
BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI

58^a RELAZIONE ANNUALE

1^o APRILE 1987-31 MARZO 1988

BASILEA, 13 GIUGNO 1988

Banca dei Regolamenti Internazionali

58^a Relazione Annuale

1° aprile 1987 – 31 marzo 1988

Basilea, 13 giugno 1988

Indice

| | Pagina |
|--|--------|
| Presentazione | 1 |
| I. Guardando al recente passato con costernazione e un certo sollievo | 3 |
| II. L'evoluzione complessiva dell'economia e le politiche economiche nel 1987 | 9 |
| Aspetti salienti | 9 |
| Prodotto: andamenti complessivi | 10 |
| Gli andamenti della produzione e della domanda nei paesi industriali | 11 |
| Inflazione: prezzi al consumo e dinamica salariale | 16 |
| Occupazione e disoccupazione | 20 |
| Domanda interna e aggiustamento esterno | 23 |
| Alcuni aspetti degli sviluppi recenti nel settore manifatturiero | 25 |
| La politica fiscale | 31 |
| <i>Sviluppi nel breve periodo</i> | 31 |
| <i>Il dibattito sulla politica fiscale nel breve periodo</i> | 34 |
| <i>Il vincolo del debito pubblico</i> | 36 |
| Aggiustamento strutturale e riforme microeconomiche | 38 |
| I paesi in via di sviluppo | 39 |
| <i>Prezzi dei prodotti primari e altri fattori esogeni</i> | 41 |
| <i>Formazione di capitale</i> | 43 |
| <i>Risparmio e saldi finanziari</i> | 45 |
| <i>Inflazione e politiche antinflazionistiche</i> | 46 |
| III. Il commercio e i pagamenti internazionali | 49 |
| Aspetti salienti | 49 |
| Il commercio mondiale | 50 |
| L'aggiustamento esterno nei tre maggiori paesi industriali | 54 |
| La persistenza degli squilibri e le prospettive di aggiustamento nei tre maggiori paesi industriali | 58 |
| Andamenti delle partite correnti negli altri paesi industriali | 64 |
| Andamento della posizione con l'estero nei paesi in via di sviluppo | 68 |
| La situazione esterna dei paesi fortemente indebitati: il processo di aggiustamento dal 1982 | 70 |
| I movimenti internazionali di capitali e il finanziamento degli squilibri di parte corrente nei paesi industriali | 73 |
| Il finanziamento esterno dei paesi in via di sviluppo | 78 |
| IV. Andamenti dei mercati finanziari nazionali | 80 |
| Aspetti salienti | 80 |
| La persistenza degli squilibri fra risparmio e investimento | 81 |
| Tassi di interesse | 83 |

| | Pagina |
|---|---------|
| Corsi azionari: valutazione delle grandezze economiche fondamentali, "bolle speculative" o disfunzione del mercato? | 89 |
| <i>Cause del crollo di borsa</i> | 92 |
| Il crollo borsistico di ottobre | 94 |
| <i>La crisi negli Stati Uniti</i> | 96 |
| <i>La crisi globale</i> | 99 |
| <i>Insegnamenti da trarre ed implicazioni in termini di regolamentazione</i> | 101 |
| Mercati e flussi finanziari in un periodo turbolento | 103 |
| <i>Istituzioni e attività dei mercati</i> | 103 |
| <i>Flussi di finanziamento e debito dei settori</i> | 107 |
| La regolamentazione finanziaria: tendenze ed implicazioni nel 1987 | 108 |
| <i>Liberalizzazione finanziaria</i> | 108 |
| <i>Vigilanza</i> | 110 |
| <i>Alcune implicazioni</i> | 111 |
| V. I mercati internazionali dei capitali | 114 |
| Aspetti salienti | 114 |
| Il quadro di insieme | 114 |
| Il settore bancario internazionale | 119 |
| <i>L'andamento degli aggregati complessivi</i> | 119 |
| <i>Impieghi e raccolta dei fondi bancari internazionali all'interno dell'area dichiarante</i> .. | 121 |
| <i>Andamento delle operazioni delle banche dichiaranti con i paesi esterni all'area dichiarante</i> | 122 |
| <i>Gli andamenti nei singoli centri di mercato</i> | 125 |
| <i>La struttura per monete dell'attività bancaria internazionale e l'evoluzione del mercato dell'ECU</i> | 127 |
| <i>La struttura per nazionalità del mercato bancario internazionale</i> | 129 |
| <i>Il mercato dei prestiti consorziali</i> | 130 |
| I mercati mobiliari internazionali | 131 |
| <i>Il comparto delle euronotes</i> | 131 |
| <i>Il mercato obbligazionario internazionale</i> | 134 |
| <i>Il debito in essere e i flussi creditizi netti sui mercati obbligazionari internazionali</i> ... | 139 |
| La situazione debitoria | 142 |
| VI. Evoluzione delle grandezze e delle politiche monetarie | 150 |
| Aspetti salienti | 150 |
| La politica monetaria nei maggiori paesi industriali in un contesto di squilibri nell'economia mondiale | 151 |
| <i>L'andamento dei mercati dei cambi come vincolo per la politica monetaria</i> | 151 |
| <i>I tassi di interesse a lungo termine come vincolo per la politica monetaria</i> | 155 |
| <i>La fragilità finanziaria come vincolo per la politica monetaria</i> | 156 |
| Approcci alternativi in termini di strategie ed obiettivi di politica monetaria | 157 |
| Gli obiettivi a medio termine della politica monetaria ed il controllo della quantità di moneta | 159 |
| <i>L'interpretazione dei tassi di crescita monetaria</i> | 160 |
| <i>Sviluppi nelle procedure di controllo degli aggregati monetari</i> | 165 |

| | |
|---|--------|
| | Pagina |
| Gli interventi ufficiali sul mercato dei cambi e la politica monetaria | 167 |
| La conduzione delle politiche monetarie orientate al tasso di cambio nei paesi indu- | |
| striali di medie e piccole dimensioni | 170 |
| <i>Paesi partecipanti al meccanismo di cambio dello SME</i> | 170 |
| <i>Politiche monetarie orientate al tasso di cambio in altri paesi</i> | 174 |
| <i>Flessibilità nelle politiche monetarie basate sul tasso di cambio</i> | 175 |
| Il rischio di un eccessivo affidamento sulla politica monetaria | 17 |
| VII. Il sistema monetario internazionale | 178 |
| Aspetti salienti | 178 |
| I mercati valutari | 178 |
| L'evoluzione recente | 178 |
| L'evoluzione passata in un'ottica di più lungo periodo | 186 |
| L'esperienza dell'Accordo del Louvre | 188 |
| Le implicazioni di un alto grado di mobilità dei capitali per la stabilità dei cambi | 191 |
| L'importanza di un quadro delle politiche prevedibile e internazionalmente coerente . | 192 |
| Gli sviluppi nell'ambito dello SME | 193 |
| La produzione e il mercato dell'oro | 195 |
| La liquidità internazionale | 199 |
| Andamenti correnti delle riserve | 199 |
| Implicazioni macroeconomiche | 206 |
| VIII. L'Attività della banca | 208 |
| Lo sviluppo della cooperazione tra banche centrali e organizzazioni internazionali | 208 |
| Le funzioni di Agente, Fiduciario e Terzo designato | 211 |
| Fiduciario per i prestiti governativi internazionali e Terzo designato ai termini di un | |
| contratto stipulato con la Comunità europea del carbone e dell'acciaio (CECA) | 211 |
| Agente del Fondo europeo di cooperazione monetaria (FECoM) | 211 |
| Agente del sistema di compensazione e di regolamento delle operazioni in ECU | |
| private | 212 |
| Assistenza finanziaria alle banche centrali | 213 |
| Le operazioni del Dipartimento bancario | 214 |
| Passivo (composizione delle risorse) | 215 |
| Attivo (impiego delle risorse) | 218 |
| Ripartizione dell'utile netto | 220 |
| I cambiamenti nel Consiglio di amministrazione e nella Direzione | 221 |
| Conclusioni | 223 |
| * * | |
| * * | |
| Bilancio e conto profitti e perdite al 31 marzo 1988 | 231 |
| Consiglio di amministrazione | 236 |
| Direzione | 237 |

