un punto cruciale, anche se è assai difficile dire quale sarà il corso ulteriore degli eventi. La recente performance economica superiore alle attese in molte aree del mondo ha logicamente indotto gli organismi sia privati che pubblici a rivedere verso l'alto le proiezioni di crescita. Molti ritengono che ora le prospettive siano favorevoli come non mai dagli inizi degli anni ottanta. In parte si tratta di pura estrapolazione, ma il progresso tecnologico e la continua deregolamentazione sono ulteriori ragioni che spiegano l'aspettativa di una crescita rapida accompagnata da perdurante bassa inflazione. In effetti, dato il progressivo diffondersi di questi sviluppi strutturali all'intera economia globale, appare probabile che i rimarchevoli successi conseguiti dagli Stati Uniti negli ultimi anni vengano condivisi da un più ampio novero di paesi. Un protratto boom in un'economia mondiale maggiormente retta dal mercato non è pertanto affatto da escludere.

Nondimeno, quand'anche venga accettata tale visione a più lungo termine, i responsabili delle politiche dovranno comunque aspettarsi alcuni ostacoli lungo il percorso. In analogia con quanto avvenuto durante passati periodi di cambiamento strutturale accompagnati da nuove promesse, l'ultimo decennio è stato caratterizzato in molte economie da una rapida espansione del credito e da un crescente interesse per il rischio da parte dei prestatori. Nei mercati finanziari sono aumentati gli indici di concentrazione, mentre si è talvolta sensibilmente assottigliata la liquidità. In conseguenza di questi sviluppi non solo l'economia mondiale è divenuta probabilmente più esposta agli shock macroeconomici, ma anche la risposta dinamica dei mercati a tali shock potrebbe essere ora più difficile da prevedere che nel precedente contesto maggiormente regolamentato. Infine, occorre chiedersi se con un sistema finanziario più globalizzato i responsabili delle politiche dispongano di tutti gli strumenti necessari sia per scongiurare situazioni critiche, sia per gestirle qualora esse dovessero verificarsi. E questo non è mai compito facile, poiché le iniezioni di liquidità eventualmente necessarie per contribuire a risolvere una crisi possono parimenti incoraggiare comportamenti incauti, creando di fatto le premesse per la crisi seguente.

Le principali vulnerabilità macroeconomiche sono ben note, non ultima fra esse la possibilità di una reviviscenza dell'inflazione nei paesi più avanzati nel ciclo. Ma è la possibile interazione fra queste vulnerabilità che merita forse maggiore attenzione. In molti paesi le quotazioni azionarie appaiono ancora alte in relazione ai parametri storici anche se si escludono i valori della "nuova era", per i quali potrebbero plausibilmente applicarsi nuovi criteri di valutazione. Il dollaro USA sembra essere più forte di quanto sia compatibile con la stabilizzazione degli indici di indebitamento esterno nel più lungo periodo. Data la misura crescente in cui i rendimenti attesi sugli investimenti azionari hanno determinato i flussi internazionali di capitali negli ultimi anni, la probabilità di

una simultanea correzione in entrambi i mercati sembrerebbe maggiore di quanto possano indicare le correlazioni storiche. La probabile conseguenza di un tale esito sarebbe un rallentamento della domanda dovuto a effetti di reddito, quand'anche l'inflazione salisse sotto l'influsso di pressioni sia interne che esterne. Ovviamente, la misura in cui tale rallentamento verrebbe giudicato opportuno, per il contributo che potrebbe fornire nel contrastare le spinte inflazionistiche, dipende moltissimo da quanto ampio e ordinato risulterà essere l'aggiustamento di ricchezza. In linea di principio non si possono escludere né un atterraggio duro, né un atterraggio morbido. Infine, in un contesto macroeconomico così incerto, è anche plausibile attendersi un deflusso di capitali dalle economie di mercato emergenti. I paesi con avanzi correnti e ampie riserve esterne potrebbero non risentirne molto, ma non tutte le economie emergenti godono attualmente di una tale confortevole posizione esterna.

Le dinamiche di mercato che condizionano la risposta del sistema finanziario globale a un ulteriore inasprimento della politica monetaria meritano anch'esse attenta considerazione. L'innalzamento dei tassi ufficiali è stato per lo più giudicato utile al fine di sostenere la crescita economica scongiurando nel contempo l'inflazione. La crescita è stata positiva per i corsi azionari e gli spreads creditizi, mentre la bassa inflazione ha forse contenuto il movimento ascendente dei rendimenti obbligazionari. Nondimeno, qualora d'improvviso si ritenesse che le autorità non tengano più il passo, tutto potrebbe andare per il verso opposto, con potenziali effetti contrattivi. Si aggiunga che i movimenti dei prezzi azionari potrebbero essere esacerbati dal crescente impiego di strategie di leva, mediante l'indebitamento e il meccanismo dei margini, e di assicurazione dei portafogli, nonché dalla maggiore dipendenza dei profitti delle grandi società dai guadagni azionari nel settore tecnologico. Tutti questi elementi fra loro interconnessi hanno un elevato potenziale destabilizzante. Anche i mercati del reddito fisso potrebbero reagire in modo atipico, dato il mutare dello status dei titoli di riferimento nei mercati obbligazionari sia statunitensi sia europei e stante la crescente riluttanza dei grandi intermediari a impegnare capitale nella funzione di market-making.

In che modo tutti questi sviluppi, o alcuni di essi, possano ripercuotersi sulla solidità delle singole istituzioni è un'altra questione aperta. L'operare congiunto della continua deregolamentazione, della più intensa concorrenza, del cambiamento tecnologico e della maggiore attenzione prestata allo "shareholder value" può avere incentivato comportamenti e relazioni intersettoriali che si riveleranno imprudenti soltanto al sopravvenire di una fase recessiva. Ciò detto, va anche osservato che negli ultimi tempi i mercati finanziari sono stati estremamente volatili senza che si siano prodotti effetti a catena, e che ingenti volumi di transazioni finanziarie hanno potuto essere trattati in assenza di segni di tensione.

Che cosa possono fare i responsabili delle politiche per assicurare che l'economia globale goda durevolmente dei frutti di una struttura produttiva e finanziaria più efficiente? Quale che sia la risposta – e alcuni suggerimenti saranno proposti più oltre – va riconosciuto che l'efficienza non è tutto. L'equità e ciò che è percepito come equità devono parimenti trovare considerazione. Occorre quindi che alle questioni della distribuzione del reddito, dello

sgravio del debito e delle politiche protezionistiche dei paesi industriali, in particolare verso le importazioni di prodotti agricoli e tessili dalle economie emergenti, venga prestata nei fatti un'attenzione maggiore di quella che esse hanno ricevuto finora. Un altro vincolo al perseguimento dell'efficienza, specie nello sviluppo dei sistemi finanziari, deve provenire dalle considerazioni inerenti alla sicurezza e alla stabilità. I vantaggi recati da mercati dei capitali più liberi vanno costantemente soppesati a fronte dei potenziali costi economici di episodiche crisi finanziarie. A meno che l'azione delle autorità non riesca a contemperare adeguatamente tutti questi obiettivi fra loro concorrenti, non si può escludere un brusco, deprecabile allontanamento da un approccio orientato al mercato in direzione di soluzioni meno desiderabili.

### Gli squilibri e il perseguimento della stabilità dei prezzi

L'incertezza sul futuro economico è una complicazione inevitabile nella formulazione della politica monetaria. La conoscenza è limitata per quanto riguarda sia la struttura dell'economia sia lo sfasamento temporale con cui la manovra monetaria influisce sugli obiettivi finali. I dati sono frequentemente soggetti a revisioni, così come lo sono le aspettative che spesso determinano le decisioni di spesa. La teoria suggerisce che i responsabili delle politiche dovrebbero limitarsi ad agire per il meglio nella situazione del momento e quindi rivedere sistematicamente la propria posizione sulla scorta dei dati via via pervenuti, ma questa strategia non è scevra di inconvenienti. In particolare, l'elevato grado di incertezza può indurre a reagire con eccessivo ritardo alle nuove informazioni, aumentando così il rischio di dover poi ricorrere a manovre drastiche e con effetti dirompenti. Di fatto, tale ritardo potrebbe persino suscitare dubbi circa l'impegno delle autorità al perseguimento degli obiettivi dichiarati. Inoltre, una strategia monetaria che si basi esclusivamente su aspettative medie può avere come conseguenza una preparazione inadeguata per l'eventualità di esiti estremi. Nelle attuali circostanze, in cui sono riscontrabili numerosi squilibri, una tale carenza appare particolarmente rilevante.

Un punto su cui praticamente tutti concorderebbero è che l'attuale ritmo di espansione della domanda interna negli Stati Uniti è insostenibile e potenzialmente inflazionistico, e che una situazione analoga, seppure meno estrema, è presente in alcuni degli altri paesi anglofoni. Data la possibilità più volte evocata che la politica fiscale negli Stati Uniti si muova risolutamente nell'altra direzione, la recente tendenza all'inasprimento monetario è assai opportuna, anche se i prezzi di talune attività appaiono oggi alquanto vulnerabili. Qualora la politica monetaria dovesse indietreggiare ai primi segni di flessione dei listini azionari, il rischio di "moral hazard" sarebbe grande. Dopo tutto, se veramente siamo entrati in una "nuova era", la probabilità di una drastica e durevole correzione dei corsi azionari dovrebbe essersi di molto ridotta. E se invece non lo siamo, si potrebbe allora sostenere che più presto si sgonfia la bolla, meglio è.

Con ciò non si vuol dire che una reazione significativa dei mercati azionari, o dei mercati finanziari più in generale, non debba indurre una misurata risposta della politica monetaria. La disinflazione potrebbe essere troppo forte e troppo rapida. Tale pericolo non è irrilevante negli Stati Uniti, né in vari altri paesi nella

fase avanzata del ciclo. Dati i recenti bassi livelli di risparmio e i massicci acquisti di abitazioni e beni durevoli, i progetti di spesa potrebbero facilmente essere rinviati. Ma quando diviene manifesto che certi investimenti non frutteranno mai il rendimento sperato, si dovrebbe lasciare che gli incauti investitori paghino il prezzo delle loro scelte, e in fretta, affinché possa essere ridotta la capacità e rapidamente ricostituita la redditività di più lungo periodo. È forse questo il principale insegnamento che si può trarre dall'esperienza giapponese degli anni novanta.

Un altro punto su cui sussiste consenso pressoché unanime è che la crescita della spesa privata in Giappone procede troppo a rilento. La non risolta questione è: in quale modo si potrebbe favorirne l'accelerazione? Alle autorità fiscali giapponesi va riconosciuto il merito di essere state disposte a impiegare la politica di bilancio in funzione anticiclica, ma l'azione avrebbe potuto essere condotta con maggiore efficacia. La forte riluttanza con cui inizialmente si è fatto ricorso a questo strumento, unitamente alle contromanovre più volte minacciate o poste effettivamente in atto, ha minato la fiducia del settore privato nella prospettiva di una ripresa duratura dell'economia. Inoltre, l'efficienza della spesa pubblica è decisamente diminuita con l'ampliarsi del volume di fondi stanziati, dstando nei contribuenti la sensazione che all'accumularsi delle passività non corrispondesse un'adeguata creazione di ricchezza. Anche se i crescenti livelli del debito pubblico in Giappone implicano che in futuro lo stimolo fiscale complessivo dovrà essere contenuto, risultati considerevoli potrebbero comunque essere ottenuti da una ricomposizione delle uscite. Ad esempio, una riduzione della spesa al capitolo sovradimensionato degli investimenti pubblici (tre volte la media del Gruppo dei Dieci) e un aumento di quella destinata al sistema sottosviluppato di protezione sociale potrebbero contribuire a mantenere il livello di fiducia necessario, nonché accrescere la mobilità del lavoro in un momento in cui ciò sarebbe altamente desiderabile. Dato l'eccesso di capacità che tuttora affligge le industrie tradizionali, va infatti incoraggiata l'espansione di altri settori produttivi attraverso la deregolamentazione e connesse misure di politica economica.

Se una politica monetaria espansiva abbia ulteriormente un ruolo da svolgere, ora che i tassi d'interesse a breve hanno effettivamente toccato la soglia nominale zero, è questione che rimane controversa sia in Giappone che altrove. Il dibattito si svolge lungo due filoni. Da un lato si sostiene che la Banca del Giappone dovrebbe far ricorso a procedure "eccezionali" per innalzare direttamente i prezzi delle attività e aumentare decisamente il livello delle riserve bancarie, ad esempio mediante interventi in yen non sterilizzati e massicci acquisti di titoli di Stato. La Banca si è opposta fermamente a siffatte iniziative, sostenendo che esse sarebbero, tutt'al più, di scarsa utilità e potrebbero anzi essere di intralcio ove si rendesse necessario un aumento dei tassi in caso di ripresa dell'economia. Alla base di tale opposizione vi sono anche timori legittimi circa l'autonomia della banca centrale nel più lungo periodo. L'altro filone del dibattito concerne i vantaggi che potrebbero derivare dall'adozione di un nuovo regime monetario basato su obiettivi espliciti di inflazione o di livello dei prezzi. La logica sottostante è che, se i tassi d'interesse nominali sono vincolati dalla soglia zero, quelli reali possono nondimeno assumere valori negativi

qualora si trovi il modo di favorire le attese di una risalita dei prezzi. I fautori del nuovo regime monetario affermano che grazie ad esso le aspettative di inflazione sarebbero effettivamente sospinte verso l'alto e che sarebbe tanto più da preferire un obiettivo in termini di livello dei prezzi quanto più a lungo fosse durata la discesa dei prezzi. Gli oppositori, fra cui la Banca del Giappone, sostengono invece che in realtà non avverrebbe alcun cambiamento spontaneo delle aspettative in assenza di mezzi credibili per modificare la realtà di fondo della perdurante stagnazione economica.

Un ultimo punto su cui praticamente tutti concorderebbero è che, per esclusione, la sfida primaria per l'Europa continentale consiste nelle riforme di struttura. Infatti non si osservano, né sono da prevedere, grossi squilibri macroeconomici come quelli cui sono confrontati in misura crescente gli Stati Uniti e il Giappone. Le bilance dei pagamenti correnti non pongono problemi per l'area nel suo insieme. I valori azionari, che pure hanno segnato forti incrementi di prezzo in molti paesi, rappresentano tuttora una quota modesta (anche se in aumento) della ricchezza delle famiglie. E benché la persistente debolezza dell'euro rischi ovviamente di accrescere le spinte inflazionistiche, una politica monetaria lungimirante e vigile appare sufficiente a fugare le preoccupazioni maggiori. Potrebbe altresì essere raccomandata una restrizione sul piano fiscale, specie in quelle economie europee minori che stanno urtando contro i limiti del potenziale produttivo, ma nella maggior parte dei paesi sono già in atto da tempo politiche di bilancio restrittive. Evidentemente tutte queste prescrizioni macroeconomiche nel senso del mantenimento di una rotta stabile presumono che l'attuale espansione in Europa prosegua senza battute d'arresto causate da eventi drammatici in altre aree.

L'introduzione dell'euro ha chiaramente stimolato l'entusiasmo per le riforme strutturali in Europa, in un processo che abbina elementi di premio e di sanzione. Una moneta unica potrebbe indurre enormi guadagni di efficienza nei mercati dei prodotti, a condizione però che altre riforme lo consentano. Per converso, la mancata realizzazione di riforme di mercato del lavoro che permettano una più rapida risposta ai segnali del mercato condurrebbe a un aumento della disoccupazione in presenza di shock asimmetrici in un'area valutaria unica. Molto è già stato fatto, come evidenzia il recente calo della disoccupazione nella UE, inconsueto a uno stadio assai precoce della ripresa economica, ma l'insegnamento che si può trarre dagli Stati Uniti e dagli esempi migliori in Europa indica come siano possibili ulteriori progressi. Al recente vertice di Lisbona i Capi di Stato e di Governo si sono impegnati a portare avanti attivamente le riforme strutturali ma, come sempre, il compito difficile sarà quello di riuscire a dare concreta attuazione a tale impegno in patria.

Negli ultimi anni i movimenti dei cambi fra le principali monete avevano in genere assecondato la stabilizzazione del ciclo economico. Più di recente, invece, la forza dello yen e la persistente debolezza dell'euro sono state meno in sintonia con gli obiettivi interni, e ciò ha indotto a domandarsi che cosa si potrebbe fare al riguardo, oltretutto manovrare i tassi d'interesse ufficiali. Al momento la risposta pare essere: non molto. Le circostanze potrebbero però naturalmente cambiare. Gli interventi unilaterali da parte del Giappone hanno lo svantaggio di una credibilità limitata in termini di funzione segnaletica, data

l'impossibilità di abbassare ulteriormente tassi d'interesse già a livello zero (quantunque rimanga aperta l'opzione del ricorso a misure "non convenzionali"). Gli interventi bilaterali con la partecipazione europea sono stati finora scartati, anche se a prima vista essi appaiono potenzialmente utili in condizioni di mercato idonee. Una spiegazione è forse il timore che in Europa essi vengano erroneamente letti come una diluizione dell'impegno della nuova banca centrale alla stabilità dei prezzi interni. Quanto agli interventi multilaterali, con il coinvolgimento degli Stati Uniti, è stata espressa la preoccupazione che siano interpretati come antesignani di un sistema mondiale di cambi amministrati, per il quale pare esservi attualmente scarso entusiasmo a livello ufficiale.

Guardando più avanti nel futuro, la maggiore sfida per i responsabili delle politiche potrebbe essere quella di far fronte a un improvviso capovolgimento delle fortune del dollaro. L'impatto deflazionistico addizionale sarebbe chiaramente inopportuno in Giappone; molto meno in Europa, dove sono cresciuti i timori di inflazione. Ma anche qui potrebbero sorgere problemi qualora il recupero dell'euro fosse eccessivamente forte e rapido. Se si considera quanto imprevisto sia stato il recente deprezzamento della moneta unica europea, e con quale facilità possano invertirsi le dinamiche del mercato, una tale eventualità non è per nulla da scartare. Indubbiamente, ove la ripresa dell'euro fosse dovuta a un rinnovato ottimismo a riguardo delle riforme strutturali in Europa e si accompagnasse a un aumento sia dei consumi che degli investimenti, i pericoli per la ripresa economica sarebbero notevolmente attenuati. Questo sembrerebbe essere un altro validissimo motivo per dare corso alle riforme di struttura.

Le questioni inerenti al tasso di cambio appaiono di rilevanza ancora maggiore dal punto di vista delle economie di mercato emergenti, essendo queste comparativamente più aperte e ancor più esposte alle oscillazioni nei flussi di capitali indotte da mutamenti nel clima di mercato. Per il momento le migliorate prospettive di crescita economica in Asia, America latina ed Europa orientale hanno incoraggiato gli afflussi, in particolare gli investimenti diretti. Resta tuttavia la preoccupazione che eventuali shock esterni o insuccessi delle politiche economiche interne possano d'improvviso causare un'inversione dei flussi. In America latina sono potenziali fonti di inquietudine gli attuali disavanzi correnti e i problemi strutturali delle finanze pubbliche, mentre in Asia comportano rischi la forte dipendenza dal settore tecnologico e i lenti progressi nella ristrutturazione delle imprese e delle banche. Nella maggior parte delle economie emergenti vigono nominalmente regimi di cambio fluttuante, ma di fatto molte di esse, specie in Asia, sono ampiamente ricorse a interventi valutari per evitare perdite di competitività dovute a un apprezzamento della moneta. Sebbene tali interventi siano stati presentati come misure dettate dal bisogno di ricostituire le riserve, e comunque preferibili ai controlli sui capitali – i quali hanno destato finora un interesse sorprendentemente modesto – essi possono in definitiva condurre a un'eccessiva espansione del credito. E questo non è altro che un modo diverso di perdere competitività. Forse più insidioso è il pericolo che i mutuatari ritornino a una mentalità di cambio fisso e siano ancora una volta incoraggiati a indebitarsi in valuta estera a più basso costo. Ciò potrebbe sembrare improbabile alla luce delle recenti crisi, ma è stupefacente la rapidità con cui vengono dimenticate persino le lezioni apprese a caro prezzo.

Alcune economie emergenti sono state più esplicite nell'optare per regimi alternativi di politica monetaria. Solo nell'arco dello scorso anno, ad esempio, Sudafrica, Brasile, Polonia e Repubblica Ceca hanno annunciato l'adozione di un approccio basato sul perseguimento di obiettivi di inflazione. Così facendo, questi paesi si sono aggregati al gruppo di nazioni industriali che impostano la propria politica monetaria in funzione di un traguardo di inflazione preannunciato nel quadro di un regime di cambio fluttuante. Ma, quali che siano i meriti di un tale approccio nelle economie industriali, il bilancio dei vantaggi e degli svantaggi potrebbe risultare diverso allorché esso viene adottato in altri paesi.

Fra i vantaggi per le economie emergenti vi sarebbe la maggiore trasparenza. Infatti, in un regime basato su un valore programmato di inflazione le autorità monetarie sarebbero meno esposte all'accusa di aver perseguito interessi di parte nello stabilire il livello dei tassi d'interesse e di cambio. Un ulteriore vantaggio è la possibilità di ancorare le aspettative inflazionistiche in quei paesi – come molti dell'America latina – che hanno trascorsi particolarmente mediocri nel controllo della dinamica dei prezzi. Tuttavia, l'adozione di un obiettivo di inflazione comporta per le economie emergenti anche taluni svantaggi. Fra questi figurano i problemi connessi con la capacità relativamente limitata di elaborare sofisticate previsioni sull'andamento delle grandezze economiche (compresa l'inflazione), la mancanza di dati attendibili e il perdurante cambiamento strutturale. Si aggiunga che, come conferma l'esempio più recente dell'Asia, numerosi paesi emergenti hanno mostrato di essere soggetti a bolle dei prezzi delle attività, un fenomeno non facile da gestire nel quadro di una strategia imperniata sull'obiettivo di inflazione. Infine, la forte incidenza dei prodotti alimentari e delle importazioni nel paniere dei consumi, unitamente al fatto che in molti casi è tuttora in corso un'estesa deregolamentazione dei prezzi, può creare un notevole divario fra l'inflazione generale e l'indice dei prezzi che la banca centrale ritiene di poter meglio controllare.

Tutto ciò implica che le economie emergenti hanno a che fare con una versione esasperata del "trade-off" cui sono confrontati i paesi industriali che perseguono un traguardo di inflazione. Infatti, se l'obiettivo è troppo ambizioso, il suo mancato conseguimento si traduce in una perdita di credibilità. Se è invece posto a un livello più realistico, può essere giudicato troppo poco ambizioso, cosicché l'approccio non gode di alcuna credibilità fin dall'inizio. Come in tutte le scelte di regime monetario, non esiste un'opzione valida in assoluto. Ciascun paese deve considerare la propria situazione e il proprio passato, e giudicare di conseguenza qual è la rotta migliore. Quanto invece all'esigenza di una sana politica fiscale, essa non richiede che venga esercitata alcuna facoltà di giudizio. La storia insegna infatti che in assenza di una tale politica qualsiasi approccio teso a controllare l'inflazione è destinato al fallimento.

## I cambiamenti strutturali e la prevenzione dell'instabilità finanziaria globale

I dissesti finanziari degli anni trenta aggravarono seriamente la recessione economica in molti paesi industriali e condussero a un drastico inasprimento della regolamentazione posta a disciplina dell'attività finanziaria. Nel periodo



postbellico è intervenuta una progressiva liberalizzazione man mano che si affievoliva il ricordo delle passate difficoltà e trovavano riconoscimento i potenziali vantaggi di un mercato finanziario più libero. Tuttavia, le ricorrenti crisi finanziarie degli ultimi tre decenni, sia nei paesi industriali che in quelli emergenti, hanno nuovamente richiamato l'attenzione su tre interrogativi. Come evitare altre crisi? Cosa fare per gestirle meglio allorché si verificano? E quali vie seguire, non esclusa la riduzione del debito, per giungere alla loro risoluzione? Sebbene relativamente a ciascuna di tali problematiche siano stati compiuti notevoli progressi, questi appaiono assai modesti a confronto di quanto resta ancora da fare. Per taluni aspetti non vi è tuttora consenso internazionale su ciò che costituirebbe un approccio sensato. E nella quasi totalità dei casi, le difficoltà pratiche che incontra l'attuazione concreta delle proposte concordate rimangono enormi.

I provvedimenti intesi a prevenire le crisi finanziarie tengono conto in misura crescente di come le carenze a livello microeconomico possano interagire con i fenomeni macroeconomici generando effetti insidiosi. Tali problemi possono manifestarsi sul mercato in tre modi: estrema volatilità a breve termine in taluni settori; disallineamenti dei prezzi nel medio periodo, come quelli che conducono a bolle dei prezzi delle attività e ad eccessivi flussi di capitali; fenomeni di contagio fra diversi mercati e paesi non giustificati dalle grandezze fondamentali. L'azione preventiva deve pertanto focalizzarsi su ognuno dei tre pilastri che sorreggono i sistemi finanziari interni e internazionali: la solidità delle istituzioni finanziarie; il corretto funzionamento dei mercati; la presenza di un'adeguata infrastruttura, nella quale rientrano il quadro legale e giudiziario, i sistemi di pagamento e regolamento e gli standard contabili. Relativamente a ciascun pilastro è possibile individuare un'ulteriore triade, in questo caso sotto forma di sistemi di incentivi atti a promuovere un comportamento prudente. Il punto di partenza deve essere il governo interno dell'impresa, basato fondamentalmente sul perseguimento dell'interesse individuale e sulla preservazione del capitale privato. Questo elemento va integrato da un'adeguata supervisione e sorveglianza. Infine, in un mondo maggiormente retto dal mercato, occorre assegnare un ruolo di crescente importanza alla disciplina di mercato, pur riconoscendo i limiti che talora essa mostra. Considerando che vi sono tre problemi, tre pilastri e tre precetti applicabili a ciascuno di essi, non desta sorpresa che tanto lavoro resti ancora da fare.

La promozione della solidità delle istituzioni finanziarie, in special modo delle banche, è un presupposto essenziale della stabilità finanziaria. La maggior parte delle crisi origina ancora, tanto nelle economie emergenti quanto nei paesi industriali, dal fatto che alcune istituzioni dilatano a dismisura i propri bilanci allorché i tempi sembrano favorevoli, per poi ridimensionarli violentemente al mutare delle circostanze. Il governo d'impresa trarrebbe beneficio anzitutto da un'accresciuta attenzione interna per la redditività corretta in funzione del rischio, specie nel remunerare i quadri addetti all'attività di negoziazione e al vaglio degli affidamenti. Senza questa correzione essenziale, l'incessante perseguimento dello "shareholder value" può rivelarsi una strategia assai pericolosa. A questa raccomandazione si può aggiungere che dovrebbe essere prestata maggiore attenzione al modo in cui le reti di salvataggio pubbliche possono incoraggiare comportamenti incauti da parte delle istituzioni, non

ultime quelle che si ritiene fruiscono di una garanzia governativa. La recente crescita esplosiva di tali istituzioni negli Stati Uniti rafforza le preoccupazioni da tempo presenti per l'analogo coinvolgimento dello Stato nel settore bancario del Giappone e dell'Europa continentale.

Le proposte avanzate dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria al fine di migliorare l'Accordo sui requisiti patrimoniali del 1988, che dovrà essere emendato sulla scorta del processo di consultazione di recente concluso, collegano più strettamente i coefficienti minimi di capitale per le banche dotate di perfezionati sistemi interni di rating con le valutazioni del rischio creditizio elaborate dalle istituzioni stesse. Un siffatto collegamento è senz'altro desiderabile, a condizione ovviamente che tali valutazioni non siano in qualche modo distorte. L'ammissibilità di questo metodo sarà pertanto subordinata a criteri e linee guida per una prassi corretta miranti ad assicurare l'integrità dei procedimenti e dei risultati del sistema interno di rating. Il metodo standard proposto per le banche con un'operatività più semplice promette forse meno vantaggi, ma potrebbe d'altro canto comportare meno rischi. È ovviamente necessario che esso sia ben meditato, in quanto regolamerà verosimilmente la stragrande maggioranza delle banche situate nei paesi emergenti.

Il nuovo Accordo proposto riconosce inoltre alle autorità di vigilanza una funzione importante nell'assicurare che il fabbisogno di capitale sia valutato adeguatamente e che i requisiti patrimoniali risultino omogenei e comparabili fra le varie istituzioni. A questo riguardo, potrebbe essere assegnato un ruolo più incisivo di quello attualmente previsto a regole semplici intese a garantire un previdente accantonamento a fronte del rischio. Il Comitato di Basilea ha sottolineato come anche la disciplina di mercato possa contribuire a un comportamento prudente da parte delle istituzioni finanziarie. Tradizionalmente ciò avviene attraverso il meccanismo degli spreads creditizi e delle quotazioni azionarie, ma anche l'emissione di passività subordinate potrebbe essere presa in considerazione. Una condizione necessaria, anche se non sufficiente, affinché si espliciti la disciplina di mercato è che il mercato stesso disponga di informazioni attendibili sufficienti a consentire una valutazione corretta. Pertanto, il compito di assicurare che vengano fornite siffatte informazioni, insieme a una chiara spiegazione dei principi contabili su cui esse si fondano, dovrebbe continuare ad avere la massima priorità.

Ovviamente, uno degli inconvenienti della disciplina di mercato è che questa può essere soggetta alla stessa alternanza di ottimismo e pessimismo alla quale sono esposte le valutazioni interne del merito di credito. Poiché tali fenomeni possono avere ripercussioni sistemiche, da parte delle autorità pubbliche dovrebbe essere prestata molta più attenzione al monitoraggio degli sviluppi e all'elaborazione di procedure analitiche per valutare il rischio di problemi a livello di sistema. Anzi, sarebbe assai raccomandabile che tali proiezioni fossero integrate da prove di stress. Affinché non venga di fatto a mancare questa importante funzione, è necessario chiarire se le analisi di questo tipo debbano essere compiute preminentemente dalle autorità di vigilanza, da altre istituzioni cui compete la responsabilità della stabilità sistemica (solitamente le banche centrali), ovvero da entrambe le istanze. Un argomento in favore del coinvolgimento delle banche centrali sta nel fatto che può sussistere un'utile

complementarità fra il tipico approccio “dall’alto” di queste ultime e l’approccio “dal basso” più comunemente seguito dagli organi di vigilanza. È una nozione elementare, ma importante, che molte raccomandazioni atte a promuovere un comportamento prudente a livello di singola azienda possono avere effetti indesiderabili qualora un grande numero di istituzioni debba modificare nello stesso modo il proprio comportamento. Tali “fallacie dell’aggregazione” sono ben note nella letteratura macroeconomica.

Sebbene la solidità delle singole istituzioni permanga un fattore chiave della stabilità finanziaria, in particolare nelle economie emergenti, gli accadimenti dell’autunno 1998 hanno messo in rilievo l’importanza crescente che a tale scopo riveste il buon funzionamento dei mercati dei capitali. Un punto centrale è che i mercati possono fornire fonti alternative di finanziamento allorché il credito bancario si esaurisce, e viceversa. Ciò spiega in notevole misura il recente interesse per la creazione di mercati liquidi dei titoli di Stato in molte economie emergenti. Con il tempo questi mercati potrebbero fornire valori benchmark dalla cui presenza trarrebbero vantaggio anche le emissioni obbligazionarie private. I governi di vari paesi industriali sono confrontati con analoghe problematiche inerenti al funzionamento del mercato, in quanto l’ampliarsi dell’avanzo di bilancio riduce il volume di titoli disponibili, rendendo potenzialmente più difficile la gestione del rischio in periodi di tensione finanziaria.

Anche se l’esistenza di mercati finanziari più completi costituisce un bene pubblico, va riconosciuto che tali mercati non sempre funzionano in modo così efficiente come si potrebbe sperare. Un possibile rimedio, che tiene conto dell’interesse dei singoli operatori del mercato, è la maggiore trasparenza. Se gli operatori conoscessero meglio la condizione finanziaria e l’esposizione delle controparti sarebbero meno inclini a disimpegnarsi in situazioni di incertezza. In modo analogo, se i prestatori disponessero di migliori informazioni sul profilo debitorio dei mutuatari sovrani sarebbero forse meno portati a lasciarsi prendere da improvviso panico e a cercare la fuga. Varie iniziative sono in corso per promuovere la trasparenza in entrambe le aree (si veda il Capitolo “Attività della Banca”), che si auspica vengano portate avanti con determinazione.

Per quanto concerne il contributo degli organi di sorveglianza a un migliore funzionamento dei mercati, vi sono evidenti indicazioni secondo cui i mercati stessi stanno divenendo meno atomizzati e potenzialmente più soggetti a comportamenti di tipo gregario, soprattutto in periodi di turbolenza. A queste tendenze possono aver concorso la crescente concentrazione degli operatori, l’applicazione di schemi comuni di gestione del rischio e di regolamentazione, il sempre più frequente impiego di benchmarks e di tecniche di replicazione degli indici, nonché l’utilizzo di informazioni disponibili al pubblico con immediatezza. Quale debba essere l’azione delle autorità di vigilanza di fronte a tali tendenze strutturali sottostanti è però assai meno evidente. Vi è infine la questione più fondamentale di tutte: perché i mercati sono soggetti a reazioni smisurate, non riuscendo così di fatto ad autodisciplinarsi? In un mondo ideale, coloro che spingono i prezzi lontano dai livelli di “equilibrio” subirebbero ben presto perdite allorché i prezzi si muovono nuovamente verso i valori medi. Nel mondo reale, tuttavia, spesso ciò non accade. Dato che simili fallimenti del mercato sono osservabili da sempre, essi potrebbero semplicemente essere

uno dei costi che si devono sopportare per godere dei vantaggi offerti nell'insieme da un sistema economico di mercato.

Il terzo pilastro di un sistema finanziario ben funzionante è l'infrastruttura di base, e segnatamente i sistemi di pagamento e di regolamento, il quadro legale e giudiziario e le metodologie contabili. Nell'area dei sistemi di pagamento molto è stato fatto a partire dagli ultimi anni ottanta. Lo scorso anno il Comitato per i sistemi di pagamento e regolamento, con sede a Basilea, ha pubblicato un documento a fini consultativi intitolato *Principi fondamentali per sistemi di pagamento di importanza sistemica*. Il compito principale per il futuro è quello di affinare tali principi alla luce dei commenti pervenuti e assicurare che essi vengano validamente attuati in tutti i maggiori mercati finanziari. Se si considera che nei soli paesi industriali tali sistemi trattano un volume giornaliero di operazioni pari a circa \$6 000 miliardi, è imperativo che essi funzionino in modo impeccabile. Quanto all'infrastruttura legale, la sua importanza cruciale è stata posta in chiaro rilievo dalle conseguenze pratiche dell'inadeguatezza del diritto proprietario in Russia e in altre economie in transizione. La crisi nell'Est asiatico ha parimenti messo a nudo talune carenze giuridiche, finora solo in parte colmate. In vari paesi occorre poi che l'applicazione della legislazione esistente divenga più rapida e molto meno arbitraria di quanto non lo sia adesso. Infine, sono stati compiuti significativi progressi verso la definizione di una serie di standard contabili uniformi a livello mondiale. È necessario che questa opera di vitale importanza sia proseguita, portata a compimento e tradotta nella realtà.