Elenco dei grafici (*) e tabelle

Pagina

L'evoluzione complessiva dell'economia e le politiche economiche nel 1987

| | |
|---|----|
| Prodotto mondiale | 10 |
| Andamento del PNL/PIL a prezzi costanti e delle componenti della domanda | 12 |
| Variazioni del PIL a prezzi costanti in altri paesi industriali | 15 |
| Prezzi al consumo | 17 |
| Prezzi all'importazione e al consumo; 1979-1987* | 18 |
| Retribuzioni nominali; 1979-1987* | 19 |
| Retribuzioni nominali nei paesi industriali minori | 20 |
| Tassi di disoccupazione; 1979-1987* | 21 |
| Dinamica dell'occupazione; 1973-1987 | 23 |
| Domanda interna totale; 1982-87* | 24 |
| Produzione dell'industria manifatturiera; 1980-87* | 26 |
| Valore aggiunto reale, impiego dei fattori e produttività nell'industria di trasformazione | 27 |
| Costo del lavoro e competitività internazionale nell'industria di trasformazione | 28 |
| Stati Uniti: tasso di cambio reale effettivo e saldo dell'interscambio di manufatti; 1960-1987* | 29 |
| Indicatori delle quote di mercato dell'industria di trasformazione | 30 |
| Saldi di bilancio delle amministrazioni pubbliche | 32 |
| Disavanzo e debito delle Amministrazioni centrali; 1966-1987* | 37 |
| Crescita del prodotto nei PVS | 40 |
| Andamento dei corsi dei prodotti primari | 41 |
| Composizione merceologica delle esportazioni di prodotti primari escluso il petrolio .. | 42 |
| Fattori esterni influenti sulla dinamica del prodotto dei PVS | 43 |
| Investimenti: quota sul prodotto ed efficienza | 44 |
| Risparmio e saldi finanziari | 46 |
| Inflazione nei PVS | 47 |

Il commercio e i pagamenti internazionali

| | |
|---|----|
| Interscambio mondiale; 1984-87* | 51 |
| Interscambio mondiale di beni e servizi | 53 |
| Misure alternative delle posizioni nette di parte corrente dei tre maggiori paesi industriali | 54 |
| Variazioni del saldo commerciale non petrolifero nei tre maggiori paesi industriali ... | 56 |
| Crescita della domanda totale interna e tassi di cambio reali effettivi; 1982-88* | 59 |
| Costi di produzione e margini di profitto dei fornitori esteri sui mercati di Stati Uniti, Giappone e Germania; 1983-87. Stime* | 60 |
| Costi di produzione e margini di profitto degli esportatori di Stati Uniti, Giappone e Germania; 1983-87. Stime* | 62 |
| Saldi delle bilance dei pagamenti correnti | 65 |
| Posizioni congiunturali relative e variazioni dei saldi commerciali nel 1987* | 66 |
| Paesi di recente industrializzazione (NICs): saldi correnti | 69 |
| Bilancia delle partite correnti e debito esterno di quindici paesi fortemente indebitati .. | 72 |
| Stati Uniti: bilancia dei movimenti di capitali | 74 |
| Giappone: bilancia dei movimenti di capitali | 75 |
| Germania: bilancia dei movimenti di capitali | 76 |

| | |
|---|----|
| Paesi in via di sviluppo: finanziamento esterno stimato degli squilibri correnti per alcuni gruppi di paesi | 78 |
|---|----|

Andamenti dei mercati finanziari nazionali

| | |
|---|-----|
| Saldi finanziari dei settori | 82 |
| Tassi di interesse nominali e inflazione; 1985-88* | 84 |
| Rendimenti obbligazionari meno tassi di interesse a breve | 85 |
| Differenziale positivo di interesse degli strumenti in dollari, riferito ai tassi a breve ed ai rendimenti di titoli pubblici | 87 |
| Variabilità dei rendimenti di titoli pubblici negli Stati Uniti, in Giappone, Germania e Regno Unito | 88 |
| Corsi azionari; 1982-88* | 89 |
| Indici azionari | 90 |
| Indici azionari in termini reali; 1970-1987* | 91 |
| Parametri valutativi dei corsi azionari; 1979-1987* | 95 |
| Vendite derivanti da <i>program trading</i> nei giorni della crisi borsistica | 97 |
| Concentrazione delle transazioni nei giorni della crisi borsistica | 98 |
| La crisi borsistica globale | 99 |
| Quantitativi trattati nei maggiori mercati mobiliari secondari; 1986-88 | 105 |
| Frequenza delle variazioni giornaliere maggiori degli indici azionari; 1987-88* | 106 |

I mercati internazionali dei capitali

| | |
|---|-----|
| Attività dei mercati internazionali dei capitali; 1982-87* | 115 |
| Credito netto fornito dal mercato internazionale (stime): credito bancario ed emissioni obbligazionarie internazionali | 116 |
| Banche dichiaranti alla BRI: configurazione dell'attività bancaria internazionale | 120 |
| Impieghi e raccolta dei fondi bancari internazionali. Stime | 121 |
| Posizioni delle banche dichiaranti alla BRI verso gruppi di paesi esterni all'area dichiarante. Stime | 123 |
| Posizioni delle banche dichiaranti verso singoli gruppi di PVS non OPEC | 124 |
| Andamenti nei singoli centri di mercato | 126 |
| Composizione per monete delle posizioni sull'estero delle banche dichiaranti | 127 |
| Struttura del mercato bancario dell'ECU | 128 |
| Attività internazionali delle banche in base alla nazionalità dell'istituzione controllante .. | 129 |
| Attività sul mercato finanziario internazionale, suddivisa per settori di mercato e per mutuatari | 132 |
| Facilitazioni collegate a <i>euronotes</i> : emissioni in essere; 1986-88* | 133 |
| Profilo strutturale dei mercati obbligazionari internazionali | 135 |
| Rendimenti di talune categorie di obbligazioni internazionali e tassi di interesse sui depositi in eurodollari; 1986-88* | 136 |
| Rendimenti e attività di emissione sul mercato delle obbligazioni in eurodollari; 1986-88* | 137 |
| Attività di emissione sul mercato delle obbligazioni collegate ad azioni; 1986-88* ... | 138 |
| Debito in essere e nuovo indebitamento netto sui mercati obbligazionari internazionali, per tipo di emissione e moneta di denominazione | 140 |

| | Pagina |
|--|--------|
| Debito in essere e nuovo indebitamento netto sui mercati obbligazionari internazionali, in base alla categoria e nazionalità degli emittenti | 141 |
| Evoluzione delle passività esterne e del servizio del debito dei paesi fortemente indebitati; 1980-87* | 143 |
| Evoluzione delle grandezze e delle politiche monetarie | |
| Tassi di interesse ufficiali e di mercato; 1986-88* | 153 |
| Aggregati monetari e creditizi: obiettivi e tassi di crescita | 161 |
| Componenti della crescita della quantità di moneta in senso lato e della liquidità totale | 162 |
| Variazioni della quantità di moneta in senso lato e contributi relativi delle principali contropartite | 164 |
| Fattori influenti sulla creazione di base monetaria | 168 |
| Tassi di interesse in alcuni paesi europei; 1986-88* | 171 |
| Rendimenti obbligazionari corretti per l'inflazione; marzo 1988 | 176 |
| Il sistema monetario internazionale | |
| Tassi di cambio bilaterali rispetto al dollaro USA; 1985-88* | 179 |
| Tassi di interesse a lungo termine e variazioni delle riserve in valuta estera in Germania e Giappone; 1986-88* | 181 |
| Tassi di cambio bilaterali rispetto al marco tedesco; 1985-88* | 184 |
| Tassi di cambio effettivi; 1981-88* | 187 |
| Tassi di cambio bilaterali reali di alcune monete rispetto al dollaro USA e saldo corrente degli Stati Uniti; 1972-1988* | 188 |
| Tassi di cambio a pronti nel meccanismo di cambio dello SME; 1987-88* | 194 |
| Prezzi di mercato dell'oro; 1985-88* | 196 |
| Produzione mondiale di oro | 197 |
| Mercato dell'oro: fonti e impieghi. Stime | 198 |
| Variazioni nelle riserve globali | 200 |
| Saldo delle partite correnti USA e variazioni stimate nelle riserve in valuta estera per tipo di collocamento | 202 |
| Variazioni nelle riserve ufficiali non auree dei singoli paesi | 205 |
| L'attività della banca | |
| Prestiti comunitari in essere al 31 marzo 1988 | 212 |
| Totali di bilancio negli ultimi cinque esercizi | 214 |
| Evoluzione della composizione delle risorse negli ultimi cinque esercizi | 215 |
| Origine delle risorse finanziarie esterne | 216 |
| Scadenza e natura delle risorse finanziarie esterne | 216 |
| Composizione delle attività a vista e di altri impieghi | 218 |
| "Depositi vincolati e anticipazioni" e "Titoli di Stato e altri titoli", suddivisi in base alla vita residua | 219 |

58^a Relazione Annuale

*sottoposta all'Assemblea Generale Ordinaria
della Banca dei Regolamenti Internazionali
tenuta in Basilea il 13 giugno 1988*

Signore, Signori,

ho l'onore di presentare la cinquantottesima Relazione annuale della Banca dei Regolamenti Internazionali per l'esercizio finanziario iniziato il 1° aprile 1987 e terminato il 31 marzo 1988.

Dopo il trasferimento di franchi oro 964.341 all'Accantonamento per spese straordinarie di amministrazione e di franchi oro 22.000.000 all'Accantonamento per la modernizzazione degli stabili ed il rinnovamento delle attrezzature, l'utile netto di esercizio ammonta a franchi oro 95.937.052 a fronte di franchi oro 91.081.090 del precedente esercizio.

Il Consiglio di amministrazione raccomanda che, in applicazione dell'articolo 51 dello Statuto, l'Assemblea generale deliberi di destinare l'importo di franchi oro 30.937.052 al pagamento di un dividendo di 175 franchi svizzeri per azione.

Il Consiglio raccomanda inoltre che vengano trasferiti franchi oro 26.000.000 al Fondo di riserva generale, franchi oro 6.000.000 al Fondo speciale di riserva per i dividendi e il residuo di franchi oro 33.000.000 al Fondo di riserva libero.

Se queste proposte saranno approvate, il dividendo della Banca per l'esercizio finanziario 1987-88 sarà pagabile agli azionisti il 1° luglio 1988.

I. Guardando al recente passato con costernazione e un certo sollievo

Il 1987 è stato non soltanto un anno denso di eventi; sotto importanti aspetti esso si presenta altresì sconcertante sul piano dell'analisi economica. Alcuni degli eventi temuti si sono verificati, ma le loro conseguenze immediate non sono risultate così gravi come era stato prospettato. A riguardo del più drammatico di essi, il crollo dei mercati azionari, molti osservatori giungono persino a definirlo come una sorta di provvida sventura. Vi è la diffusa percezione che questa esperienza debba servire di lezione, ma non è facile vedere quali insegnamenti se ne possano trarre. Forse che i legami tra mondo reale e finanziario si sono allentati rispetto al passato? Talune sequenze di eventi dello scorso anno sono state puramente fortuite, oppure vi sono dei nessi causali su cui basarsi per il futuro? A prescindere da queste situazioni piuttosto ambigue, alcuni sviluppi dello scorso anno sono stati migliori, altri peggiori del previsto, altri ancora hanno pressoché coinciso con i pronostici. Sorprendentemente, malgrado tutto quel che è avvenuto, le prospettive economiche mondiali nella primavera di quest'anno non si presentano, in complesso, molto diverse da quelle di un anno fa. La bilancia delle *chances* e dei rischi percepiti, dopo aver oscillato ampiamente, è tornata grosso modo nella sua posizione iniziale: né pessimismo né euforia sembrano confacenti nelle attuali circostanze. Certo, ciò significa anche che la maggior parte dei principali problemi di politica economica non ha trovato ancora una soluzione.

Prima di procedere ad una disamina, può essere tuttavia utile riconsiderare i timori che in retrospettiva possono essere giudicati in parte fondati, nel senso che gli eventi temuti si sono realizzati, e in parte infondati, dal momento che le conseguenze sono state meno pregiudizievoli o comunque diverse rispetto a quanto generalmente ipotizzato.

La possibilità di gravi turbolenze sui mercati finanziari figurava da tempo al centro di qualsiasi scenario di crisi. E di siffatte turbolenze ve ne sono state più che mai lo scorso anno, giacché la crisi del mercato obbligazionario negli Stati Uniti è stata eclissata, e in certa misura persino riscattata, dal crollo dei mercati azionari. Allorché è sopravvenuto questo secondo *crash* in ottobre, esso ha sbalordito molti, e non soltanto coloro che vi erano direttamente coinvolti, per le sue dimensioni e la sua repentinità. Tutti i mercati azionari aperti agli operatori esteri, indipendentemente dalle dimensioni, sono stati colpiti quasi simultaneamente e (con l'eccezione del Giappone) con analoga intensità, a prescindere dal livello dei corsi, dal rapporto prezzo/dividendo o dall'andamento delle quotazioni anteriormente alla crisi. La generalità della caduta dei corsi azionari, che hanno perso da un terzo fino alla metà del loro valore tra la punta massima del 1987 e i minimi post-crisi, è un fenomeno che ha colto tutti impreparati; vi era una consapevolezza molto maggiore dell'interdipendenza dei mercati

obbligazionari a livello mondiale che non di una analoga globalizzazione dei mercati azionari, e in effetti la prolungata ascesa dei corsi azionari in tutto il mondo era stata di intensità assai diversa tra i singoli mercati.