## La gestione e la risoluzione delle crisi finanziarie

Sebbene l'adozione di misure preventive possa ridurre l'incidenza delle crisi finanziarie, queste non scompariranno mai del tutto. La scelta del modo migliore di gestire una crisi, al fine di mitigarne i costi macroeconomici e sociali, dipende moltissimo da come essa si manifesta nei processi di mercato. Nondimeno, ciò che accomuna praticamente tutte le crisi è un'improvvisa perdita di fiducia, nonché l'esigenza di valutare prontamente il fabbisogno di liquidità nel sistema e di stabilire in quale maniera esso può essere meglio soddisfatto. Per contro, la risoluzione delle crisi è impresa dai tempi più lunghi, ed essa richiede sovente un certo grado di riduzione del debito. La gestione e la risoluzione delle crisi finanziarie possono avere una dimensione sia nazionale che internazionale, e implicano normalmente la partecipazione tanto dei creditori privati quanto delle autorità pubbliche. Tuttavia, affinché siano evitati rischi di "moral hazard", le seconde dovrebbero essere coinvolte soltanto in ultima istanza, allorché vi sono chiari indizi di fallimenti del mercato o di esternalità.

Peraltro, non si dovrebbe presumere automaticamente che siffatti fallimenti del mercato siano un evento probabile. I mercati finanziari privati, con le loro sempre più strette interconnessioni, hanno la capacità potenziale di disinnescare le crisi, non solo di propagarle. Nell'autunno 1998, ad esempio, allorché molti mutuatari ebbero difficoltà a reperire fondi attraverso i mercati degli strumenti a breve e dei derivati, il mercato interbancario si espanse enormemente, svolgendo un ruolo cruciale nel reincanalare il credito verso chi ne aveva necessità.

Gli operatori privati, e in particolare quelli di grandi dimensioni, il cui modo di agire può influenzare l'intero sistema, tendono a internalizzare tali esternalità (e di fatto, come è avvenuto nel caso del LTCM, possono essere incoraggiati a farlo), e questo dovrebbe condurre a comportamenti più stabilizzanti. Ovviamente, ciò non significa che non sarà mai necessario un coinvolgimento esplicito delle autorità pubbliche, ma piuttosto che queste devono riservarsi il diritto di valutarne discrezionalmente l'opportunità. Questa discrezionalità di giudizio deve applicarsi non soltanto all'eventuale finanziamento d'emergenza alle banche, ma anche, e ancor più, alla possibilità di sostenere i mercati divenuti improvvisamente illiquidi per una qualche ragione imprevista.

Le modalità del coinvolgimento del settore pubblico devono tener conto di due aspetti particolari dei mercati finanziari moderni: la velocità con cui possono intervenire i cambiamenti e la loro dimensione internazionale. Per quel che riguarda il primo aspetto, in futuro sarà particolarmente importante che le varie parti in causa dispongano di linee aperte di comunicazione e di procedure concordate per il loro utilizzo. Quantomeno fra le differenti istanze pubbliche, dovrebbero inoltre essere chiaramente definiti i rispettivi ambiti di competenza. Tale chiarezza è evidentemente necessaria sul piano interno, anche entro l'area dell'euro, ma il principio può parimenti applicarsi a livello internazionale. Un'istituzione finanziaria operante in un dato paese può ben avere radici al di fuori dei confini nazionali, nel qual caso la responsabilità di vigilare sul suo comportamento spetterebbe all'autorità dello Stato di origine. Per giunta, è senz'altro possibile che il fabbisogno di liquidità sia in valuta estera, il che conferirebbe al problema una dimensione del tutto nuova. Quand'anche una banca centrale di un paese fosse disposta ad accrescere la liquidità del sistema nel suo insieme e a ridurre così i tassi d'interesse, ciò sarebbe di scarso aiuto se la carenza di liquidità riguardasse la moneta di un altro paese. Anzi, una manovra di questo tipo potrebbe dimostrarsi controproducente qualora la moneta nazionale si deprezzasse di conseguenza e l'onere per il servizio del debito denominato in valuta estera dovesse aumentare in misura significativa.

Il modo in cui potrebbe essere apportata liquidità internazionale ai paesi emergenti alle prese con problemi di questo tipo è stato ampiamente discusso negli ultimi anni. Non sembra tuttavia che si siano compiuti molti progressi concreti a riguardo di due questioni centrali. La prima è come indurre il settore privato a fornire la liquidità necessaria, sia concedendo una dilazione sui crediti in scadenza, sia erogando nuove risorse, ad esempio per contribuire a finanziare un perdurante disavanzo della bilancia corrente. La dilazione sui crediti può avvenire sotto forma di una sospensione temporanea dei pagamenti, che ha il vantaggio di trattare in modo paritetico tutti i creditori, ma ben difficilmente incoraggia l'erogazione di nuovi fondi. Un'altra possibilità è la "moral suasion", cui si è fatto ricorso di recente nel caso della Corea, ma questo tipo di pressioni finisce per non discostarsi molto dalla coercizione. Un problema che ha assunto crescente importanza è inoltre quello delle modalità di coordinamento di tali finanziamenti. Data la sempre maggiore eterogeneità dei mutuatari nei mercati emergenti e dei prestatori nei paesi industriali, diventa vieppiù difficile stabilire quale istanza, semmai, abbia l'autorità per fare promesse e per darvi quindi seguito. A questo riguardo va detto che quanto più si riuscirà a

convincere gli emittenti obbligazionari a inserire nei prestiti clausole di azione collettiva, tanto maggiore sarà la probabilità di una ristrutturazione ordinata del debito.

La seconda questione riguarda le modalità con cui dovrebbe concretizzarsi la partecipazione del settore pubblico. È infatti necessario riuscire a contemperare l'apporto di liquidità del FMI con il rischio di "moral hazard" che questa assistenza può ingenerare. Una linea di pensiero sostiene che l'accesso alle risorse del Fondo dovrebbe normalmente avvenire per importi inferiori a quelli erogati di recente, e attraverso un numero ridotto di facilitazioni. Secondo questo approccio essenzialmente di tipo "regolamentare" soltanto un accesso limitato ai fondi pubblici sarebbe compatibile con il principio della condivisione degli oneri, e le condizioni per fruire di tale finanziamento dovrebbero essere pubblicamente note a priori. I suoi fautori non escluderebbero la possibilità che vi siano casi, presumibilmente di portata sistemica, in cui le autorità potrebbero giudicare opportuna la concessione di crediti assai maggiori. Verrebbe tuttavia argomentato che in tali casi il procedimento di approvazione dovrebbe essere più formale e restrittivo. La principale contropesi è che ogni crisi è diversa dalle altre e che le soluzioni per gestirla vanno trovate in tempi molto brevi. E ciò richiederebbe semmai una maggiore "discrezionalità" da parte del FMI. In contrasto con l'antinomia fra questi due punti di vista sembra emergere un crescente consenso sul fatto che l'assistenza ufficiale debba essere più strettamente collegata alle iniziative di prevenzione delle crisi, e che vada in qualche modo scoraggiato il ricorso a finanziamenti del Fondo ripetuti e a più lungo termine.

Non meno controverse sono le modalità di risoluzione delle crisi mediante un esplicito sgravio del debito. Due ordini di problemi sono attualmente al centro del dibattito: la ristrutturazione bancaria in un folto numero di economie emergenti e la remissione di debiti in favore di un numero ancora maggiore di paesi molto poveri e pesantemente indebitati. In entrambi i casi dovrebbero applicarsi due principi. Quanto al primo, se la questione di fondo è chi debba sopportare le perdite già verificatesi, questo onere dovrebbe ricadere su coloro i quali vi hanno concorso. I contribuenti non dovrebbero infatti essere chiamati a pagare per le perdite subite da altri, a meno che il rispettivo governo non abbia anch'esso lo status di creditore. Ovviamente gli Stati e gli organismi finanziari internazionali sono i maggiori creditori verso i paesi più poveri e ad essi compete quindi una responsabilità particolare in ordine allo sgravio dell'onere debitorio. Il secondo è che le misure per la risoluzione delle crisi devono essere accompagnate da iniziative volte a evitare crisi future. Pertanto, è necessario che le banche siano non soltanto ristrutturate, ma anche rese efficienti e profittevoli. Allorché sono concesse riduzioni di debito a mutuatari sovrani è essenziale che vengano adottati provvedimenti per assicurare un corretto governo dell'economia e investimenti nelle strutture sanitarie e scolastiche destinate alla generalità della popolazione. La riduzione del debito può in taluni casi costituire una condizione necessaria per risolvere le crisi, ma non è assolutamente sufficiente ad assicurare la prosperità futura.

L'esperienza ormai acquisita è sufficientemente ampia da permettere di azzardare alcuni suggerimenti aggiuntivi in merito alla ristrutturazione bancaria.

Quello forse più importante è che in prima istanza si dovrebbero sempre tentare soluzioni a livello di settore privato. Anche le istituzioni tecnicamente insolventi possono conservare un valore commerciale capace di attirare l'interesse di potenziali acquirenti, e talvolta persino apporti di capitale modesti possono fare una grande differenza. Tuttavia, le incorporazioni societarie devono avere un senso economico; la dimensione non fornisce di per sé alcuna garanzia di sopravvivenza. E le banche estere dovrebbero essere partecipi di questo processo, in quanto esse apportano know-how e tecnologia, oltre che capitale. Pare inoltre esservi il crescente riconoscimento che la definizione di chiari criteri per l'intervento dei poteri pubblici può essere utile al fine di evitare atteggiamenti di eccessiva tolleranza, e che questo intervento deve conformarsi a taluni principi, ossia essere tempestivo, organico, non connotato politicamente, trasparente e, soprattutto, risolutorio.

Che si tratti della promozione della stabilità finanziaria o della gestione e risoluzione delle crisi, è relativamente facile formulare raccomandazioni e stabilire principi per una prassi corretta. Ben più ardua è la messa in pratica di buone politiche. Molti ostacoli si frappongono all'attuazione delle misure necessarie: inerzia, interessi politici e oligopolistici, leggi e procedure giudiziarie spesso inadeguate, funzionari pubblici sottoqualificati (e talvolta sottopagati). Questi fattori sono presenti in tutti i paesi, ma appaiono particolarmente rilevanti nelle economie emergenti. Per contrastarli è necessario creare gli incentivi ad agire nel modo giusto: disciplina di mercato, sorveglianza, assistenza tecnica e finanziaria esterna e, soprattutto, un'accresciuta consapevolezza del proprio interesse. I benefici che derivano da un settore finanziario efficiente e purtuttavia solido sono inestimabili. Essi valgono lo sforzo considerevole che può richiedere il loro conseguimento.





## Attività della Banca

La recente serie di crisi finanziarie, di intensità e capacità di contagio imprevedute, ha impartito ulteriore slancio al perseguimento della stabilità finanziaria e di una migliore gestione del rischio a livello di istituzioni e di mercato. Le banche centrali sono state il motore degli sforzi e delle iniziative in tale settore. La BRI, in virtù del suo mandato fondamentale e della lunga esperienza maturata nel promuovere la cooperazione tra banche centrali, ha costituito un foro particolarmente idoneo a fornire il contesto analitico e il supporto logistico alle consultazioni tra banche centrali e altri organi di regolamentazione. La stabilità finanziaria è stata al centro di molti di questi dibattiti. Tuttavia, l'accresciuto rilievo dato alle questioni di stabilità sistemica non ha distolto l'attenzione delle banche centrali dall'altro compito fondamentale che loro compete, ossia la formulazione e l'attuazione della politica monetaria. Date le numerose interconnessioni tra stabilità finanziaria e monetaria, questi temi hanno continuato a figurare in primo piano nell'ordine del giorno delle riunioni regolari e specifiche organizzate e coordinate dalla BRI.

Nel periodo sotto rassegna la Banca ha inoltre partecipato attivamente ai lavori di vari gruppi impegnati nel promuovere una sana attività finanziaria. Le forme di partecipazione più importanti sono state l'assistenza segretariale fornita ai Ministri finanziari e ai Governatori delle banche centrali (e ai loro Sostituti) dei paesi del Gruppo dei Dieci, nonché l'estesa partecipazione al Forum per la stabilità finanziaria.

Nel trascorso esercizio finanziario è risultata evidente anche l'attrattiva della BRI come controparte nelle operazioni finanziarie delle banche centrali. Sono stati introdotti nuovi strumenti finanziari e sono state applicate condizioni di prezzo competitive per soddisfare le esigenze di investimento sempre più sofisticate della clientela della Banca. In particolare durante la transizione al nuovo millennio, le banche centrali clienti hanno apprezzato la sicurezza e la liquidità dei depositi presso la BRI. La Banca ha inoltre continuato a svolgere il suo ruolo tradizionale di Agente e Fiduciario per una vasta gamma di transazioni finanziarie.

Questo capitolo passa in rassegna le principali attività della Banca durante l'esercizio trascorso. I rapporti cui si farà riferimento in seguito e i *research and policy papers* sono disponibili sul sito Internet della BRI ([www.bis.org](http://www.bis.org)) oppure, su richiesta, in formato cartaceo.

### 1. Contributi diretti della BRI alla cooperazione monetaria e finanziaria internazionale

Analogamente agli anni precedenti, la Banca ha contribuito alla cooperazione tra banche centrali organizzando incontri periodici tra i Governatori e gli alti

funzionari delle banche centrali, nonché assicurando i servizi di Segretariato per una serie di comitati che riferiscono ai Governatori delle banche centrali dei paesi del G10. Una caratteristica saliente degli incontri dello scorso anno è stato il crescente coinvolgimento di banche centrali appartenenti a economie emergenti di importanza sistemica. La Rappresentanza per l'Asia e il Pacifico della BRI ha svolto a tale riguardo un importante ruolo di catalizzatore. Un'altra iniziativa recente, l'Istituto per la stabilità finanziaria (ISF), ha dato impulso alla diffusione su scala mondiale di norme e linee guida per una sana attività finanziaria.

### *Periodiche consultazioni su questioni monetarie e finanziarie*

In occasione delle riunioni bimestrali del Consiglio di amministrazione della BRI, le consultazioni fra i Governatori delle banche centrali avvengono in tre consessi: paesi industriali del G10; gruppi ampliati che riuniscono i Governatori del G10 e i loro omologhi dei mercati emergenti di importanza sistemica; un gruppo ancor più vasto comprendente i Governatori di tutte le banche centrali azioniste della BRI.

Il punto focale delle *riunioni dei Governatori delle banche centrali delle maggiori economie industriali ed emergenti* è lo scambio di vedute e di informazioni sullo stato attuale dell'economia e dei mercati finanziari a livello mondiale, nonché l'individuazione di potenziali vulnerabilità a medio termine. Nel periodo in esame, le discussioni hanno confermato con soddisfazione la maggiore e più equilibrata crescita dell'economia mondiale, in presenza di una dinamica dei prezzi generalmente propizia. Nondimeno, i Governatori hanno espresso la loro preoccupazione di fronte all'insorgere in alcune economie di ampi squilibri interni ed esterni; essi hanno inoltre esaminato le conseguenze di eventuali repentini cambiamenti nei rapporti di cambio tra le maggiori valute e/o di una brusca correzione di alcuni prezzi delle attività, nonché le risposte sul piano delle politiche.

La congiuntura economica e finanziaria ha parimenti continuato a figurare tra i punti principali all'ordine del giorno delle *riunioni dei Governatori dei paesi del G10*. Inoltre, i Governatori del G10 hanno discusso una serie di rapporti preparati dai vari comitati permanenti (si veda oltre). Sono stati approvati diversi rapporti e ne è stata autorizzata la successiva pubblicazione. Le consultazioni si sono altresì focalizzate su questioni di interesse per le banche centrali, tra cui la proposta revisione dell'Accordo di Basilea sui requisiti patrimoniali del 1988, le questioni di liquidità connesse con il passaggio all'anno 2000 e la gestione e prevenzione delle crisi finanziarie.

Le *riunioni dei Governatori di tutte le banche centrali azioniste della BRI* durante l'esercizio trascorso hanno rispecchiato la vasta gamma di problematiche che attualmente destano l'attenzione delle autorità monetarie. Parallelamente all'analisi del ruolo che possono svolgere i ratings esterni nella nuova regolamentazione patrimoniale, i Governatori hanno considerato le più ampie implicazioni che un tale sviluppo può avere sull'attività delle agenzie di rating. Fra gli altri temi di stabilità finanziaria affrontati figurano il rischio che gli hedge funds destabilizzino i mercati finanziari, nonché la concezione e il funzionamento delle reti di sicurezza finanziaria. Ulteriori tematiche trattate dal gruppo ampliato

di Governatori sono state la conduzione della politica monetaria in regime di fluttuazione amministrata, il rafforzamento dei sistemi finanziari asiatici, l'impatto dell'euro sui mercati finanziari e sulle scelte di portafoglio, nonché l'importanza dell'autonomia, responsabilità e trasparenza delle banche centrali per un valido processo decisionale.

Fra le altre riunioni periodiche organizzate lo scorso anno dalla Banca vanno annoverate quelle del Comitato degli esperti su oro e cambi delle banche centrali del G10. Il tema ricorrente è stato il primo anno di vita dell'euro. Inoltre, gli economisti delle banche centrali dei principali paesi industriali si sono riuniti verso la fine del 1999 per esaminare la crescita dei mercati finanziari internazionali e le sue implicazioni per la stabilità monetaria e finanziaria. Un incontro analogo, svoltosi agli inizi del 2000 e al quale hanno partecipato anche banche centrali di mercati emergenti, ha passato in rassegna lo stato attuale dell'economia mondiale.

La Banca ha continuato a raccogliere, analizzare e divulgare informazioni sulle attività delle banche centrali e sul modo in cui esse sono espletate. Tale lavoro è svolto sotto l'egida del Central Bank Governance Steering Group, composto dai Governatori delle banche centrali di varie economie industriali ed emergenti. Lo scopo è quello di fornire informazioni fattuali comparative che saranno di ausilio alle banche centrali al fine di migliorare la loro operatività. Lo scorso anno il lavoro si è incentrato sulla portata e sulla natura dei mandati delle banche centrali e sull'interconnessione tra autonomia, trasparenza e responsabilità.