Il ricordo del crollo dei mercati azionari nel 1929 (che di fatto fu meno repentino) era nella memoria di tutti, se non altro per la sua infausta associazione con la successiva depressione economica mondiale. Anche quanti facevano notare che la gestione della politica economica dispone oggi di un livello di competenza molto maggiore che all'inizio degli anni trenta, non potevano ignorare che un enorme ammontare di ricchezza finanziaria era stato cancellato d'un colpo. Si prevedeva generalmente una conseguente forte contrazione della spesa per consumi, in particolare negli Stati Uniti, dove i valori azionari rappresentano ben il 20% della ricchezza finanziaria delle famiglie. Né si escludevano effetti secondari sulle scorte e persino sugli investimenti delle industrie produttrici di beni di consumo. Per contro, l'accelerazione della crescita economica rilevata a metà anno è per lo più proseguita nel quarto trimestre, nel quale il PIL reale nei sette maggiori paesi industriali ha superato del 4% il livello di un anno prima. In molti paesi le proiezioni di crescita sono state nuovamente corrette verso l'alto. Tutto ciò non significa che la crisi borsistica non lascerà tracce sulle scelte di portafoglio degli operatori privati e sulle opportunità di finanziamento delle imprese industriali. La minore disponibilità di capitale di rischio – cronica-mente scarso – potrebbe avere ripercussioni sulla crescita produttiva nel lungo periodo; l'assetto procedurale e normativo dei mercati è stato oggetto di attenta riconsiderazione.

Un altro timore, non senza rapporti con la previsione di turbolenze sui mercati finanziari, riguardava le prospettive del coordinamento internazionale delle politiche come mezzo per ridurre gli squilibri esterni ed accrescere la stabilità dei mercati dei cambi. Il massiccio apprezzamento che dagli inizi del 1985 le monete dei paesi eccedentari avevano registrato nei confronti del dollaro – e che alla fine del 1986 ammontava a quasi il 60% per lo yen e ad oltre il 70% per il marco (poco meno in termini reali) – aveva provocato un rallentamento in questi paesi non solo della domanda esterna, ma anche degli investimenti in macchinari ed impianti, in misura tale da far temere una severa recessione nel caso in cui il dollaro USA avesse continuato a deprezzarsi. Una simile recessione non solo era ovviamente indesiderabile di per sé, ma avrebbe anche acuito gli squilibri internazionali nei pagamenti correnti. La correzione di questi squilibri chiaramente richiedeva – e richiede tuttora – una crescita della domanda interna nei paesi eccedentari a ritmi più sostenuti che negli Stati Uniti. Un'ulteriore flessione del dollaro era considerata indesiderabile anche dal punto di vista dei suoi effetti sulle posizioni relative di competitività; sembrava quindi più opportuno consentire agli ampi aggiustamenti dei tassi di cambio già intervenuti di esercitare i loro effetti sui flussi dell'interscambio di beni e servizi, lasciando cioè che si esaurissero gli effetti transitori di curva a J. Ma soprattutto appariva indispensabile evitare una sostanziale sottovalutazione del dollaro USA, la quale non avrebbe fatto altro che rinnovare, in senso opposto, un assetto distorto dei cambi. Impedire future distorsioni nei rapporti di cambio era stata, dopo tutto, la solenne risoluzione adottata alla riunione del Plaza nel settembre 1985. In siffatto contesto l'Accordo del Louvre del febbraio 1987 ha rappresentato,

rispetto ai precedenti, un impegno più sostanziale dei sette maggiori paesi industriali al coordinamento delle politiche macroeconomiche e degli interventi sui mercati dei cambi. Questo accordo è intervenuto in un momento in cui stava drasticamente diminuendo la disponibilità degli investitori privati esteri ad acquistare titoli del Tesoro USA, provocando non solo un ulteriore indebolimento del dollaro sui mercati dei cambi, ma anche un rialzo dei tassi di interesse USA a lungo termine, dopo una fase calante protrattasi per tre anni. Gli interventi ufficiali intrapresi successivamente sono stati di un'ampiezza senza precedenti; la disponibilità delle banche centrali ad impegnarsi in quest'azione di esito sempre alquanto incerto si è spinta, almeno in taluni casi, fino ai limiti delle possibilità. A partire dall'aprile 1987 il volume degli interventi è diminuito, e fino alla seconda metà di agosto gli acquisti ufficiali di dollari sono stati insignificanti. Le autorità erano apparentemente riuscite, dopo considerevoli sforzi, a convincere i mercati della serietà del loro impegno a stabilizzare i tassi di cambio attorno ai livelli allora esistenti. Quasi contestualmente i responsabili delle politiche hanno dovuto tuttavia far fronte ad una conseguenza indesiderata delle nuove aspettative di maggiore stabilità dei cambi da parte del mercato: i differenziali di interesse esistenti sui mercati obbligazionari non erano più conformi alle aspettative di rapporti di cambio relativamente stabili, cosicché in Giappone e in Germania i tassi di interesse a lunga hanno iniziato a salire.

In entrambi questi paesi tale evoluzione incontrava scarse resistenze da parte delle autorità. Le rispettive banche centrali ritenevano che le loro politiche fossero state più espansive di quanto giustificato in una prospettiva di medio periodo e in rapporto ai loro obiettivi monetari dichiarati o no. L'ascesa dei rendimenti obbligazionari ha fornito prima o poi la motivazione per un seppur modesto rialzo anche dei tassi a breve. Negli Stati Uniti i rendimenti delle obbligazioni che, come detto, si erano mossi al rialzo in gennaio, allorché le banche centrali avevano cominciato a sostituirsi agli investitori privati esteri sul mercato dei cambi (ma ovviamente non su quello obbligazionario) si sono stabilizzati tra maggio e la metà di agosto, per poi riprendere il movimento ascendente, e ciò veniva "sanzionato" dalla Riserva Federale con un rialzo del saggio di sconto agli inizi di settembre.

Questi movimenti paralleli dei tassi di interesse sono apparsi altamente "scoordinati" ed hanno indotto i mercati a dubitare che l'Accordo del Louvre rappresentasse realmente un passo avanti verso un credibile coordinamento delle politiche. E' stato invece per lo più ignorato il fatto che nel frattempo erano stati compiuti notevoli sforzi nella direzione richiesta sul piano della politica fiscale, come i sostanziali provvedimenti espansivi in Giappone, l'introduzione anticipata di alcuni sgravi fiscali in Germania e la forte, anche se in parte fortuita, riduzione del disavanzo di bilancio negli Stati Uniti. Con il crollo dei mercati azionari che sembrava connesso, quanto meno per la sua collocazione temporale, alle dispute sulla mancanza di un coordinamento delle politiche, e con il nuovo calo del dollaro e l'assenza di segni di miglioramento in termini nominali nella bilancia commerciale USA, sembravano trovare conferma tutti i timori e le incertezze circa la capacità dell'Accordo del Louvre di fornire la risposta giusta ai problemi di instabilità dei cambi e di squilibrio esterno. Molti osservatori si sono affrettati a dire che essi avevano previsto fin dall'inizio il fallimento dell'accordo;

alcuni esortavano pressantemente le autorità a rinunciare del tutto agli sforzi di coordinamento, da essi considerati fondamentalmente vani.

Questi timori e gli argomenti contro il coordinamento delle politiche, che sembravano almeno in parte giustificati nell'autunno del 1987, sono stati ridimensionati a distanza di pochi mesi. L'accordo del 22 dicembre 1987, sebbene di tono minore rispetto ai precedenti (non essendo stato concluso a livello di ministri e di governatori di banche centrali), è stato seguito da un volume di interventi assai più contenuto. Il coordinamento delle politiche, dato per morto nel novembre 1987, è ora di nuovo fattivamente in funzione. L'instabilità sui mercati dei cambi si è alquanto attenuata, sebbene le eccessive reazioni ai dati mensili sull'interscambio USA siano indicative di una perdurante incertezza quanto al fatto che gli squilibri esterni siano stati ridotti a livelli sostenibili, tali cioè da poter essere finanziati da flussi di capitali privati senza il pericolo di sviluppi destabilizzanti sui mercati dei capitali.

Sul fronte della situazione debitoria la decisione del Brasile, agli inizi del 1987, di sospendere il servizio del proprio debito a medio e lungo termine verso le banche commerciali è parsa avallare una delle ipotesi più infauste, quella cioè che uno dei paesi maggiormente indebitati disconoscesse di fatto il suo debito esterno. Se tale mossa avesse avuto successo, altri paesi avrebbero potuto seguire l'esempio, e ciò avrebbe comportato rischi di portata sistemica, sebbene le banche avessero considerevolmente ridotto, in rapporto ai fondi propri, l'esposizione verso i paesi debitori in situazione precaria. Anche in questo caso tuttavia le conseguenze sono state meno deleterie di quanto previsto: non solo non vi è stata nessuna reazione a catena, ma lo stesso Brasile ha revocato la propria decisione verso la fine del 1987, ed ha ora ripreso a corrispondere gli interessi sul debito. Nel frattempo alcune banche, i cui accantonamenti a fronte di questi crediti a rischio erano stati fino ad allora modesti o nulli, hanno provveduto in tal senso su vasta scala, anche a costo di presentare risultati di gestione negativi. I mercati azionari hanno a suo tempo reagito in modo alquanto favorevole a queste iniziative, dando prova per una volta di saper guardare al di là del breve periodo.

Altri sviluppi in quest'area inducono a ritenere che la situazione non è più destinata a deteriorarsi con il procedere del tempo: alcune banche sono state disposte a sostanziali concessioni al fine di mobilitare crediti congelati o di convertirli in attività di maggior pregio; si è inoltre cercato di ampliare la gamma di opzioni offerte sia ai creditori che ai debitori. Sono altresì migliorati taluni indici dell'onere debitorio, grazie all'andamento calante dei tassi di interesse fino al 1987 e, in taluni casi, al recente rafforzamento dei prezzi dei prodotti primari, nonché alla sostenuta domanda proveniente dai paesi industriali. Benché questi siano senz'altro segni incoraggianti, non vi è dubbio che resta ancora un lungo cammino da compiere affinché questi paesi siano in grado di superare con la crescita le loro attuali difficoltà, e che ciò sarà impossibile fintantoché non riprendono gli afflussi netti di capitali in questi paesi. Dato che l'una condizione presuppone l'altra, il problema non si presta ad una soluzione semplice ed univoca. Ciò che si può ottenere attraverso un approccio *ad hoc* non è altro che una serie di difficili compromessi che contemperano elementi disparati e persino normalmente inconciliabili. I problemi inerenti al servizio del debito nei paesi in via di

sviluppo hanno invariabilmente depresso le prospettive di crescita di questi paesi, e i risultati economici da essi conseguiti contrastano nettamente con quelli di altri PVS esenti da tali problemi. Lo scorso anno la crescita economica nell'insieme dei PVS è stata inferiore al 1986 (3,1% a fronte del 4,1%), ma soprattutto si è ulteriormente ampliato il differenziale di sviluppo tra i singoli paesi.

Altri eventi del 1987, dai quali si potrebbero parimenti trarre utili insegnamenti, non rientrano nella categoria alquanto insolita degli eventi temuti che di fatto si sono realizzati senza peraltro produrre le temute conseguenze immediate. In contrasto con le previsioni di crescita a medio termine, spesso piuttosto pessimistiche, vi sono stati sviluppi alquanto favorevoli in un certo numero di paesi, tra cui il Regno Unito, il Canada e, quel che più conta, il Giappone (con tassi di incremento del PIL che vanno dal 3,6 al 4,2%), nonché in alcuni nuovi membri della CEE, ossia Spagna e Portogallo (il cui prodotto si è accresciuto del 5% ed oltre). Non vi è comunque un denominatore comune in termini di politiche alla base della vigorosa espansione economica di questi paesi. Mentre nel caso della Spagna e del Portogallo l'ingresso nella CEE può avere senz'altro rappresentato il più importante fattore propulsivo, il Regno Unito e il Giappone possono essere citati come prova dell'efficacia di politiche orientate rispettivamente all'offerta e alla domanda. Questi due esempi evidenziano altresì il diverso orizzonte temporale dei due tipi di approccio. L'azione volta a migliorare le condizioni dal lato dell'offerta dell'economia richiede da parte delle autorità soprattutto coraggio, univocità di intenti, perseveranza e pazienza. I risultati non si manifestano mai in tempi brevi. L'esempio giapponese di efficace gestione della domanda mediante la politica fiscale ha sorpreso principalmente per la rapidità con cui è stata stimolata la domanda interna (con effetti di annuncio particolarmente forti), fugando in tal modo i precedenti timori di recessione provocati dalla forte compressione dei profitti dell'industria esportatrice. Il caso del Canada non rientra in nessuno degli schemi precedenti: il forte impulso alla crescita è provenuto dagli investimenti privati, presumibilmente di riflesso ad un protratto periodo di elevato utilizzo della capacità produttiva e, forse, di un rafforzamento dei prezzi dei prodotti primari.

Nell'Europa continentale, se si prescinde dalle predette eccezioni, le sorprese a riguardo della crescita economica sono state piuttosto di tipo negativo. L'espansione della domanda interna è stata generalmente più vigorosa di quella del PIL, come del resto vi è da attendersi da paesi eccedentari impegnati in un processo di aggiustamento, com'è il caso per alcuni di essi. L'apprezzamento delle monete europee ha continuato ad esigere il suo tributo in termini di domanda di esportazioni dal resto del mondo. Il mercato europeo nel suo insieme è senza dubbio il più grande "mercato comune" del mondo, e in linea di principio il suo tasso di sviluppo non dovrebbe dipendere dalla domanda esterna. Per il momento, tuttavia, vi sono ancora rilevanti ostacoli che impediscono di fruire dei vantaggi di un mercato unificato. Vi è tuttora una frammentazione delle politiche economiche; ciascun paese membro dello SME considera fonte di potenziali difficoltà una crescita della propria economia superiore a quella della Germania, la quale non è tuttavia disposta ad assumere un ruolo di "locomotiva" nel contesto europeo più di quanto lo sia a livello mondiale. Le autorità tedesche hanno scarsa fiducia nell'efficacia della gestione della domanda. Al tempo stesso

però vi è ancora ampio margine per un miglioramento delle condizioni dal lato dell'offerta dell'economia tedesca, come ha ammesso di recente lo stesso governo, incaricando una commissione speciale di vagliare tutti gli aspetti della deregolamentazione. In presenza di una crescita demografica negativa, non vi è il potenziale di domanda di abitazioni che in Giappone e in Canada ha rappresentato un importante fattore di stimolo della domanda interna.