Il carattere sempre più globale delle iniziative della Banca tese a promuovere la cooperazione si è tradotto in un numero crescente di riunioni con la partecipazione di alti funzionari di banche centrali delle economie emergenti. Nel periodo in esame, due incontri di lavoro regionali sono stati organizzati al di fuori di Basilea per affrontare questioni strategiche di politica monetaria. Il primo, ospitato in collaborazione con il Banco Central de la República Argentina, si è concentrato sulle problematiche di politica monetaria in America latina. Un incontro regionale asiatico è stato copatrocinato dalla Banca di Corea. Inoltre, i Vice Governatori delle più importanti economie emergenti si sono riuniti a Basilea per un'analisi approfondita della gestione del debito e della liquidità. Infine, una nuova iniziativa importante è stata l'organizzazione di un incontro che ha riunito i Vice Governatori delle banche centrali africane. La riunione inaugurale si è occupata dello sviluppo del settore finanziario in Africa.

### *Promozione della stabilità finanziaria a opera dei comitati permanenti*

Tre comitati, istituiti dalle banche centrali del G10 e patrocinati dalla BRI, hanno contribuito significativamente alla promozione della stabilità finanziaria nell'ultimo quarto di secolo. Questa tematica è stata affrontata da tre diverse angolazioni: solidità istituzionale (Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria); efficiente funzionamento dei mercati (Comitato sul sistema finanziario globale); elemento basilare dell'infrastruttura dei sistemi finanziari (Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento).

Dalla loro diversa prospettiva, i comitati hanno partecipato attivamente negli ultimi anni a varie iniziative congiunte nell'area della stabilità finanziaria e,

più di recente, nell'ambito del Forum per la stabilità finanziaria, in cui ciascuno di essi è rappresentato. Nello stesso tempo, il Comitato di Basilea e il Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento hanno preso parte, al pari della BRI stessa, al processo consultivo per la stesura del *Code of Good Practices on Transparency in Monetary and Financial Policies* del FMI, compreso il documento integrativo del Codice.

#### *Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria*

Nell'anno trascorso il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria ha lanciato una serie di nuove iniziative che forniscono orientamenti su questioni chiave della vigilanza bancaria e illustrano il ruolo che efficaci schemi di vigilanza bancaria svolgono nel sistema finanziario globale. I lavori per la revisione dell'Accordo di Basilea sui requisiti patrimoniali del 1988 sono culminati nella pubblicazione, nel giugno 1999, di un documento a fini di consultazione, nel quale viene presentato il nuovo schema patrimoniale proposto. Si tratta verosimilmente dell'iniziativa più vasta in termini di lavoro e di risorse finora posta in atto dal Comitato di Basilea. Dalla sua introduzione, l'Accordo del 1988 è stato adottato da oltre 130 paesi in tutto il mondo. Il nuovo Accordo proposto intende migliorare il modo in cui i requisiti patrimoniali prudenziali riflettono i rischi sottostanti e tenere maggiormente conto delle innovazioni finanziarie intervenute negli ultimi anni. La revisione mira anche a premiare i progressi compiuti nella misurazione e nel controllo dei rischi e a incentivare ulteriori miglioramenti. Sebbene destinatarie del nuovo Accordo siano ancora le banche operanti a livello internazionale, i principi guida si possono applicare a banche a vari livelli di complessità e specializzazione in tutti i paesi.

Lo schema patrimoniale proposto si compone di tre pilastri fondamentali e complementari: requisiti patrimoniali minimi, che ampliano e perfezionano la regolamentazione standard prevista dall'Accordo del 1988; controllo prudenziale sull'adeguatezza patrimoniale delle banche e sulle loro procedure di valutazione interne; efficace utilizzo della disciplina di mercato, quale strumento per rafforzare la trasparenza e incoraggiare una sana e prudente gestione delle banche. Con riferimento al primo pilastro, il Comitato ha proposto due approcci basilari: un metodo standard riveduto che si richiama all'attuale Accordo e un approccio basato sui sistemi interni di rating che farebbe riferimento alle valutazioni del rischio di credito effettuate dalle banche stesse. Il Comitato ritiene che ciò costituirà una tappa importante del processo teso a realizzare un maggiore allineamento dei requisiti patrimoniali al rischio sottostante.

La pubblicazione di queste e altre proposte contenute nel documento a fini di consultazione del giugno 1999 ha avviato un ampio dialogo sia all'interno del settore finanziario e degli organi di vigilanza sia tra le due comunità. Il periodo di consultazione si è concluso il 31 marzo 2000 e ha fornito oltre 200 commenti scritti. Questi commenti saranno un valido strumento di guida per le ulteriori decisioni del Comitato e per la stesura di una serie completa di proposte.

Il Comitato di Basilea svolge un ruolo fondamentale nell'elaborazione di norme globali per la regolamentazione e la vigilanza prudenziale. Numerosi paesi hanno manifestato l'intenzione di applicare tali norme, ossia i *Principi fondamentali per un'efficace vigilanza bancaria*. I principi sono impiegati anche dal

FMI e dalla Banca Mondiale come base di valutazione dell'efficacia della vigilanza bancaria nei singoli paesi. Un importante canale di diffusione di tali norme è il Core Principles Liaison Group del Comitato di Basilea, in cui operano molti paesi esterni al G10 e al quale partecipano anche il FMI e la Banca Mondiale. Nell'ottobre 1999 il Comitato ha pubblicato la *Core Principles Methodology*, destinata a facilitare la valutazione di conformità ai principi attraverso la definizione di criteri essenziali e integrativi per ciascun principio.

Altri rapporti e documenti a fini di consultazione pubblicati di recente dal Comitato di Basilea affrontano un'ampia gamma di tematiche, tra cui il governo societario (settembre 1999), il rischio di credito (luglio 1999), le istituzioni a elevata leva finanziaria (gennaio 1999 e gennaio 2000), la contabilizzazione dei crediti (luglio 1999), la trasparenza e l'informativa al pubblico (luglio 1999 e gennaio 2000) e il passaggio all'anno 2000 (settembre 1999 e marzo 2000). Questi rapporti sono distribuiti all'atto della loro pubblicazione, e i documenti di interesse generale entrano a far parte anche del *Compendio* del Comitato di Basilea, di cui viene pubblicata ogni anno una versione aggiornata.

Nell'arco degli ultimi anni il Comitato si è adoperato per ampliare i suoi rapporti con le autorità di vigilanza di paesi non membri nell'intento di rafforzare le norme di vigilanza prudenziale in tutti i principali mercati. Con l'evolversi di questi contatti, le prese di posizione del Comitato hanno assunto crescente rilevanza, in quanto standard cui aspirano le autorità di vigilanza sia dei paesi in via di sviluppo che delle economie emergenti. Grazie alla sua cooperazione con autorità di vigilanza esterne al G10 e alla diffusione di informazioni e linee guida su importanti aspetti dell'attività bancaria, il Comitato di Basilea ha contribuito al rafforzamento dei sistemi finanziari nei mercati emergenti. Inoltre, il Comitato svolge un ruolo attivo nel fornire formazione e assistenza tecniche, ultimamente attraverso l'Istituto per la stabilità finanziaria (si veda oltre). Esso assicura altresì efficienti canali di comunicazione, mantenendo e distribuendo regolarmente la "Bank Supervisors' Contact List", nonché patrocinando e organizzando la Conferenza internazionale biennale delle autorità di vigilanza bancaria, iniziativa lanciata dal Comitato di Basilea nel 1979. L'undicesima Conferenza si svolgerà a Basilea nel settembre 2000 e sarà ospitata congiuntamente dalla Banca nazionale svizzera, dalla Commissione federale svizzera delle banche e dalla BRI. I temi di quest'anno sono: (i) la revisione dell'Accordo sui requisiti patrimoniali e (ii) il settore finanziario nel 21° secolo. Il numero dei partecipanti alla Conferenza si è raddoppiato dall'epoca della sua istituzione salendo a 300 delegati di 120 paesi attesi nel settembre 2000.

#### *Comitato sul sistema finanziario globale*

Nel periodo sotto rassegna il Comitato sul sistema finanziario globale (CSFG) ha continuato il monitoraggio dei mercati finanziari internazionali e l'esame di questioni specifiche connesse con il funzionamento del sistema finanziario globale. Il Comitato concentra la propria attenzione sui punti vulnerabili nei mercati finanziari mondiali, nonché nelle economie industriali ed emergenti di importanza sistemica.

Le tematiche specifiche affrontate dal Comitato sono state: la configurazione di mercati liquidi dei titoli di debito; le dinamiche di mercato in situazioni di

stress; la trasparenza dell'informativa agli operatori di mercato; i miglioramenti nelle statistiche BRI sull'attività bancaria internazionale.

Nel maggio 1999 il CSFG ha diffuso un rapporto sulla liquidità di mercato che illustra i risultati delle ricerche e determinate implicazioni sul piano delle politiche. A ciò è seguita nell'ottobre 1999 la pubblicazione di un rapporto contenente raccomandazioni specifiche sulle modalità atte a sviluppare lo spessore e la liquidità dei mercati delle obbligazioni di Stato. Le raccomandazioni riguardano cinque aree: strategie di gestione del debito, imposizione fiscale, trasparenza, norme e infrastrutture di negoziazione, nonché lo sviluppo dei mercati pct, dei futures e delle opzioni.

Il Comitato ha dedicato considerevole attenzione al tema della dinamica del mercato finanziario in condizioni di stress. Uno studio degli eventi verificatisi sul mercato finanziario nella seconda metà del 1998, pubblicato nell'ottobre 1999, ha analizzato le cause dell'improvviso aumento dei premi di rischio e di liquidità e della rapidità con cui i mercati si sono in seguito stabilizzati. Il rapporto ha esaminato in particolare i meccanismi che hanno condotto al prosciugarsi della liquidità in vari segmenti di mercato e amplificato i movimenti dei prezzi relativi delle attività. Tali meccanismi includono: l'inadeguata valutazione dei rischi di controparte, che ha permesso ad alcune istituzioni di fare eccessivo uso della leva finanziaria; la diffusa emulazione di determinate strategie di finanziamento, di negoziazione e di gestione del rischio; la mancata incorporazione nei sistemi di gestione del rischio di possibili effetti di retroazione della liquidità di mercato sulle condizioni di prezzo; gli schemi remunerativi che incoraggiano un'ottica a breve termine nelle scelte operative; la mancanza di informazioni di mercato sulle posizioni aggregate.

Il Comitato ha altresì creato un gruppo di lavoro per esaminare l'attuale impiego di prove di stress da parte di grandi istituzioni finanziarie e per sondare la possibilità di aggregare i risultati delle prove di stress effettuate dalle società finanziarie per produrre informazioni utili alle autorità e agli operatori. Il rapporto del gruppo ha sintetizzato le attuali metodologie delle prove di stress, ha discusso alcuni dei limiti insiti in tali prove e ha preso atto delle difficoltà pratiche che comporterebbe un processo di aggregazione. Come ulteriore tappa di questa iniziativa, il Comitato ha deciso di disporre un'indagine sugli scenari utilizzati dai gestori del rischio. Tra gli altri lavori in corso agli inizi del 2000 figurano uno studio dell'impatto che il crescente impiego di garanzie collaterali potrebbe avere sulla dinamica dei mercati finanziari e uno sulle implicazioni dei sistemi di negoziazione elettronici per il funzionamento dei mercati finanziari.

Nel 1999 il CSFG ha proseguito la cooperazione con il FMI per la definizione di standard di pubblicità delle informazioni da parte delle autorità nazionali. Dopo la pubblicazione congiunta nel 1998 di uno schema per la segnalazione di informazioni sulle posizioni in valuta, il Comitato ha collaborato con il FMI alla stesura di un documento più dettagliato che contiene linee guida per l'applicazione di questo schema nel contesto dello Special Data Dissemination Standard del FMI. Inoltre, nel corso dell'anno il Comitato ha esaminato questioni relative alla trasparenza delle informazioni fornite dagli operatori privati. Un gruppo di lavoro che riunisce diversi organi di regolamentazione internazionali sta

analizzando i modi per migliorare le informazioni sul profilo di rischio di un'ampia gamma di istituzioni finanziarie.

Infine, il CSFG ha continuato a svolgere il ruolo tradizionale di supervisione e di analisi dei possibili miglioramenti alle statistiche bancarie BRI. In questo contesto, è stata proposta una ristrutturazione delle statistiche consolidate sull'attività bancaria al fine di dare maggiore rilievo al concetto di rischio finale. Sarà inoltre potenziata la rilevazione delle esposizioni in strumenti derivati e passività eventuali.

#### *Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento*

Nel periodo in esame il Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento (CSPR) ha proseguito l'azione tesa a promuovere la solidità dei sistemi di pagamento e regolamento al fine di rafforzare le infrastrutture del mercato finanziario e di ridurre il rischio sistemico. Esso ha intensificato la cooperazione con altri consessi internazionali, in particolare con l'International Organization of Securities Commissions (IOSCO), e ha associato al proprio lavoro un gruppo sempre più ampio di banche centrali di paesi non appartenenti al G10.

Nel dicembre 1999 il gruppo di lavoro del CSPR su principi e prassi nei sistemi di pagamento, costituito dalle banche centrali del G10 e da un egual numero di banche centrali di paesi esterni a questo Gruppo, nonché dalla BCE, dal FMI e dalla Banca Mondiale, ha pubblicato un rapporto a fini di consultazione sui *Principi fondamentali per sistemi di pagamento di importanza sistemica*. Il rapporto sarà finalizzato nel corso del 2000, sulla scorta dei commenti pervenuti dalle parti interessate.

Un'ulteriore importante iniziativa di cooperazione è stata la creazione di un gruppo di lavoro congiunto del Comitato e dello IOSCO alla fine del 1999. Tale gruppo elaborerà raccomandazioni per i sistemi di regolamento in titoli e individuerà i requisiti minimi che tali sistemi dovranno soddisfare per minimizzare i rischi sistemici sia a livello interno che internazionale. Le raccomandazioni verteranno anche su questioni riguardanti l'attività di regolamento transnazionale, come i collegamenti internazionali tra sistemi di regolamento.

Il precedente gruppo di lavoro congiunto del Comitato e dello IOSCO sui prestiti di titoli ha pubblicato il suo rapporto *Securities Lending Transactions: Market Development and Implications* nel luglio 1999. Il rapporto illustra la dinamica complessiva del mercato dei prestiti di titoli, comprese le ragioni che sono alla base di tali transazioni, e analizza gli aspetti giuridici, regolamentari, tributari e contabili. Esso ha inoltre esaminato i rischi insiti nel prestito di titoli, così come le prassi e le procedure che potrebbero essere adottate dagli operatori per gestire e ridurre tali rischi.

Il CSPR ha continuato a seguire e incoraggiare lo sviluppo di schemi del settore privato volti a ridurre il rischio di regolamento valutario e ha altresì invitato le banche centrali di tutto il mondo ad adottare strategie atte ad affrontare questo rischio. Al fine di assisterle nella definizione e applicazione di tali strategie è stato creato uno "strumentario" di materiale pertinente che è già stato trasmesso alle autorità monetarie di oltre 50 paesi. Inoltre, il CSPR ha collaborato strettamente con il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria

nell'elaborazione di linee guida per le autorità di vigilanza sul rischio di regolamento nelle operazioni in cambi.

Per valutare adeguatamente le sfide connesse con le innovazioni recenti e previste nel settore dei pagamenti di piccolo ammontare, il gruppo di lavoro del Comitato sui sistemi di pagamento al dettaglio sta conducendo un'indagine su strumenti e sistemi di pagamento e sulle tematiche connesse. In un rapporto pubblicato nel settembre 1999 il gruppo ha identificato e analizzato le tendenze recenti e future nell'impiego di tali strumenti. Un secondo rapporto, che sarà pubblicato verso la metà del 2000, considererà gli accordi di compensazione e di regolamento nell'ambito dei pagamenti al dettaglio. Per quanto concerne la moneta elettronica, il Comitato, attraverso il suo Segretariato presso la BRI, ha continuato a seguire attentamente gli sviluppi globali nel campo dei prodotti basati su carta magnetica e su rete.

Il CSPR ha ulteriormente intensificato la cooperazione con le banche centrali di paesi esterni al G10, in particolare con quelle delle economie emergenti. Un ampio novero di banche centrali singole o di gruppi regionali di banche centrali sta preparando, con l'assistenza del Segretariato del CSPR presso la BRI, alcune pubblicazioni che descrivono i sistemi di pagamento nei rispettivi paesi o aree geografiche. Il Comitato ha altresì continuato a fornire il proprio supporto in occasione di incontri di lavoro e di seminari organizzati dalla BRI in collaborazione con gruppi regionali di banche centrali. Dopo la prima riunione tenuta al di fuori di Basilea nel maggio 1999, il Comitato ha organizzato un simposio a Hong Kong per le banche centrali e le autorità monetarie dell'area Asia-Pacifico al quale hanno partecipato oltre 26 istituzioni. I verbali della riunione sono stati pubblicati nel dicembre 1999.

Nell'ambito della sua cooperazione con altre istituzioni, il Comitato, attraverso il suo Segretariato, ha fornito sostegno attivo e suggerimenti per l'iniziativa della Banca Mondiale sui sistemi di compensazione e regolamento dei pagamenti e delle operazioni in titoli nell'emisfero occidentale. Inoltre, il CSPR ha collaborato con il Gruppo di esperti informatici su questioni riguardanti il rischio operativo e l'autenticazione elettronica e ha partecipato allo studio del gruppo di lavoro del G10 sul consolidamento del settore finanziario.