Dopo aver considerato i timori che per certi aspetti si sono dimostrati fondati e per altri infondati, e dopo aver esaminato alcuni sviluppi imprevisi, può essere opportuno, come ulteriore premessa al resoconto più particolareggiato fornito nei restanti capitoli della Relazione, elencare le aree in cui gli sviluppi hanno grosso modo corrisposto alle previsioni per il 1987, senza suscitare sorprese più o meno gradite. L'inflazione è rimasta sostanzialmente sotto controllo, anche se un quadro più realistico – e meno favorevole – della sua tendenza di fondo è emerso con il venir meno dei vantaggi temporanei in termini di stabilità derivanti dal ribasso del petrolio e dei prodotti primari in generale. L'eccessiva espansione monetaria in diversi paesi (con la principale eccezione degli Stati Uniti) ha finora avuto un impatto modesto sulla dinamica dei prezzi poiché le pressioni della domanda, pur con qualche eccezione, sono rimaste moderate, e l'evoluzione dei salari non ha subito sostanziali cambiamenti, nonostante un clima dei prezzi leggermente mutato. Il crollo dei mercati azionari ha esercitato un chiaro influsso moderatore sulle aspettative inflazionistiche, contribuendo a controbilanciare le tensioni sui prezzi nella maggioranza delle economie. D'altra parte, i forti incrementi di valore dei beni immobili e di altri elementi di capitale fisso di norma non costituiscono soltanto un indicatore di un eccesso di liquidità, anche quando i prezzi al consumo rimangono abbastanza stabili, ma concorrono altresì a formare aspettative inflazionistiche. Una crisi borsistica non è certo il modo migliore di tenere a freno tali aspettative; l'evitare un eccesso di liquidità è indubbiamente un metodo di gran lunga migliore. Ma ciò non sempre è facile in situazioni in cui gli interventi delle banche centrali sono chiamati a svolgere un ruolo importante nella stabilizzazione dei mercati dei cambi e le riserve valutarie crescono rapidamente. E' anche vero, tuttavia, che lo scorso anno non vi è stata nel complesso una forte accelerazione della crescita monetaria rispetto al 1986, nonostante un volume di interventi che nel 1987 ha superato di gran lunga quello dell'anno precedente.

I vari capitoli di questa Relazione, in cui vengono trattati in modo più approfondito tutti questi argomenti, seguono lo stesso ordine degli ultimi due anni; due diversi capitoli esaminano gli sviluppi economici "reali", i mercati dei capitali e gli aspetti attinenti alle politiche, l'uno sotto il profilo delle singole economie, l'altro a livello internazionale. Questo criterio ordinatore non è stato applicato in modo rigido, consentendo una certa sovrapposizione tra i capitoli quando ciò è parso giustificato sul piano logico. Rispetto al passato è stato dedicato maggiore spazio ai paesi in via di sviluppo. Le conclusioni della Relazione, più che sintetizzare gli aspetti salienti, tentano di fornire un quadro esauriente della situazione in cui ci troviamo nell'annosa lotta contro i problemi che assillano l'economia mondiale.

II. L'evoluzione complessiva dell'economia e le politiche economiche nel 1987

Aspetti salienti

Nel 1987 la crescita economica nei paesi industriali si è mantenuta in media a livelli abbastanza sostenuti, segnando una leggera accelerazione dal 2,75% nel 1986 al 3%. Questo risultato non appariva affatto evidente nel corso dell'anno, poiché la debolezza dell'attività nel primo semestre, così come il suo rafforzamento nel secondo, sia prima sia dopo la crisi dei mercati azionari, si sono rivelati più forti del previsto. Nel quarto trimestre del 1987 il tasso di crescita sullo stesso periodo dell'anno precedente era del 4%, e in Giappone esso raggiungeva addirittura il 5,25%. Anche sulla base degli indicatori disponibili per i primi mesi di quest'anno non sono ravvisabili effetti negativi del *crash*. Nondimeno in molti paesi dell'Europa continentale la crescita di fondo ha continuato ad essere piuttosto debole.

Nei paesi in via di sviluppo, d'altro lato, la crescita economica ha segnato una flessione a causa dell'indebolimento della domanda estera in termini reali. In alcuni paesi, e nell'America Latina in particolare, la forte accelerazione della dinamica dei prezzi ha reso necessario il ricorso a misure restrittive.

Dopo la flessione del 1986 indotta dal calo dei prezzi del petrolio, lo scorso anno l'inflazione nei paesi industriali è tornata ad aumentare leggermente, e alla fine dell'anno i prezzi al consumo nella media superavano di quasi il 4% il loro livello di un anno prima. In alcuni paesi e mercati si sono avute sommesse indicazioni di una ripresa delle spinte inflazionistiche interne. Nella maggior parte dei casi, tuttavia, l'inflazione interna è rimasta sotto controllo. Viceversa, nei paesi in via di sviluppo l'inflazione è aumentata, con un'accelerazione particolarmente forte nei paesi dell'America Latina.

L'espansione economica dello scorso anno, assieme ad una certa tendenza flettente nella crescita delle forze di lavoro, ha determinato un lieve calo della disoccupazione media nei paesi industriali. Questo risultato cela tuttavia andamenti disparati, in quanto in gran parte dell'Europa la disoccupazione è rimasta elevata o ha addirittura segnato un leggero aumento.

Nel 1987 è divenuto più evidente che il processo di aggiustamento internazionale era in corso in termini reali, anche se stava procedendo a ritmo lento. La sua manifestazione più palese è stata la fortissima accelerazione nella crescita della domanda interna in Giappone, sostenuta da interventi di politica economica. Il corrispondente rallentamento negli Stati Uniti è stato tuttavia meno pronunciato ed ha cominciato addirittura a subire un'inversione nel secondo semestre dell'anno. Per giunta una quota del miglioramento nel saldo reale con l'estero ha trovato contropartita in paesi non eccedentari. Per la prosecuzione del processo di aggiustamento della bilancia commerciale statunitense molto dipenderà dall'andamento dell'industria manifatturiera. Nonostante sia ravvisabile un certo miglioramento in questo settore, resta da vedere se la capacità

produttiva si stia espandendo ad un ritmo sufficientemente rapido. A ciò si aggiunge la necessità di un'ulteriore correzione sul piano della politica di bilancio.

Lo scorso anno le politiche macroeconomiche hanno continuato a seguire un'impostazione a medio termine in cui rivestono particolare rilevanza le iniziative volte a promuovere l'aggiustamento strutturale, le riforme microeconomiche e la riduzione degli squilibri di bilancio. Negli Stati Uniti il disavanzo federale è diminuito sensibilmente, grazie a taluni favorevoli fattori temporanei. Le autorità giapponesi hanno dal canto loro adottato rilevanti misure espansive di breve periodo per accelerare il processo di aggiustamento internazionale. In Germania si è avuto uno scostamento analogo, seppure di portata più modesta, dagli obiettivi a medio termine stabiliti per la finanza pubblica. In generale, tuttavia, il margine disponibile per misure macroeconomiche di breve periodo permane ristretto, soprattutto a causa dell'esigenza di mantenere sotto controllo a medio termine sia l'inflazione sia il debito pubblico. E ciò spiega la più intensa ricerca di strategie per rafforzare il potenziale produttivo delle economie industriali.

| Prodotto mondiale ¹ | | | | | | | | |
|--|---|--|------|------|------|------|------|------|
| Gruppi di paesi ed aree | PIL nel 1985 in miliardi di dollari USA | 1976-81 | 1982 | 1983 | 1984 | 1985 | 1986 | 1987 |
| | | variazioni annue percentuali del PIL a prezzi costanti | | | | | | |
| Sette maggiori paesi industriali | 7.649 | 2,9 | -0,6 | 2,9 | 5,2 | 3,3 | 2,8 | 3,1 |
| Altri paesi industriali ² | 1.183 | 2,1 | 0,8 | 1,6 | 3,6 | 3,1 | 2,6 | 3,0 |
| Paesi in via di sviluppo | 2.302 | 4,4 | 1,7 | 2,0 | 4,5 | 3,1 | 4,1 | 3,1 |
| Maggiori paesi petroliferi ³ | 882 | 2,9 | -0,3 | -2,0 | 0,9 | -0,9 | 0,5 | -0,6 |
| Altri PVS | 1.420 | 5,5 | 3,1 | 4,6 | 6,7 | 5,4 | 6,3 | 5,4 |
| Africa e Medio Oriente | 168 | 4,3 | 6,3 | 3,9 | -0,5 | 1,7 | 3,4 | 1,0 |
| Asia | 832 | 6,5 | 4,8 | 7,6 | 9,2 | 6,8 | 6,7 | 7,3 |
| di cui: paesi di nuova industrializzazione ⁴ | 195 | 9,3 | 4,4 | 8,3 | 9,0 | 3,5 | 10,7 | 12,2 |
| America Latina | 420 | 4,1 | -1,5 | -1,2 | 4,7 | 4,2 | 6,5 | 3,3 |
| Europa orientale ⁵ | 1.066 | 3,8 | 2,7 | 3,8 | 3,5 | 3,4 | 4,2 | 2,4 |
| Totale mondiale | 12.200 | 3,2 | 0,3 | 2,8 | 4,8 | 3,2 | 3,2 | 3,0 |

¹ Per i gruppi di paesi industriali le medie sono calcolate assumendo i pesi del PIL e i tassi di cambio dell'anno precedente. Per gli altri gruppi di paesi e per il totale mondiale le medie sono calcolate assumendo i pesi del PIL ed i tassi di cambio del 1985. Per mancanza di dati non sono compresi i seguenti PVS: Afghanistan, Angola, Corea del Nord, Kampuchea, Laos, Mongolia, Mozambico e Vietnam. ² Comprende i paesi elencati nella tabella di pagina 15, più Islanda e Lussemburgo. ³ Paesi membri dell'OPEC, Messico e Trinidad e Tobago. ⁴ Corea del Sud, Hong Kong, Singapore e Taiwan. ⁵ "Prodotto materiale netto".
 Fonti: FMI, World Economic Outlook; OCSE, National Accounts; ONU, UN Yearbook; World Bank Atlas; statistiche nazionali.

Prodotto: andamenti complessivi

Agli inizi dello scorso anno la maggior parte degli osservatori prevedeva un calo modesto, ma generalizzato, della crescita del prodotto. In effetti, a livello aggregato si è avuta una flessione prossima ai valori pronosticati, la quale tuttavia va interamente imputata ai paesi in via di sviluppo, dove la crescita è diminuita di un punto percentuale. Per giunta, la distribuzione dei tassi di incremento tra i paesi industriali è stata più differenziata di quanto generalmente previsto. La vigorosa

La crescita economica si rafforza nei paesi industriali...

espansione in Giappone, Regno Unito, Canada, Spagna e Portogallo ha colto di sorpresa la maggior parte degli osservatori. Pochi avevano poi previsto che nell'Europa continentale la crescita del prodotto sarebbe stata così modesta da determinare un ulteriore aumento della disoccupazione. Anche le variazioni su base trimestrale nei tassi di crescita del prodotto sono risultate alquanto irregolari, con una accentuata debolezza nel primo trimestre dell'anno che ha rispecchiato in parte le avverse condizioni climatiche in Europa. Per contro, i due ultimi trimestri sono stati caratterizzati da un vigore imprevisto, specie alla luce della crisi dei mercati azionari. Inizialmente molti osservatori avevano minimizzato la sostenutezza della domanda e del prodotto nel quarto trimestre, dato l'ingente contributo fornito dall'incremento delle scorte (circa un quarto della crescita del PIL nei sette paesi maggiori), correggendo verso il basso di 0,5–1 punti percentuali le previsioni di sviluppo reale per il 1988. Tuttavia, poiché l'andamento successivo degli indicatori correnti e anticipatori segnalava il perdurare della tendenza espansiva, le previsioni per il 1988 sono state riformulate, assumendo mediamente valori uguali o superiori a quelli precedenti la crisi borsistica.

...ma rallenta nei paesi in via di sviluppo

La più lenta crescita del prodotto nei paesi in via di sviluppo è dovuta in parte agli andamenti nell'America Latina, dove il precedente deterioramento del saldo corrente con l'estero e il rafforzarsi delle spinte inflazionistiche hanno costretto diversi paesi ad adottare misure restrittive. La flessione della crescita non si è peraltro limitata ai paesi latino-americani. Soprattutto a causa dello sfavorevole andamento dei prezzi dei prodotti primari nella prima parte dell'anno e ad avverse condizioni climatiche, nei paesi del Medio Oriente e dell'Africa l'incremento del PIL si è ridotto all'1%. Il reddito pro capite nella regione sub-sahariana, che comprende la maggior parte dei paesi con redditi unitari medi che non raggiungono \$ USA 400, è sceso ad un livello inferiore di quasi il 6% a quello del 1980. I PVS esportatori di petrolio hanno subito un calo del prodotto per l'effetto congiunto di una debole domanda sui mercati internazionali del petrolio e di politiche restrittive tese a ridurre le importazioni e a preservare il livello delle riserve valutarie. Per contro, nella regione asiatica la crescita del prodotto si è accelerata, e per il secondo anno consecutivo i quattro paesi di recente industrializzazione hanno registrato tassi di sviluppo economico superiori al 10%.

Gli andamenti della produzione e della domanda nei paesi industriali

I sette maggiori paesi industriali

Lo scorso anno la crescita media della produzione nei sette maggiori paesi industriali ha segnato una leggera accelerazione, nonostante un calo nell'espansione della domanda interna totale. Una simile evoluzione è riscontrabile per la media delle tre maggiori economie, pur essendo il risultato di andamenti assai diversi nei singoli paesi: negli Stati Uniti la crescita del prodotto è rimasta stabile, in quanto il miglioramento del saldo reale con l'estero ha compensato la decelerazione della domanda interna; in Giappone la crescita della domanda interna si è accelerata e la flessione nel volume delle esportazioni nette è stata inferiore al 1986; in Germania è diminuito sia l'incremento della produzione sia quello della domanda interna, mentre il contributo delle variazioni nel saldo reale con l'estero è rimasto invariato rispetto al 1986.