### *Rappresentanza per l'Asia e il Pacifico*

Dalla sua istituzione nel luglio 1998 la Rappresentanza per l'Asia e il Pacifico, con sede nella Regione amministrativa a statuto speciale di Hong Kong, ha intrapreso una serie di attività volte a intensificare lo scambio di informazioni e la cooperazione tra le banche centrali della regione, nonché tra queste e le banche centrali del resto del mondo. Tali attività comprendono: (i) l'organizzazione presso la sua sede di incontri tra esponenti di banche centrali interne ed esterne alla regione; (ii) contributi all'attività di ricerca e di analisi della BRI sugli sviluppi finanziari ed economici nell'area Asia-Pacifico; (iii) la promozione delle relazioni bancarie della BRI con le banche centrali regionali clienti.

Nel periodo sotto rassegna la Rappresentanza ha fornito il proprio sostegno attivo a oltre una dozzina di incontri nella regione. Questi hanno incluso una riunione di funzionari di banche centrali nel giugno 1999 dedicata alla gestione del rischio negli investimenti di riserve internazionali. Una riunione speciale dei



Governatori nel gennaio 2000 a Singapore ha offerto l'opportunità di discutere della situazione finanziaria globale e di esaminare la gestione del debito pubblico e della liquidità a livello nazionale. In un incontro di revisori interni svoltosi in marzo sono stati messi a confronto i cambiamenti recenti e gli attuali sviluppi nel settore di competenza.

La Rappresentanza ha inoltre organizzato una serie di riunioni nella regione a supporto dell'attività dei comitati con sede a Basilea e ha collaborato strettamente con i gruppi regionali di banche centrali. Nel maggio 1999 la Rappresentanza ha partecipato all'organizzazione di un incontro del CSPR e di un simposio regionale (si veda sopra). Nel settembre 1999 essa ha ospitato un incontro regionale del Joint Year 2000 Council nel corso del quale sono stati esaminati i preparativi in vista del cambiamento di data. La Rappresentanza ha altresì co-ospitato un seminario di autorità del mercato finanziario sul rischio di credito, e diversi sottocomitati del Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria si sono riuniti a Hong Kong durante lo scorso anno. In aggiunta, nel novembre 1999 la Rappresentanza ha accolto una riunione del gruppo di lavoro del Forum per la stabilità finanziaria sull'applicazione di standard. Nel marzo 2000 essa ha partecipato e fornito il supporto analitico a un convegno dell'EMEAP (Executive Meeting of East Asian and Pacific Central Banks) sugli sviluppi nei mercati dei cambi e nei mercati connessi. Oltre a predisporre la documentazione di base per tali incontri, gli economisti della Rappresentanza hanno condotto ricerche su tematiche di interesse per le banche centrali all'interno e al di fuori della regione. La Rappresentanza ha anche contribuito allo studio riguardante l'impatto delle istituzioni a elevata leva finanziaria sulle dinamiche di mercato condotto dal Forum per la stabilità finanziaria.

In ambito bancario, la BRI ha deciso di creare una "dealing room" presso la Rappresentanza per assicurare migliori servizi alle banche centrali della regione. L'avvio della sua operatività è previsto per la fine del 2000.

### *Istituto per la stabilità finanziaria*

L'Istituto per la stabilità finanziaria (ISF) è stato creato su iniziativa congiunta della Banca dei Regolamenti Internazionali e del Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria con il mandato di contribuire al miglioramento dei sistemi finanziari su scala mondiale, inizialmente attraverso il rafforzamento della vigilanza prudenziale. Dall'avvio del suo programma a metà 1999, l'ISF si è concentrato su questioni attinenti l'attività bancaria, poiché questa è la principale forma di intermediazione finanziaria in molte parti del mondo. A essa si aggiungerà gradualmente la vigilanza dei settori mobiliare e assicurativo.

Durante il suo primo anno di esistenza l'ISF ha offerto a funzionari di vigilanza seminari mirati su gestione del rischio, tecnologia informatica, rischio operativo, frode, vigilanza consolidata e governo societario, e ha organizzato seminari speciali sull'adeguatezza patrimoniale e sulla garanzia dei depositi. Inoltre, l'Istituto ha tenuto una serie di seminari e convegni su problemi e soluzioni comuni nell'area della vigilanza. I programmi si basano sui *Principi fondamentali per un'efficace vigilanza bancaria* e sulla relativa *Metodologia*, con particolare rilievo ai concetti sottostanti e alle tecniche di applicazione. L'ISF ha anche fornito ai responsabili della vigilanza informazioni sugli sviluppi più recenti

e su questioni chiave di vigilanza bancaria raccolte sia da fonti ufficiali che di mercato, per promuovere le iniziative tese a migliorare la vigilanza e la regolamentazione finanziaria.

I programmi predisposti mirano a soddisfare le esigenze delle autorità di vigilanza bancaria, espresse da 120 paesi in un'indagine dell'ISF condotta nella primavera del 1999. Da allora l'Istituto ha organizzato 19 convegni con la partecipazione di 121 paesi, corrispondente a un'equilibrata rappresentanza globale. Vari convegni sono stati organizzati in collaborazione con gruppi regionali di autorità di vigilanza. L'ISF ha inoltre presentato la propria attività in occasione di conferenze di banche di sviluppo regionali e di riunioni annuali di gruppi regionali di autorità di vigilanza al fine di estendere il dialogo su questioni di rilevanza e di mantenere contatti costanti con il proprio pubblico in tutto il mondo.

L'ISF è nel contempo coordinatore delle attività e collaboratore di altre organizzazioni che offrono programmi di assistenza ai responsabili della vigilanza finanziaria. Esiste una stretta collaborazione con l'International Leadership Centre for Financial Sector Supervision di Toronto e sono in programma seminari organizzati congiuntamente con il Centro di Toronto, nonché con lo IOSCO e l'International Association of Insurance Supervisors.

Il programma dell'ISF intende offrire un'ampia gamma di seminari e di tecniche per stabilire quali sono gli aspetti più rilevanti per i paesi considerati. Le consultazioni nell'ambito dell'Articolo IV del FMI e i convegni dell'ISF sulla valutazione dei progressi compiuti indicano chiaramente che molte questioni di vigilanza necessitano di ulteriori approfondimenti. Sono stati compiuti notevoli progressi, ma molto resta ancora da fare per adempiere al difficile compito di attuare efficaci sistemi di vigilanza in molti paesi.

## 2. Contributi della BRI alla cooperazione finanziaria internazionale allargata

### *Gruppo dei Dieci*

La BRI ha tradizionalmente contribuito al lavoro intrapreso dai Ministri finanziari e dai Governatori delle banche centrali del G10, dai loro Sostituti e dai gruppi di lavoro istituiti sotto i loro auspici sia partecipando in qualità di osservatore che assicurando i servizi di Segretariato. Nel periodo in esame il G10 ha focalizzato la propria attenzione sui possibili miglioramenti nel funzionamento dei mercati delle obbligazioni dei paesi emergenti e sui contributi che potrebbero derivare da modifiche delle prassi contrattuali. Al fine di promuovere una migliore comprensione degli effetti derivanti dall'impiego di clausole di azione collettiva nelle emissioni obbligazionarie sovrane, il G10 ha avviato un dialogo con il settore privato. I paesi del G10 hanno inoltre considerato la possibilità di utilizzare tali clausole nelle proprie emissioni.

Uno dei cambiamenti di maggior rilievo nel panorama finanziario di molti paesi industriali negli ultimi anni è stato l'accelerarsi del processo di consolidamento. Nel periodo in esame il G10 ha istituito un gruppo di lavoro per analizzare le forze sottostanti a tale cambiamento e per valutarne le più ampie

implicazioni. Il gruppo di lavoro prenderà in esame sei questioni: modalità di consolidamento finanziario; cause del consolidamento; implicazioni del consolidamento per il rischio finanziario; conduzione della politica monetaria; concorrenza e flussi di credito; sistemi di pagamento e regolamento. Il rapporto che il gruppo di lavoro presenterà ai Ministri e ai Governatori è previsto per la fine del 2000.

### *Forum per la stabilità finanziaria*

Il Forum per la stabilità finanziaria (FSF) è stato istituito dai Ministri finanziari e dai Governatori delle banche centrali del G7 nel febbraio 1999 per promuovere la stabilità finanziaria internazionale attraverso un più ampio scambio di informazioni e una più stretta cooperazione nel settore della vigilanza e supervisione finanziaria. Il Forum è composto di autorità nazionali responsabili della stabilità finanziaria in importanti centri finanziari internazionali, istituzioni finanziarie internazionali, organi di regolamentazione e di vigilanza internazionali, nonché gruppi di esperti delle banche centrali. Esso è presieduto a titolo personale da Andrew Crockett, Direttore Generale della BRI. Informazioni dettagliate sul Forum, nonché i rapporti da esso approvati, sono disponibili sul suo sito Internet ([www.fsforum.org](http://www.fsforum.org)). Questo sito contiene anche un elenco delle opportunità di formazione nel settore della vigilanza finanziaria in tutto il mondo, realizzato congiuntamente dal FMI, dalla Banca Mondiale e dalla BRI.

In occasione della riunione del 25–26 marzo 2000 a Singapore, il Forum ha approvato le raccomandazioni dei tre gruppi di lavoro istituiti nell'aprile dello scorso anno per affrontare questioni concernenti le istituzioni a elevata leva finanziaria, i flussi di capitali e i centri finanziari offshore.

Il gruppo di lavoro sulle istituzioni a elevata leva finanziaria ha raccomandato un pacchetto di misure per affrontare sia il rischio sistemico che le implicazioni dell'attività di tali istituzioni (in particolare degli hedge funds) sulle dinamiche di mercato. Le principali misure prevedono il rafforzamento delle procedure di gestione del rischio da parte delle istituzioni a elevata leva finanziaria e delle loro controparti, una più intensa sorveglianza prudenziale dei fornitori di credito delle suddette istituzioni, nonché una maggiore informativa pubblica da parte delle stesse e di altre controparti. Il gruppo ha anche considerato, ma non raccomandato a questo stadio, la vigilanza diretta delle istituzioni attualmente non regolamentate. Il Forum ha precisato che la regolamentazione diretta sarà presa nuovamente in considerazione qualora il riesame previsto entro il 2001 dovesse rivelare che nell'attuazione delle raccomandazioni del rapporto non è stato tenuto adeguatamente conto dei problemi individuati.

Il gruppo di lavoro sui flussi di capitali ha raccomandato che le autorità nazionali mettano a punto uno schema di gestione del rischio per controllare e valutare i rischi cui sono esposte le loro economie a causa di flussi di capitali ingenti e volatili. Con l'incoraggiamento del FSF, il FMI e la Banca Mondiale stanno elaborando una serie di linee guida per una corretta prassi nella gestione del debito sovrano e della liquidità. Il rapporto del gruppo ha indicato importanti modi in cui le autorità nazionali e gli organi internazionali potrebbero favorire il processo di rafforzamento delle procedure di gestione del rischio in altri settori dell'economia, ad esempio colmando le lacune nelle statistiche

disponibili, promuovendo una maggiore trasparenza ed eliminando norme e regolamentazioni che involontariamente incoraggiano comportamenti imprudenti.

Il gruppo di lavoro sui centri finanziari offshore ha concluso che una maggiore applicazione degli standard internazionali da parte di tali centri, specie in materia di vigilanza, informativa al pubblico e scambio di informazioni, potrebbe contribuire a ridurre i problemi relativi a taluni centri offshore. Nelle sue raccomandazioni il gruppo descrive un procedimento per valutare l'osservanza delle prescrizioni di vigilanza internazionali da parte di questi centri, nonché per individuare le norme da applicare e valutare in via prioritaria, e propone una serie di incentivi per accrescere il rispetto di tali norme. Il Forum ha sottolineato l'urgenza di rendere operativo lo schema proposto. Il gruppo di lavoro ha anche proceduto a una classificazione dei centri finanziari offshore sulla base di un'indagine da esso condotta presso organi di vigilanza e di regolamentazione onshore e offshore, nell'intento di fissare priorità per il processo di valutazione degli standard raccomandato dal gruppo stesso.

Il Forum ha discusso i modi per incoraggiare l'applicazione delle norme internazionali al fine di rafforzare i sistemi finanziari, sulla scorta di un rapporto preparato da un gruppo di lavoro istituito nel settembre dello scorso anno. Il Forum ha approvato una serie di 12 standard internazionali di particolare rilevanza per la solidità dei sistemi finanziari e ai quali i paesi dovrebbero dare priorità di applicazione, tenuto conto delle circostanze specifiche. Questa serie di standard fondamentali è evidenziata nel *Compendium of Standards* del Forum, un documento che raggruppa norme accettate internazionalmente, di rilevanza per la stabilità dei sistemi finanziari, e che è disponibile sul suo sito Internet.

Il Forum ha altresì istituito un gruppo di lavoro per definire linee guida internazionali riguardanti gli schemi di assicurazione dei depositi e ha intrapreso uno studio sugli sviluppi nel settore assicurativo. I suoi dibattiti hanno dato impulso al lavoro svolto in altre sedi, tra cui un esame condotto nell'ambito del Joint Forum del Comitato di Basilea, dello IOSCO e dello IAIS sulla coerenza tra gli schemi di adeguatezza patrimoniale delle banche, delle società di intermediazione mobiliare e delle compagnie di assicurazione.

### *International Association of Insurance Supervisors*

La BRI ospita il Segretariato dell'International Association of Insurance Supervisors (IAIS) sin dalla sua istituzione nel gennaio 1998. Analogamente al Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, ma in questo caso nell'ambito della supervisione del mercato assicurativo, lo IAIS si pone come obiettivo di contribuire alla stabilità finanziaria globale migliorando la vigilanza del settore assicurativo attraverso l'elaborazione di regole pratiche di supervisione, l'offerta di assistenza reciproca e lo scambio di informazioni sulle esperienze specifiche dei partecipanti.

Finora lo IAIS ha pubblicato diversi documenti contenenti principi, norme e linee guida di vigilanza assicurativa internazionale, tra cui *Insurance Core Principles; Insurance Concordat; Principles for the Conduct of Insurance Business; Guidance on Insurance Regulation and Supervision for Emerging Market Economies*; lo schema di *Memorandum of Understanding; Supervisory Standards on Licensing, On-Site Inspections, Derivatives and Asset Management*. In collaborazione con altri

organi di regolamentazione internazionale (nel Joint Forum), lo IAIS ha anche definito principi per la vigilanza dei conglomerati finanziari. Inoltre, esso partecipa attivamente nell'ambito del Forum per la stabilità finanziaria.

Lo IAIS sta attualmente elaborando standard in materia di solvibilità (adeguatezza patrimoniale), contabilità assicurativa, riassicurazioni, rischio di mercato, contrattazione elettronica, trasparenza, coordinamento della vigilanza su gruppi assicurativi internazionali e prevenzione dei reati finanziari e degli abusi in materia prudenziale.

Sono stati organizzati vari programmi di formazione a cura dello IAIS, che ha messo a disposizione delle autorità di vigilanza materiale formativo per assistere i propri membri nell'ottemperare alle prescrizioni di vigilanza. Nel 1999 esso ha tenuto vari seminari regionali per le autorità di vigilanza assicurativa di Asia (a Singapore in febbraio), America latina (in Argentina ad aprile), Europa centro-orientale (in Polonia a maggio), Africa (in Sudafrica a luglio), tutti i mercati emergenti (a Tokyo in settembre) e giurisdizioni offshore (ad Aruba in novembre).

### *Joint Year 2000 Council*

Lo scorso anno il Joint Year 2000 Council, istituito nell'aprile 1998 dal Comitato di Basilea, dal CSPR, dallo IOSCO e dallo IAIS, ha preso ulteriori iniziative volte ad assicurare il corretto coordinamento dei preparativi in vista dell'anno 2000, sia nell'ambito della comunità delle autorità di vigilanza sia fra le istituzioni pubbliche e private del mercato finanziario. Già agli inizi del 1999 erano evidenti chiari progressi nel predisporre l'infrastruttura del mercato finanziario internazionale al passaggio al nuovo millennio. Nondimeno, i rischi per la stabilità del mercato venivano giudicati ancora significativi. Perduravano infatti incertezze circa il grado di preparazione di singoli mercati e imprese, il funzionamento delle principali infrastrutture di base, come elettricità, telecomunicazioni e acqua, e una possibile iperreaione da parte del pubblico. Di conseguenza, l'attenzione del Consiglio si è progressivamente spostata sulle procedure per attenuare i rischi, sulla comunicazione con il pubblico e sulla gestione degli eventi.

Il Consiglio ha intensificato la propria strategia di comunicazione con le autorità di vigilanza in tutto il mondo attraverso rapporti, bollettini, consulenze e incontri. Una seconda tavola rotonda ad ampio raggio nel luglio 1999 ha offerto ai responsabili delle politiche e ai quadri direttivi del settore privato un'occasione unica per analizzare le strategie atte a minimizzare le incertezze e le turbative sui mercati durante la transizione al 2000.

Al fine di assistere le autorità dei mercati nei preparativi per la transizione e nella comprensione delle aspettative e delle strategie del settore privato, il Consiglio ha elaborato un piano di monitoraggio teso a coadiuvare le sue istituzioni promotrici e le banche centrali dei principali centri finanziari nell'individuare le questioni critiche e i nuovi sviluppi.

Nel riconoscimento che un'efficiente comunicazione fra le autorità dei mercati a livello internazionale avrebbe costituito un elemento fondamentale per un'agevole transizione al 2000 sui mercati finanziari, nel secondo semestre 1999 il Consiglio ha predisposto un'infrastruttura per la condivisione delle informazioni (Market Authorities Communication Services – MACS) volta a soddisfare le esigenze di informazioni su scala internazionale delle autorità di

vigilanza. I servizi offerti da MACS comprendevano il mantenimento di liste di contatto per le istanze di vigilanza nei maggiori mercati, la raccolta e la diffusione di informazioni sulla situazione operativa delle principali componenti di questi mercati e l'assistenza nell'organizzazione di teleconferenze. MACS, che è stato gestito dal Segretariato del Consiglio presso la BRI e disponeva di un sito Internet dedicato e di servizi di teleconferenza, ha agevolato la comunicazione fra le autorità dei mercati finanziari in tutto il mondo durante la delicata fase di transizione. Nel complesso, l'attività del Consiglio ha contribuito efficacemente a preparare le autorità dei mercati al cambio di data e a fornire loro il sostegno necessario durante il passaggio al nuovo millennio.

### 3. Altre aree di cooperazione tra banche centrali

#### *Cooperazione con gruppi regionali di banche centrali*

I lavori della BRI e dei comitati che essa ospita hanno rispecchiato sia l'accelerazione del processo di globalizzazione che la tendenza a un rafforzamento della cooperazione fra banche centrali in diverse parti del mondo. Al fine di promuovere una più stretta interazione fra le banche centrali accomunate da sfide analoghe sul piano economico, finanziario e politico, nel periodo sotto rassegna la BRI e i comitati con sede a Basilea hanno intensificato ulteriormente i contatti con vari gruppi regionali di banche centrali. Fra questi ultimi figurano AMF (Arab Monetary Fund), CEMLA (Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos), EMEAP (Executive Meeting of East Asian and Pacific Central Banks), GCC (Gulf Cooperation Council), SAARC (South Asian Association for Regional Cooperation), SADC (Southern African Development Community) e SEACEN (South-East Asian Central Banks).

Come già negli anni precedenti, i rappresentanti della BRI sono stati invitati a intervenire in occasione di riunioni regionali dei Governatori e a partecipare agli incontri di lavoro e ai seminari organizzati da banche centrali regionali su tematiche specifiche concernenti la stabilità monetaria e finanziaria. Vari gruppi regionali hanno altresì fornito il proprio sostegno alla BRI e ai comitati nel diffondere norme e raccomandazioni in materia di prassi corrette alle banche centrali nelle rispettive regioni, mediante l'organizzazione di un numero crescente di riunioni congiunte con i gruppi operanti a Basilea. Infine, come già menzionato, nelle singole regioni è stata organizzata una serie di incontri patrocinati dalla BRI che hanno riunito i membri di vari comitati con sede a Basilea e i loro omologhi di diverse parti del mondo.

Per quanto riguarda le esigenze di formazione tecnica delle banche centrali dei paesi in transizione, la BRI ha continuato a contribuire attivamente ai lavori del Joint Vienna Institute (patrocinato da BRI, BERD, BIRD, FMI, OCSE e OMC). In stretta collaborazione con l'Istituto per la stabilità finanziaria e vari comitati con sede a Basilea, la BRI ha inoltre organizzato diversi seminari destinati alle banche centrali e ad altre autorità preposte al mercato finanziario.

#### *Gruppo di esperti sulle questioni della banca dei dati monetari ed economici*

Lo scorso anno sono salite a ventitré le istituzioni partecipanti alla banca dati della BRI, cui sovrintende il Gruppo di esperti sulle questioni della banca dei

dati monetari ed economici. Tra queste istituzioni figurano le banche centrali dei paesi del G10 e della UE, compresa la BCE, e quelle di Australia, Nuova Zelanda e Norvegia. Accanto alle iniziative in atto volte ad ampliare il numero delle statistiche macroeconomiche e finanziarie notificate e archiviate nella banca dati, lo scorso anno è stata dedicata particolare attenzione alle problematiche e alle opportunità presentate dal passaggio all'anno 2000. Inoltre, sotto la guida di un comitato direttivo di esperti dei settori operativi e informatici delle banche centrali, è stata introdotta una tecnologia per lo scambio elettronico di dati con la BRI più evoluta e con un elevato grado di sicurezza, basata su Internet (Central Bank Information Services – CBIS). Infine, in collaborazione con banche centrali e altre istituzioni internazionali è stato adottato un nuovo protocollo internazionale per lo scambio di dati statistici fra banche centrali (GESMES/CB). Grazie a queste innovazioni, le banche centrali potranno abbandonare il collegamento mainframe per lo scambio di dati con la BRI e applicare procedure potenziate per la trasmissione in massa di dati a Basilea, ottenendo nel contempo un accesso interattivo Internet alla banca dati della BRI. Ciò dovrebbe inoltre consentire di estendere la partecipazione alla banca dati della BRI a banche centrali dei principali paesi emergenti.

#### *Gruppo di esperti di informatica*

I temi discussi dal Gruppo di esperti di informatica hanno riguardato soprattutto i lavori intrapresi dai servizi informatici delle banche centrali in vista del cambio di data dell'anno 2000, e in particolare i problemi tecnici e gli aspetti organizzativi di un'efficace assistenza nella gestione dei sistemi e delle situazioni di emergenza. La transizione è stata portata a termine con successo, e alcune delle lezioni tratte da questa esperienza, ad esempio in materia di piani di emergenza, potrebbero risultare particolarmente utili in futuro.

Nel periodo sotto rassegna il Gruppo si è impegnato attivamente, insieme al suo gruppo di lavoro sulle questioni di sicurezza, nell'elaborazione di prassi corrette destinate alle banche centrali e ha esaminato le misure atte ad affrontare la ricorrente minaccia di virus informatici. Esso ha inoltre vagliato adeguate misure contro i rischi collegati a “codici mobili maligni” e a potenziali punti deboli nella sicurezza dei componenti software maggiormente utilizzati. L'attenzione si è incentrata sull'importanza di comunicazioni elettroniche efficienti e, in tale contesto, sulle prescrizioni delle banche centrali relative allo scambio di informazioni mediante Extranet. A tale riguardo, hanno rivestito particolare interesse le esperienze maturate dalle banche centrali con il crescente impiego delle tecnologie Internet, la loro integrazione in ambienti preesistenti e la sicurezza di collegamenti ampliati attraverso l'istituzione di reti private virtuali basate su tecnologie di crittografia a chiave pubblica.

## 4. Funzioni di Agente e Fiduciario

### *Fiduciario per i prestiti governativi internazionali*

Nell'esercizio sotto rassegna la Banca ha continuato a svolgere le funzioni di Fiduciario per le obbligazioni di consolidamento 1990–2010 dei Prestiti Dawes e Young (per una descrizione dettagliata di tali funzioni si veda la 63<sup>a</sup> Relazione

annuale del giugno 1993). Con riferimento a queste obbligazioni di consolidamento, la Deutsche Bundesbank, in qualità di Agente di pagamento, ha notificato alla Banca di aver versato nel 1999 circa DM 7,2 milioni a titolo di rimborso e DM 7,1 milioni per il pagamento degli interessi. I valori di rimborso e altri dettagli sono stati pubblicati nella Gazzetta federale dall'Amministrazione tedesca del debito federale (Bundesschuldenverwaltung – BSV).

In merito all'applicazione della clausola di garanzia di cambio per il Prestito Young da parte della BSV, la Banca ha mantenuto le proprie riserve (riportate in dettaglio nella 50<sup>a</sup> Relazione annuale del giugno 1980), che si applicano anche alle obbligazioni di consolidamento 1990–2010. La Banca ha altresì richiamato l'attenzione sul fatto che l'introduzione dell'euro non comporta alcun cambiamento riguardo alle summenzionate riserve.

### *Funzioni di Depositario di garanzie*

Ai sensi di diversi accordi, la BRI esercita le funzioni di Depositario per la detenzione e l'investimento dei valori costituiti in garanzia a beneficio dei detentori di determinate obbligazioni in valuta estera emesse da paesi nel quadro di accordi di ristrutturazione del debito esterno. I contratti di pegno attualmente in vigore riguardano le obbligazioni del Brasile (per una descrizione dettagliata si veda la 64<sup>a</sup> Relazione annuale del giugno 1994), del Perù (67<sup>a</sup> Relazione annuale del giugno 1997) e della Côte d'Ivoire (68<sup>a</sup> Relazione annuale del giugno 1998).

## 5. Assistenza finanziaria alle banche centrali

Nel quadro di un programma di sostegno finanziario internazionale messo a punto per il Brasile verso la fine del 1998, la BRI ha coordinato una facilitazione creditizia per un ammontare massimo di \$13,28 miliardi a favore del Banco Central do Brasil. I fondi resi disponibili dalla BRI nell'ambito di tale facilitazione sono per la massima parte forniti con la garanzia o la fideiussione di 19 banche centrali partecipanti. Una facilitazione parallela per un ammontare massimo di \$1,25 miliardi è stata inoltre accordata dalle autorità monetarie giapponesi. I prelievi su entrambe le linee di credito sono stati effettuati in concomitanza con acquisizioni da parte del Brasile nel quadro della Supplemental Reserve Facility del FMI.

Un primo prelievo di \$4,15 miliardi a valere sulla facilitazione BRI ha avuto luogo il 18 dicembre 1998. Esso è stato parzialmente rinnovato il 18 giugno 1999 per un importo di \$2,9 miliardi, interamente rimborsato il 20 dicembre 1999. Un secondo prelievo, per \$4,5 miliardi, è stato effettuato il 9 aprile 1999, parzialmente rinnovato il 12 ottobre 1999 per un importo di \$3,15 miliardi, e interamente rimborsato il 12 aprile 2000. In entrambi i casi sono stati resi disponibili importi proporzionali a valere sulla facilitazione giapponese. Le due facilitazioni sono ora estinte.

Nell'ambito della sua normale operatività, nel corso dell'anno la BRI ha inoltre concesso ad alcune banche centrali anticipazioni a breve termine, con e senza garanzia collaterale.



## 6. Operazioni del Dipartimento Bancario

Al 31 marzo 2000 il totale di bilancio ammontava a 74 836 milioni di franchi oro, importo senza precedenti per la fine di un esercizio, che rappresenta un incremento del 13% rispetto al totale di 66 237 milioni registrato l'anno precedente. Il modesto apprezzamento complessivo del dollaro USA fra l'inizio e la fine dell'esercizio ha avuto un impatto lievemente negativo (circa 180 milioni di franchi oro) sulle dimensioni del bilancio.

Anche in conseguenza delle preoccupazioni della clientela circa la liquidità dei mercati finanziari in vista del cambio di millennio, il bilancio della BRI è cresciuto costantemente lo scorso autunno, fino a raggiungere un massimo di 87 049 milioni di franchi oro alla fine del dicembre 1999, poco al disotto del record assoluto di 89 466 milioni registrato nel dicembre 1998. Con l'attenuarsi dei timori per la liquidità, tale tendenza si è ampiamente invertita durante il primo trimestre 2000.

### *Passivo*

Nel corso del passato esercizio la BRI ha adottato alcune misure per migliorare ulteriormente la qualità dei servizi finanziari da essa forniti esclusivamente a banche centrali e istituzioni internazionali. In taluni comparti è stata significativamente accresciuta la competitività di prezzo, ed è stato messo a disposizione della clientela un nuovo strumento di investimento collettivo. Le sottoscrizioni di strumenti a medio termine in dollari USA (Medium-Term Instruments – MTI) hanno continuato ad aumentare, e ciò ha incoraggiato la Banca a emettere strumenti di questo tipo anche in sterline e in euro.

Al 31 marzo 2000 i depositi ricevuti in oro e in valute (escluse le operazioni pronti contro termine) ammontavano a 68 724 milioni di franchi oro, contro 60 898 milioni al termine dell'esercizio precedente. I depositi in oro sono scesi a 2 820 milioni di franchi oro, con un calo di 373 milioni, e concorrono per il 4,1% del totale dei fondi ricevuti in prestito, a fronte del 5,2% dell'anno precedente. Per converso, i depositi in valute sono aumentati di ben 8 198 milioni di franchi oro nel periodo sotto rassegna. Il livello dei depositi in valute può oscillare considerevolmente nell'arco di un esercizio, in conseguenza del ruolo di "approdo sicuro" della Banca in situazioni di mercato incerte, nonché dell'intenso ricorso delle banche centrali ai servizi della BRI per la gestione della liquidità. Nondimeno, il volume medio giornaliero di tali depositi ha superato del 3,3% quello dell'esercizio precedente; hanno concorso a tale andamento sia la crescita complessiva delle riserve valutarie mondiali sia la più efficace commercializzazione di una maggiore gamma di prodotti finanziari della Banca.

I fondi ricevuti in dollari USA hanno registrato un incremento di 5 miliardi di franchi oro (pari al 13,1%) rispetto alla fine dell'esercizio 1998/99 e rappresentano la parte preponderante della crescita di 8,2 miliardi di franchi oro dei depositi in valute. Al 31 marzo 2000 la quota di questa moneta sul totale dei fondi ricevuti era pari al 65,3%, con una variazione esigua rispetto al 65,9% dell'anno precedente. L'incidenza dell'euro è diminuita lievemente nel periodo in esame, passando dal 20,2 al 19,4% del totale.

I depositi delle banche centrali sono saliti da 54 016 a 60 667 milioni di franchi oro, corrispondenti al 92,1% del totale delle risorse esterne in valuta a fine marzo 2000, contro il 93,6% dell'anno precedente. I fondi collocati da altri depositanti (prevalentemente istituzioni internazionali) ammontavano a 5 236 milioni di franchi oro, a fronte di 3 690 milioni al 31 marzo 1999.

### *Attivo*

La Banca conduce le sue operazioni secondo criteri improntati alla massima prudenza al fine di salvaguardare la sicurezza dei depositi che le sono stati affidati; i rischi di credito, di trasformazione delle scadenze e di cambio sono soggetti a rigoroso monitoraggio. Uno degli obiettivi primari nell'impiego delle attività della Banca è quello di preservare un elevato grado di liquidità, in modo da rispondere efficacemente a impreviste esigenze di tesoreria della clientela.

Gli investimenti in valuta ammontavano a 71 127 milioni di franchi oro al 31 marzo 2000, contro 62 189 milioni dell'anno precedente. Queste attività rappresentano depositi collocati presso primarie istituzioni finanziarie di fama internazionale, nonché titoli negoziabili a breve termine, compresi buoni del Tesoro. La Banca accorda inoltre anticipazioni alle banche centrali: a fine marzo 2000 il totale di tali anticipazioni in essere ammontava a 1 941 milioni di franchi oro, costituiti per lo più da fondi concessi nel quadro della facilitazione creditizia multilaterale coordinata dalla BRI a favore del Banco Central do Brasil e garantita dalle banche centrali partecipanti (si veda la precedente Sezione 5).

Le attività in oro della Banca sono scese da 3 879 a 3 506 milioni di franchi oro durante l'esercizio, di riflesso al calo dei depositi in oro ricevuti.

Se si prescinde dalle disponibilità in oro (192 tonnellate), i fondi propri della Banca sono rappresentati in larga parte da titoli liquidi, emessi o garantiti dai governi dei principali paesi industriali, nonché da organismi sovranazionali di prim'ordine.

La Banca fa anche ricorso ad alcuni strumenti derivati, essenzialmente al fine di gestire i fondi propri in modo più efficiente e di coprire i rischi sui fondi assunti a prestito (si veda la nota 8(a) della Situazione patrimoniale).

## **7. Utile netto e sua ripartizione**

I conti relativi al settantesimo esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2000 presentano un utile netto di 307 824 257 franchi oro, a fronte di 303 618 800 franchi oro per l'esercizio precedente. Sebbene il volume dei fondi propri della Banca sia aumentato, il reddito da interessi prodotto dal collocamento di questi fondi è leggermente diminuito poiché i relativi rendimenti, ancorché in crescita, sono stati mediamente inferiori a quelli dell'anno precedente. Anche il reddito riveniente dalle operazioni sui fondi ricevuti in prestito ha mostrato una lieve flessione in conseguenza di un restringimento dei margini di intermediazione sui depositi, che ha più che compensato l'aumento dei proventi dovuto a un totale di bilancio mediamente più elevato in corso d'anno. Queste diminuzioni sono state sopravanzate da significative plusvalenze contabili, che sono state realizzate in seguito al maggiore dinamismo con cui alcune banche centrali hanno negoziato i loro portafogli di strumenti BRI in un contesto di tassi d'interesse

crescenti. Tuttavia, l'aumento dei tassi ha determinato anche minusvalenze di capitale realizzate nel portafoglio di investimento della Banca e un minor contributo dalla negoziazione titoli. Infine, il Consiglio di amministrazione ha diminuito ulteriormente l'ammontare dedotto dagli utili e accantonato a fronte dei rischi bancari e di altre contingenze.

Il risultato del presente esercizio è al netto delle spese di amministrazione, ammontate a 68 731 981 franchi oro, con un incremento del 3% rispetto all'anno precedente. La maggior parte di questo incremento è dovuta all'aumento degli ammortamenti risultante dai maggiori investimenti della Banca in tecnologie informatiche e in altre attrezzature, in particolare per il suo nuovo immobile a Basilea. Le spese di amministrazione prima degli ammortamenti sono cresciute del 10% in termini di franchi svizzeri – moneta in cui è sostenuta la maggior parte delle spese della Banca – per effetto dell'espansione delle attività della Banca. Il deprezzamento del franco svizzero ha ridotto all'1% l'aumento delle spese di amministrazione prima degli ammortamenti in termini di franchi oro.

In conformità dell'Articolo 51 dello Statuto, il Consiglio di amministrazione raccomanda all'Assemblea generale di ripartire l'utile netto di 307 824 257 franchi oro nel modo seguente:

- (i) un importo di 54 658 243 franchi oro per il pagamento di un dividendo di 340 franchi svizzeri per azione (il dividendo pagabile sulle 12 000 nuove azioni emesse nel secondo semestre dell'esercizio finanziario 1999/2000 sarà regolato pro rata secondo le rispettive date di sottoscrizione);
- (ii) un importo di 50 633 203 franchi oro al Fondo di riserva generale;
- (iii) un importo di 3 000 000 di franchi oro al Fondo speciale di riserva per i dividendi;
- (iv) un importo di 199 532 811 franchi oro, che rappresenta il residuo dell'utile netto disponibile, al Fondo di riserva libero. Questo fondo può essere utilizzato dal Consiglio di amministrazione per qualsiasi scopo che sia conforme allo Statuto.

Il Consiglio di amministrazione ha proposto che il dividendo sopraindicato sia pagato il 1° luglio 2000 agli azionisti iscritti nei registri della Banca alla data del 20 giugno 2000.

I conti della Banca sono stati debitamente certificati dai Revisori PricewaterhouseCoopers AG, i quali hanno confermato che la Situazione patrimoniale e il Conto profitti e perdite, unitamente alle note relative ai Conti, forniscono un quadro veritiero e corretto della situazione finanziaria della Banca al 31 marzo 2000, nonché dei risultati delle sue operazioni nell'esercizio chiuso a quella data. La relazione dei Revisori è riportata in calce al Bilancio.

## 8. Aumento nel numero delle banche centrali azioniste

Al fine di rafforzare ulteriormente la cooperazione fra le banche centrali, l'8 novembre 1999 il Consiglio di amministrazione ha deciso di invitare il Banco Central de la República Argentina, la Banca centrale europea, la Bank Indonesia, la Bank Negara Malaysia e la Bank of Thailand a diventare membri della Banca e a sottoscrivere ciascuno 3 000 azioni della terza tranche del capitale della BRI. Alla chiusura dell'esercizio finanziario – che coincideva anche con il termine

del periodo di sottoscrizione – tutti gli istituti, a eccezione della Bank Indonesia, avevano accettato l'offerta del Consiglio, divenendo in tal modo membri della BRI.

La decisione del Consiglio su questa sesta emissione della terza tranche del capitale della Banca è stata presa in conformità degli Articoli 6 e 8(3) dello Statuto. Le banche centrali fondatrici rappresentate nel Consiglio hanno rinunciato al diritto di sottoscrivere, per quote uguali, almeno il 55% di ogni nuova emissione (ossia 8 250 delle 15 000 azioni offerte in sottoscrizione). È stato deciso che queste 8 250 azioni sarebbero state rese disponibili alle nuove banche centrali azioniste.

Nella seduta di novembre il Consiglio ha fissato il prezzo di emissione valido fino al termine del periodo di sottoscrizione in 5 020 franchi oro per azione, equivalenti a 1 475,317 grammi di oro fino. Poiché le azioni della Banca sono versate nella misura del 25%, ovvero 625 franchi oro per azione, il prezzo di emissione di 5 020 franchi oro comprendeva un premio unitario di 4 395 franchi oro. Alle banche centrali sottoscrittrici è stata offerta l'opzione di regolare il prezzo di emissione delle nuove azioni in oro oppure pagando, in una valuta convertibile accettabile dalla BRI, l'importo che sarebbe stato necessario per acquistare la stessa quantità di oro sul mercato alla data di valuta del regolamento.

In seguito alla sottoscrizione di 12 000 nuove azioni della terza tranche del capitale della Banca alla chiusura dell'esercizio finanziario, il numero di azioni emesse dalla BRI è salito da 517 165 a 529 165, e l'ammontare del capitale versato della Banca figurante in Bilancio al 31 marzo 2000 è aumentato di 7,5 milioni di franchi oro, a 330,7 milioni di franchi oro. Il premio complessivo pagato dalle banche centrali sottoscrittrici ammontava a 52,7 milioni di franchi oro, di cui 750 000 franchi oro sono stati accantonati al Fondo di riserva legale e 51 990 000 franchi oro al Fondo di riserva generale.

## 9. Emendamento dello Statuto della Banca

In connessione con i recenti sviluppi relativi all'azionariato, all'amministrazione e alle immunità della Banca, l'8 novembre 1999 è stata tenuta un'Assemblea generale straordinaria allo scopo di emendare gli Articoli 31, 55 e 56 dello Statuto. Le modifiche dell'Articolo 31 dello Statuto prevedono la riduzione del numero minimo delle riunioni del Consiglio da tenersi ogni anno e contemplano espressamente la possibilità che le decisioni del Consiglio siano prese per teleconferenza o per corrispondenza. Lo scopo dell'emendamento dell'Articolo 55 dello Statuto è la ridefinizione delle immunità della Banca in materia di giurisdizione e di esecuzione alla luce della prassi generale del diritto internazionale. Infine, le modifiche alle definizioni contenute nell'Articolo 56 dello Statuto sono state introdotte al fine di ricomprendere nell'azionariato della Banca i sistemi internazionali di banche centrali.

## 10. Cambiamenti nel Consiglio di amministrazione

Guy Quaden, Governatore della Banca Nazionale del Belgio, ha nominato Alfons Verplaetse alla carica di membro del Consiglio di amministrazione dall'aprile

1999 al febbraio 2000, ossia per la restante parte del mandato di Philippe Wilmès, che aveva in precedenza deciso di lasciare l'incarico. Nel febbraio 2000 Guy Quaden ha rinnovato il mandato di Alfons Verplaetse per un ulteriore periodo di tre anni, che si concluderà il 28 febbraio 2003.

Eddie George, Governatore della Banca d'Inghilterra, ha rinnovato il mandato di Lord Kingsdown in qualità di membro del Consiglio di amministrazione per un ulteriore periodo di tre anni, che si concluderà il 6 maggio 2002. Su proposta di Urban Bäckström, Presidente del Consiglio di amministrazione, Lord Kingsdown è stato altresì rieletto alla carica di Vice Presidente del Consiglio per un periodo che si concluderà il 6 maggio 2002.

Il 1° settembre 1999 Ernst Welteke è succeduto a Hans Tietmeyer nella carica di Presidente della Deutsche Bundesbank ed è divenuto membro di diritto del Consiglio. In sostituzione di Helmut Schlesinger, che ha rassegnato le proprie dimissioni dalla carica di membro del Consiglio a fine agosto 1999, Ernst Welteke ha nominato Hans Tietmeyer per il restante periodo del mandato di Helmut Schlesinger fino a tutto il dicembre 1999. Dal gennaio 2000 Hans Tietmeyer è stato riconfermato per un ulteriore periodo di tre anni, che si concluderà il 31 dicembre 2002.

Antonio Fazio ha riconfermato Vincenzo Desario alla carica di membro del Consiglio per un ulteriore periodo di tre anni, che giungerà a scadenza il 7 novembre 2002.

Vi sono stati due cambiamenti fra i Sostituti dei Consiglieri di diritto. Nel settembre 1999 Alan Greenspan, Presidente del Consiglio dei Governatori del Sistema della Riserva federale, ha nominato quale suo Sostituto Edward W. Kelley al posto di Alice M. Rivlin. Edward W. Kelley è stato sostituito nel novembre 1999 da Roger W. Ferguson.

La Banca è stata rattristata dalla notizia della scomparsa di Bernard Clappier, avvenuta il 25 settembre 1999 all'età di 85 anni. Bernard Clappier, in qualità di Governatore della Banca di Francia, aveva ricoperto le cariche di Consigliere di diritto dal 1974 al 1979 e di Vice Presidente del Consiglio dal 1983 al 1985 e dal 1989 al 1991.

Con profondo cordoglio la Banca ha appreso la notizia del decesso di due ex membri della Direzione. Hans Heinrich Mandel, scomparso il 31 gennaio 2000 all'età di 92 anni, era stato Capo del Dipartimento Bancario dal 1962 al 1972. Frédéric-Edouard Klein, che era stato nominato Consigliere giuridico nel 1974 e aveva ricoperto tale incarico fino al suo collocamento a riposo nel 1986, è deceduto il 28 aprile 2000 all'età di 78 anni.



# Situazione patrimoniale e Conto profitti e perdite

al 31 marzo 2000

# Situazione patrimoniale al 31 marzo 2000

(in franchi oro – si veda la Nota 2(a) relativa ai Conti)

1999	Attivo	2000
	<b>Oro</b>	
2 801 471 476	Detenuto in barre	2 265 425 772
1 077 182 612	Depositi vincolati e anticipazioni	1 240 342 623
3 878 654 088		3 505 768 395
8 289 300	Cassa in contanti e conti a vista presso banche	11 382 465
7 314 049 359	Buoni del Tesoro	7 853 868 515
	<b>Depositi vincolati e anticipazioni in valute</b>	
21 413 790 799	Fino a 3 mesi	33 292 191 933
11 009 185 563	Oltre 3 mesi	8 561 682 741
32 422 976 362		41 853 874 674
276 014 585	<b>Titoli acquistati pronti contro termine</b> Fino a 3 mesi	1 268 088 300
	<b>Titoli di Stato e altri titoli</b>	
4 658 672 728	Fino a 3 mesi	4 295 857 750
17 509 173 124	Oltre 3 mesi	15 844 081 595
22 167 845 852		20 139 939 345
124 693 036	Terreno, immobili e arredi	120 715 280
44 554 468	Partite varie	82 028 737
66 237 077 050		74 835 665 711



Dopo la ripartizione dell'utile netto di esercizio		Prima della ripartizione dell'utile netto di esercizio	Dopo la ripartizione dell'utile netto di esercizio
1999	Passivo	2000	
323 228 125	Capitale versato	330 728 125	330 728 125
2 605 641 703	Riserve	2 658 381 703	2 911 547 717
265 360 020	Rettifiche di valore	191 954 649	191 954 649
	<b>Depositi (in oro)</b>		
2 775 616 571	A vista	2 240 270 927	2 240 270 927
233 632 571	Fino a 3 mesi	197 558 564	197 558 564
183 327 484	Oltre 3 mesi	382 379 118	382 379 118
<u>3 192 576 626</u>		<u>2 820 208 609</u>	<u>2 820 208 609</u>
	<b>Depositi (in valute)</b>		
3 005 634 040	A vista	3 423 192 926	3 423 192 926
51 674 794 423	Fino a 3 mesi	55 284 677 726	55 284 677 726
3 025 353 687	Oltre 3 mesi	7 195 784 903	7 195 784 903
<u>57 705 782 150</u>		<u>65 903 655 555</u>	<u>65 903 655 555</u>
	<b>Titoli ceduti pronti contro termine</b>		
121 452 148	Fino a 3 mesi	103 048 449	103 048 449
1 965 670 119	Partite varie	2 519 864 364	2 519 864 364
	Conto profitti e perdite	307 824 257	
57 366 159	Dividendo pagabile il 1° luglio		54 658 243
<u>66 237 077 050</u>		<u>74 835 665 711</u>	<u>74 835 665 711</u>

## Conto profitti e perdite

per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2000  
(in franchi oro)

	1999	2000
Interessi e sconti attivi e altri proventi di gestione	4 050 134 509	4 222 389 680
Meno: interessi e sconti passivi	3 679 753 312	3 845 833 442
Interessi netti e altri proventi di gestione	370 381 197	376 556 238
Meno: spese di amministrazione		
Consiglio di amministrazione	1 330 121	1 177 264
Direzione e personale	40 819 397	40 619 621
Funzionamento degli uffici e altre spese	18 596 527	19 363 373
Spese di amministrazione prima degli ammortamenti	60 746 045	61 160 258
Ammortamenti	6 016 352	7 571 723
	66 762 397	68 731 981
Utile netto dell'esercizio finanziario	303 618 800	307 824 257
<p>Il Consiglio di amministrazione raccomanda all'Assemblea generale che l'utile netto dell'esercizio chiuso il 31 marzo 2000 sia ripartito, ai sensi dell'Articolo 51 dello Statuto, nel modo seguente:</p>		
Dividendo: 340 franchi svizzeri per azione su 517 165 azioni (1999: 320 franchi svizzeri)	57 366 159	54 444 185
su 12 000 azioni di nuova emissione (pro rata tempore in base alla data di sottoscrizione)	–	214 058
	57 366 159	54 658 243
	246 252 641	253 166 014
Trasferimento al Fondo di riserva generale	49 250 528	50 633 203
	197 002 113	202 532 811
Trasferimento al Fondo speciale di riserva per i dividendi	3 000 000	3 000 000
	194 002 113	199 532 811
Trasferimento al Fondo di riserva libero	194 002 113	199 532 811
	–	–

# Variazioni del capitale versato e delle riserve della Banca

nel corso dell'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2000  
(in franchi oro)

## I. Capitale versato

	Numero di azioni	Franchi oro
Azioni di 2 500 franchi oro, versate per il 25%:		
Situazione al 31 marzo 1999 come da bilancio	517 165	323 228 125
Azioni emesse durante l'esercizio finanziario 1999/2000	12 000	7 500 000
Situazione al 31 marzo 2000 come da bilancio	529 165	330 728 125

## II. Evoluzione dei fondi di riserva

	Fondo di riserva legale	Fondo di riserva generale	Fondo speciale di riserva per i dividendi	Fondo di riserva libero	Totale dei fondi di riserva
Situazione al 31 marzo 1999, dopo la ripartizione dell'utile netto relativo all'esercizio finanziario 1998/99	32 322 813	1 156 441 190	65 530 055	1 351 347 645	2 605 641 703
Più: ripartizione del sovrapprezzo sull'emissione di 12 000 nuove azioni	750 000	51 990 000	–	–	52 740 000
Situazione al 31 marzo 2000, prima della ripartizione dell'utile netto	33 072 813	1 208 431 190	65 530 055	1 351 347 645	2 658 381 703
Più: ripartizione dell'utile netto relativo all'esercizio finanziario 1999/2000	–	50 633 203	3 000 000	199 532 811	253 166 014
Situazione al 31 marzo 2000 come da bilancio	33 072 813	1 259 064 393	68 530 055	1 550 880 456	2 911 547 717

III. Il capitale versato e i fondi di riserva al 31 marzo 2000 (dopo la ripartizione) erano rappresentati da:

	Capitale versato	Fondi di riserva	Totale capitale e riserve
Attività nette in			
Oro	330 728 125	330 985 192	661 713 317
Valute	–	2 580 562 525	2 580 562 525
Situazione al 31 marzo 2000 come da bilancio	330 728 125	2 911 547 717	3 242 275 842

# Note relative ai Conti

per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2000

## 1. Introduzione

La Banca dei Regolamenti Internazionali (BRI) è un'istituzione finanziaria internazionale costituita in applicazione dell'Accordo dell'Aia del 20 gennaio 1930. La Banca ha sede a Basilea, Svizzera. Gli scopi della BRI, secondo quanto disposto nell'Articolo 3 del suo Statuto, sono: promuovere la cooperazione tra le banche centrali, fornire facilitazioni aggiuntive per le operazioni finanziarie internazionali e operare come fiduciario (trustee) o come agente in regolamenti finanziari internazionali. Attualmente quarantanove banche centrali sono membri della Banca ed esercitano i diritti di rappresentanza e di voto alle Assemblee generali in proporzione al numero di azioni della BRI emesse nei rispettivi paesi. Il Consiglio di amministrazione è formato dai Governatori delle banche centrali di Belgio, Canada, Francia, Germania, Giappone, Italia, Paesi Bassi, Regno Unito, Stati Uniti d'America, Svezia e Svizzera, nonché dai consiglieri nominati da sei di questi paesi.

I conti per l'esercizio finanziario 1999/2000 sono presentati in una veste approvata dal Consiglio di amministrazione in conformità all'Articolo 49 dello Statuto della Banca.

## 2. Criteri contabili rilevanti

### (a) Unità di conto e conversione delle posizioni in valute

L'unità di conto della Banca è il franco oro, che è pari a \$USA 1,94149... . L'Articolo 4 dello Statuto della Banca definisce il franco oro (abbreviato in FO) come equivalente a 0,29032258... grammi di oro fino. Le posizioni che rappresentano attività in oro sono convertite in franchi oro sulla base del peso di oro. Le posizioni denominate in dollari USA sono convertite in franchi oro in base al prezzo di \$USA 208 per oncia di oro fino (questo prezzo è stato stabilito dal Consiglio di amministrazione nel 1979 e determina un fattore di conversione di FO 1 = \$USA 1,94149...). Le posizioni denominate in altre valute sono convertite in dollari USA ai tassi di cambio a pronti di mercato alla data di chiusura dei conti, e quindi convertite in franchi oro sulla base della predetta equivalenza.

Le differenze di cambio derivanti dalla conversione di attività e passività in valuta denominate in monete diverse dal dollaro sono portate al conto Rettifiche di valore.

Il saldo netto delle differenze di cambio risultanti dalla conversione di contratti a termine e swaps di valute è incluso nelle Partite varie attive o passive.

*(b) Base di valutazione e determinazione dell'utile*

Se non indicato altrimenti, i conti della Banca sono tenuti ai valori storici, e i costi e ricavi sono registrati su una base di competenza. Gli utili e le perdite sono determinati mensilmente, convertiti in dollari USA al tasso di cambio a pronti di mercato alla fine di ciascun mese e convertiti in franchi oro come dianzi descritto; gli utili mensili così calcolati determinano cumulativamente il risultato dell'esercizio.

Gli utili e le perdite risultanti dalla vendita di titoli del portafoglio di investimento sono iscritti nel fondo oscillazione titoli, che è incluso nelle Partite varie passive. I saldi attivi accumulati in questo fondo sono ammortizzati nel Conto profitti e perdite su un periodo di tempo corrispondente alla vita residua media del portafoglio di investimento della Banca; un eventuale saldo netto passivo a fine esercizio sarebbe immediatamente imputato al Conto profitti e perdite.

*(c) Oro*

Le attività e passività in oro sono valutate in base al peso di fino.

*(d) Buoni del Tesoro; Titoli di Stato e altri titoli*

I Buoni del Tesoro e i Titoli di Stato e altri titoli sono iscritti al valore di acquisto, più gli eventuali interessi maturati, corretto per l'ammortamento del premio o sconto sul periodo di vita residua; gli interessi e sconti attivi comprendono tali quote di ammortamento.

*(e) Depositi vincolati e anticipazioni in valute*

I depositi vincolati e le anticipazioni sono iscritti al valore nominale più gli interessi maturati.

*(f) Titoli acquistati pronti contro termine*

I titoli acquistati mediante operazioni pronti contro termine sono iscritti in base all'ammontare corrisposto alla controparte più gli interessi maturati.

*(g) Terreno, immobili e arredi*

La Banca capitalizza il terreno, gli immobili e gli arredi, che sono contabilizzati in franchi svizzeri, e ammortizza gli immobili e gli arredi a quote costanti sul periodo stimato di vita utile, nel modo seguente:

terreno – non ammortizzato

immobili – 50 anni

impianti e macchinari – 15 anni

attrezzature informatiche – 4 anni

altre attrezzature – da 4 a 10 anni

*(h) Rettifiche di valore*

Il conto Rettifiche di valore accoglie le differenze di cambio descritte al precedente punto (a); queste variazioni di valutazione si riferiscono essenzialmente alla quota dei fondi propri della Banca detenuta in valute diverse dal dollaro USA.

*(i) Depositi*

I depositi costituiscono attività scritturali nei confronti della Banca e sono iscritti al valore nominale più gli interessi maturati. Alcune di tali attività sono emesse a sconto rispetto al valore pagabile alla scadenza del deposito; in questi casi il trattamento contabile è analogo a quello applicato ai titoli a scadenza determinata detenuti dalla Banca (si veda il precedente punto (d)).

*(j) Titoli ceduti pronti contro termine*

I titoli ceduti mediante operazioni pronti contro termine sono iscritti in base all'ammontare ricevuto dalla controparte più gli interessi maturati.

*(k) Accantonamento per rischi bancari e altre contingenze*

Il Consiglio di amministrazione destina ogni anno un ammontare, imputato al Conto profitti e perdite, al predetto Accantonamento, che è incorporato nelle Partite varie passive.

# Note relative alla Situazione patrimoniale

per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2000

## 1. Disponibilità in oro

La seguente tabella mostra la composizione delle disponibilità complessive della Banca in oro:

Attivo	1999	2000
Oro in barre detenuto presso banche centrali	2 801 471 476	2 265 425 772
Depositi in oro a termine:		
Fino a 3 mesi	274 154 547	261 412 650
Oltre 3 mesi	803 028 065	978 929 973
	<u>3 878 654 088</u>	<u>3 505 768 395</u>

Le disponibilità proprie in oro della Banca ammontavano al 31 marzo 2000 a FO 661,7 milioni, equivalenti a 192 tonnellate di oro fino (1999: FO 662,0 milioni; 192 tonnellate).

## 2. Buoni del Tesoro

Le disponibilità della Banca erano le seguenti:

	1999	2000
Valore contabile	<u>7 314 049 359</u>	<u>7 853 868 515</u>

Il valore di mercato dei Buoni del Tesoro al 31 marzo 2000 era di FO 7 854,1 milioni (1999: FO 7 319,2 milioni).

## 3. Titoli di Stato e altri titoli

Le disponibilità della Banca erano le seguenti:

	1999	2000
Valore contabile	<u>22 167 845 852</u>	<u>20 139 939 345</u>

Il valore di mercato dei Titoli di Stato e altri titoli al 31 marzo 2000 era di FO 20 120,0 milioni (1999: FO 22 331,4 milioni). L'eccedenza del valore contabile sul valore di mercato è coperta dall'Accantonamento per rischi bancari e altre contingenze.

#### 4. Terreno, immobili e arredi

	Terreno e immobili	Attrezzature informatiche e altre	Totale
Costo:			
Saldo iniziale al 1° aprile 1999	133 888 421	46 802 899	180 691 320
Spesa in conto capitale	10 703 595	6 742 218	17 445 813
Variazioni di cambio	-15 013 674	-5 328 015	-20 341 689
Costo al 31 marzo 2000	<u>129 578 342</u>	<u>48 217 102</u>	<u>177 795 444</u>
Ammortamenti:			
Ammortamento cumulativo al 1° aprile 1999	29 358 673	26 639 611	55 998 284
Quota di ammortamento per l'esercizio corrente	2 048 614	5 523 109	7 571 723
Variazioni di cambio	-3 105 119	-3 384 724	-6 489 843
Ammortamento cumulativo al 31 marzo 2000	<u>28 302 168</u>	<u>28 777 996</u>	<u>57 080 164</u>
Valore contabile netto al 31 marzo 2000	<u>101 276 174</u>	<u>19 439 106</u>	<u>120 715 280</u>

Il costo del terreno della Banca al 31 marzo 2000 era di FO 23 769 312 (1999: FO 26 610 450).

#### 5. Capitale

Il capitale della Banca è composto da:

	1999	2000
Capitale autorizzato: 600 000 azioni, di 2 500 franchi oro ciascuna	1 500 000 000	1 500 000 000
Capitale emesso: 517 165 azioni 529 165 azioni	1 292 912 500	1 322 912 500
liberate per il 25%	323 228 125	330 728 125

#### 6. Riserve

Le riserve della Banca (dopo la ripartizione dell'utile) sono composte da:

	1999	2000
Fondo di riserva legale	32 322 813	33 072 813
Fondo di riserva generale	1 156 441 190	1 259 064 393
Fondo speciale di riserva per i dividendi	65 530 055	68 530 055
Fondo di riserva libero	1 351 347 645	1 550 880 456
	<u>2 605 641 703</u>	<u>2 911 547 717</u>



Le attribuzioni annue ai vari fondi di riserva sono regolate dall'Articolo 51 dello Statuto della Banca. Gli importi trasferiti sono indicati nella tabella relativa all' "Evoluzione dei fondi di riserva".

## 7. Depositi

I depositi in oro collocati presso la Banca provengono interamente da banche centrali. La composizione dei depositi in valute collocati presso la Banca era la seguente:

	1999	2000
Banche centrali		
A vista	2 890 343 276	3 351 789 605
Fino a 3 mesi	48 100 323 078	50 119 848 005
Oltre 3 mesi	3 025 353 687	7 195 784 903
Altri depositanti		
A vista	115 290 764	71 403 321
Fino a 3 mesi	3 574 471 345	5 164 829 721
	57 705 782 150	65 903 655 555

## 8. Posizioni fuori bilancio

### (a) Strumenti derivati

Nel normale corso della sua attività la Banca è controparte in transazioni finanziarie fuori bilancio, comprendenti contratti in cambi a termine, swaps di valute e di tasso d'interesse, forward rate agreements, futures e opzioni. Questi strumenti sono impiegati a copertura di esposizioni di tasso d'interesse e di cambio della Banca dal lato dell'attivo e del passivo, e per gestire la durata finanziaria delle sue attività liquide. La Banca applica alle posizioni fuori bilancio gli stessi criteri di valutazione del rischio di credito adottati per tutte le altre forme di investimento.

#### Ammontare di capitale nozionale

(in milioni di franchi oro)	1999	2000
Contratti in cambi:		
Riporti e contratti a termine in cambi	10 470,4	9 291,3
Swaps di valute	2 796,1	2 259,3
Contratti di tasso d'interesse:		
Swaps di tasso d'interesse	7 222,0	9 842,5
Forward rate agreements e futures	5 987,8	15 629,6

L'ammontare di capitale nozionale o negoziato dei vari strumenti derivati riflette la misura in cui la Banca opera sui rispettivi mercati, ma non fornisce alcuna indicazione del rischio di credito o di mercato cui è esposta la Banca

stessa. Il costo di sostituzione lordo di tutti i contratti con valore intrinseco positivo ai prezzi correnti di mercato al 31 marzo 2000 ammontava a FO 354,4 milioni (1999: FO 484,1 milioni).

*(b) Operazioni fiduciarie*

Le operazioni fiduciarie non compaiono in bilancio, poiché esse sono effettuate per conto e a rischio della clientela della Banca, sebbene a nome proprio.

(in milioni di franchi oro)	1999	2000
Valore nominale dei titoli detenuti in custodia	7 167,8	7 093,0
Oro detenuto in custodia	671,2	666,1

*(c) Sistema pensionistico e Piano di risparmio del personale*

La Banca gestisce un Sistema pensionistico e un Piano di risparmio. Questi due fondi sono assimilabili a fondi fiduciari e non hanno personalità giuridica propria. Le loro attività sono amministrare dalla Banca nel solo interesse di dipendenti ed ex dipendenti che partecipano ai due sistemi. Tutte le erogazioni effettuate nell'ambito di questi sistemi sono addebitate al rispettivo fondo.

La Banca si impegna a mantenere un coefficiente minimo di copertura del 105% per entrambi i fondi ed è responsabile in ultima istanza di tutte le prestazioni esigibili nel quadro del Sistema pensionistico e del Piano di risparmio. La quota delle contribuzioni a carico della Banca per il servizio corrente è compresa ogni mese nei costi di amministrazione.

Al 31 marzo 2000 il valore di mercato delle attività nette del Fondo pensione era di FO 266,7 milioni (1999: FO 295,5 milioni), pari a un coefficiente di copertura del 125% (1999: 127%) basato sul più recente valore attuariale annuo delle obbligazioni del fondo al 30 settembre 1999. Il valore di mercato delle attività nette del Piano di risparmio era di FO 23,8 milioni al 31 marzo 2000 (1999: FO 25,8 milioni), corrispondenti a un coefficiente di copertura del 105% (1999: 109%) rispetto alle passività del Piano di risparmio a tale data. I più recenti rendiconti annuali del Fondo pensione e del Fondo di risparmio si riferiscono all'esercizio terminato il 30 settembre 1999.

# Relazione dei Revisori dei conti

Relazione dei Revisori dei conti  
al Consiglio di amministrazione e all'Assemblea generale  
della Banca dei Regolamenti Internazionali, Basilea

Abbiamo verificato la Situazione patrimoniale e il Conto profitti e perdite, ivi comprese le relative note, della Banca dei Regolamenti Internazionali. La Situazione patrimoniale e il Conto profitti e perdite sono stati predisposti dalla Direzione della Banca in conformità allo Statuto e ai principi di valutazione descritti nei Criteri contabili rilevanti delle note esplicative. Il nostro mandato, ai sensi dello Statuto della Banca, è quello di formulare un giudizio indipendente sulla Situazione patrimoniale e sul Conto profitti e perdite sulla base della nostra revisione e di riferire tale giudizio al Consiglio e all'Assemblea generale.

La nostra revisione ha compreso l'esame a campione dei riscontri documentali degli importi indicati nella Situazione patrimoniale e nel Conto profitti e perdite e nelle relative note. Abbiamo ricevuto tutte le informazioni e le spiegazioni da noi richieste al fine di accertare che la Situazione patrimoniale e il Conto profitti e perdite sono esenti da errori sostanziali, e riteniamo che la revisione da noi compiuta fornisca una base adeguata per il nostro giudizio.

A nostro giudizio, la Situazione patrimoniale e il Conto profitti e perdite, comprese le relative note, sono stati redatti in modo appropriato e forniscono un quadro veritiero e corretto della situazione finanziaria della Banca dei Regolamenti Internazionali al 31 marzo 2000, nonché dei risultati delle sue operazioni nell'esercizio chiuso a tale data, e sono pertanto conformi allo Statuto della Banca.

PricewaterhouseCoopers AG

Ralph R. Reinertsen

Anthony W. Travis

Basilea, 27 aprile 2000

# Sommario della Situazione patrimoniale negli ultimi cinque esercizi

(in milioni di franchi oro)

Esercizio finanziario chiuso il 31 marzo	1996	1997	1998	1999	2000
<b>Oro</b>					
<i>Detenuto in barre</i>	4 364,2	3 547,3	3 037,1	2 801,5	2 265,4
<i>Depositi vincolati e anticipazioni</i>	637,3	956,7	1 122,4	1 077,2	1 240,4
	5 001,5	4 504,0	4 159,5	3 878,7	3 505,8
<b>Cassa in contanti e conti a vista presso banche</b>	9,8	384,4	7,8	8,3	11,4
<b>Buoni del Tesoro</b>	4 105,7	2 813,4	1 863,9	7 314,0	7 853,9
<b>Depositi vincolati e anticipazioni in valute</b>	37 328,1	42 355,1	34 862,2	32 423,0	41 853,9
<b>Titoli acquistati pronti contro termine</b>	1 652,2	884,2	2 781,0	276,0	1 268,1
<b>Titoli di Stato e altri titoli</b>	10 488,1	15 651,1	18 517,1	22 167,9	20 139,9
<b>Terreno, immobili e arredi</b>	–	–	–	124,7	120,7
<b>Partite varie</b>	32,8	200,8	258,7	44,5	82,0
<b>Totale attivo</b>	<b>58 618,2</b>	<b>66 793,0</b>	<b>62 450,2</b>	<b>66 237,1</b>	<b>74 835,7</b>
<b>Capitale versato</b>	295,7	323,2	323,2	323,2	330,7
<b>Riserve (dopo la ripartizione dell'utile netto di esercizio)</b>					
<i>Fondo di riserva legale</i>	30,1	32,3	32,3	32,3	33,0
<i>Fondo di riserva generale</i>	803,3	974,9	1 016,3	1 156,4	1 259,1
<i>Fondo speciale di riserva per i dividendi</i>	56,5	59,5	62,5	65,5	68,5
<i>Fondo di riserva libero</i>	893,6	995,1	1 157,4	1 351,4	1 550,9
	1 783,5	2 06,8	2 268,5	2 605,6	2 911,5
<b>Rettifiche di valore</b>	373,5	351,1	247,2	265,4	192,0
<b>Depositi</b>					
<i>Oro</i>	4 245,0	3 836,4	3 473,7	3 192,6	2 820,2
<i>Valute</i>	49 649,2	57 585,6	54 023,6	57 705,8	65 903,7
	53 894,2	61 422,0	57 497,3	60 898,4	68 723,9
<b>Titoli ceduti pronti contro termine</b>	376,6	674,8	30,7	121,5	103,0
<b>Sistema pensionistico del personale</b>	283,1	252,6	257,0	–	–
<b>Partite varie</b>	1 558,3	1 658,7	1 773,7	1 965,6	2 519,9
<b>Dividendo</b>	53,3	48,8	52,6	57,4	54,7
<b>Totale passivo</b>	<b>58 618,2</b>	<b>66 793,0</b>	<b>62 450,2</b>	<b>66 237,1</b>	<b>74 835,7</b>

# Sommario del Conto profitti e perdite negli ultimi cinque esercizi

(in milioni di franchi oro)

Esercizio finanziario chiuso il 31 marzo	1996	1997	1998	1999	2000
Interessi netti e altri proventi di gestione	254,3	263,8	314,9	370,4	376,6
<b>Meno: spese di amministrazione</b>					
<i>Consiglio di amministrazione</i>	1,5	1,3	1,3	1,3	1,2
<i>Direzione e personale</i>	46,6	42,9	39,4	40,9	40,6
<i>Funzionamento degli uffici e altre spese</i>	18,3	16,3	15,0	18,6	19,4
<i>Spese di amministrazione prima degli ammortamenti</i>	66,4	60,5	55,7	60,8	61,2
<i>Ammortamenti</i>	–	–	–	6,0	7,6
	66,4	60,5	55,7	66,8	68,8
<b>Risultato netto di gestione</b>	187,9	203,3	259,2	303,6	307,8
<b>Meno: importi trasferiti alle voci</b>					
<i>Accantonamento per spese straordinarie di amministrazione</i>	3,5	3,0	–	–	–
<i>Accantonamento per la modernizzazione degli stabili e il rinnovamento delle attrezzature</i>	3,1	6,0	–	–	–
	6,6	9,0	–	–	–
<b>Utile netto dell'esercizio finanziario</b>	181,3	194,3	259,2	303,6	307,8
<b>Dividendo</b>	53,3	48,8	52,6	57,4	54,7
<b>Trasferimento al Fondo di riserva generale</b>	128,0	145,5	206,6	246,2	253,1
	38,4	41,0	41,3	49,2	50,6
<b>Trasferimento al Fondo speciale di riserva per i dividendi</b>	89,6	104,5	165,3	197,0	202,5
	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
<b>Trasferimento al Fondo di riserva libero</b>	86,6	101,5	162,3	194,0	199,5
	86,6	101,5	162,3	194,0	199,5
	–	–	–	–	–

## Consiglio di amministrazione

Urban Bäckström, Stoccolma

Presidente del Consiglio di amministrazione,  
Presidente della Banca

Lord Kingsdown, Londra

Vice Presidente del Consiglio di amministrazione

Vincenzo Desario, Roma

Antonio Fazio, Roma

Edward A. J. George, Londra

Alan Greenspan, Washington

Hervé Hannoun, Parigi

Masaru Hayami, Tokyo

William J. McDonough, New York

Hans Meyer, Zurigo

Guy Quaden, Bruxelles

Gordon G. Thiessen, Ottawa

Hans Tietmeyer, Francoforte sul Meno

Jean-Claude Trichet, Parigi

Alfons Verplaetse, Bruxelles

Nout H. E. M. Wellink, Amsterdam

Ernst Welteke, Francoforte sul Meno

### *Sostituti*

Roger W. Ferguson, oppure

Karen H. Johnson, Washington

Jean-Pierre Patat, oppure

Marc-Olivier Strauss-Kahn, Parigi

Ian Plenderleith, oppure

Clifford Smout, Londra

Jean-Jacques Rey, oppure

Jan Smets, Bruxelles

Carlo Santini, oppure

Stefano Lo Faso, Roma

Jürgen Stark, oppure

Helmut Schieber, Francoforte sul Meno

## Dirigenti della Banca

Andrew Crockett	Direttore Generale
André Icard	Condirettore Generale
Gunter D. Baer	Segretario Generale, Capo di Dipartimento
William R. White	Consigliere Economico, Capo del Dipartimento Monetario ed Economico
Robert D. Sleeper	Capo del Dipartimento Bancario
Marten de Boer	Direttore, Consigliere Speciale del Direttore Generale
Renato Filosa	Direttore, Dipartimento Monetario ed Economico
Mario Giovanoli	Consigliere Giuridico, Direttore
Guy Noppen	Direttore, Segretariato Generale
Günter Pleines	Vice Capo del Dipartimento Bancario