Andamento del PNL/PIL a prezzi costanti e delle componenti della domanda¹

| Paesi | 1976-81 ² | 1982 | 1983 | 1984 | 1985 | 1986 | 1987 ³ | 1987 ^{3,4} |
|--|----------------------|------|------|------|------|------|-------------------|---------------------|
| variazioni percentuali in ragione annua | | | | | | | | |
| Stati Uniti | | | | | | | | |
| Consumi privati | 2,3 | 1,3 | 4,7 | 4,8 | 4,6 | 4,2 | 1,8 | 1,0 |
| Consumi pubblici | 1,6 | 1,9 | 1,1 | 4,4 | 7,3 | 3,8 | 2,3 | 2,2 |
| Investimenti fissi lordi | 3,9 | -9,6 | 8,2 | 16,8 | 5,5 | 1,8 | 0,7 | 2,6 |
| di cui: privati, escluse abitazioni | 6,3 | -7,2 | -1,5 | 17,7 | 6,8 | -2,3 | 1,0 | 5,1 |
| Variazione delle scorte ⁵ | 0,0 | -1,4 | 0,6 | 2,1 | -1,7 | 0,1 | 0,8 | 1,9 |
| Domanda interna | 2,4 | -1,9 | 5,1 | 8,7 | 3,6 | 3,9 | 2,5 | 3,4 |
| Esportazioni | 7,4 | -7,8 | -3,8 | 6,8 | -1,7 | 3,3 | 12,8 | 16,9 |
| Importazioni | 3,8 | -2,2 | 9,6 | 23,9 | 3,9 | 10,5 | 7,3 | 9,1 |
| PNL | 2,8 | -2,5 | 3,6 | 6,8 | 3,0 | 2,9 | 2,9 | 4,0 |
| Giappone | | | | | | | | |
| Consumi privati | 3,7 | 4,1 | 3,3 | 2,7 | 2,7 | 3,2 | 3,9 | 4,2 |
| Consumi pubblici | 4,3 | 1,9 | 3,0 | 2,8 | 1,7 | 6,5 | -0,6 | -10,2 |
| Investimenti fissi lordi | 4,2 | 0,8 | -0,3 | 4,9 | 5,6 | 6,6 | 10,1 | 14,8 |
| di cui: privati, escluse abitazioni | 6,2 | 2,5 | 2,6 | 11,5 | 12,7 | 6,2 | 8,2 | 11,5 |
| Variazione delle scorte ⁵ | 0,0 | -0,1 | -0,4 | 0,4 | 0,4 | -0,3 | -0,3 | 0,6 |
| Domanda interna | 3,9 | 2,8 | 1,8 | 3,8 | 3,9 | 4,0 | 5,1 | 6,7 |
| Esportazioni | 9,7 | 3,7 | 4,0 | 17,5 | 5,4 | -5,0 | 3,6 | 5,6 |
| Importazioni | 4,0 | 1,7 | -5,2 | 11,1 | -0,1 | 2,8 | 9,1 | 14,8 |
| PNL | 4,7 | 3,1 | 3,2 | 5,0 | 4,8 | 2,5 | 4,2 | 5,3 |
| Germania | | | | | | | | |
| Consumi privati | 2,5 | -1,3 | 1,7 | 1,5 | 1,8 | 4,3 | 3,1 | 4,1 |
| Consumi pubblici | 2,6 | -0,8 | 0,2 | 2,4 | 2,1 | 2,3 | 1,5 | 1,6 |
| Investimenti fissi lordi | 2,6 | -5,3 | 3,1 | 0,8 | 0,1 | 3,1 | 1,7 | 1,2 |
| di cui: privati, escluse abitazioni | 4,1 | -4,5 | 4,9 | 0,7 | 5,5 | 4,2 | 3,3 | 2,4 |
| Variazione delle scorte ⁵ | -0,5 | 0,0 | 0,6 | 0,5 | -0,5 | 0,2 | 0,5 | 0,1 |
| Domanda interna | 2,0 | -2,0 | 2,3 | 2,0 | 1,0 | 3,7 | 2,9 | 3,0 |
| Esportazioni | 5,1 | 3,2 | -0,5 | 9,0 | 6,7 | -0,1 | 0,8 | 4,5 |
| Importazioni | 4,4 | -0,1 | 0,6 | 5,3 | 3,7 | 3,7 | 4,7 | 7,2 |
| PNL | 2,3 | -1,0 | 1,9 | 3,3 | 2,0 | 2,5 | 1,7 | 2,3 |
| <i>Per memoria:</i> | | | | | | | | |
| Domanda interna, media ⁶ | 2,6 | -0,9 | 4,0 | 6,9 | 3,4 | 3,9 | 3,3 | 4,3 |
| PNL, media ⁶ | 3,1 | -1,1 | 3,3 | 6,0 | 3,4 | 2,8 | 3,1 | 4,1 |
| Si veda la nota alla tabella di pagina 13. | | | | | | | | |

Un importante fattore all'origine del rallentamento della crescita della domanda interna reale negli Stati Uniti è stata la diminuita spesa delle famiglie, di riflesso alla minore crescita del reddito disponibile reale. Nello stesso tempo però gli investimenti fissi delle imprese hanno registrato una certa ripresa, e la forte accumulazione di scorte – in particolare nell'ultimo trimestre – ha inciso per un terzo sull'espansione complessiva della domanda interna. Ciò ha probabilmente contribuito anche a mantenere elevato il ritmo di crescita delle importazioni (di oltre il 7%) che ha comportato un'ulteriore perdita di quote di mercato all'interno. Forse a causa degli effetti di ricchezza derivanti dall'ascesa delle quotazioni azionarie, ma anche del consueto sfasamento tra le decisioni di spesa delle

Decelerazione della domanda negli Stati Uniti inferiore alla...

Andamento del PNL/PIL a prezzi costanti e delle componenti della domanda¹
(continuazione)

| Paesi | 1976-81 ² | 1982 | 1983 | 1984 | 1985 | 1986 | 1987 ³ | 1987 ^{3,4} |
|---|----------------------|-------|------|------|------|------|-------------------|---------------------|
| variazioni percentuali in ragione annua | | | | | | | | |
| Francia | | | | | | | | |
| Consumi privati | 2,5 | 3,5 | 0,9 | 1,0 | 2,4 | 3,4 | 2,4 | 3,1 |
| Consumi pubblici | 3,5 | 3,8 | 2,1 | 1,2 | 2,3 | 2,7 | 3,0 | 2,6 |
| Investimenti fissi lordi | 1,5 | - 1,4 | -3,6 | -2,3 | 2,8 | 3,0 | 3,7 | 5,0 |
| di cui: privati, escluse abitazioni | 2,6 | 0,6 | -4,2 | -1,4 | 3,3 | 3,3 | 4,4 | 7,0 |
| Variazione delle scorte ⁵ | -0,4 | 1,0 | -0,9 | 0,1 | -0,2 | 0,8 | 0,6 | 0,2 |
| Domanda interna | 2,0 | 3,5 | -0,7 | 0,5 | 2,2 | 3,7 | 3,3 | 3,6 |
| Esportazioni | 4,9 | - 1,7 | 3,7 | 7,1 | 1,5 | -0,6 | 1,7 | 6,0 |
| Importazioni | 3,3 | 2,6 | -2,7 | 2,8 | 4,2 | 7,3 | 6,4 | 10,1 |
| PIL | 2,3 | 2,5 | 0,7 | 1,4 | 1,7 | 2,1 | 2,2 | 2,6 |
| Regno Unito | | | | | | | | |
| Consumi privati | 1,8 | 0,8 | 4,0 | 2,1 | 3,9 | 6,0 | 5,2 | 6,1 |
| Consumi pubblici | 0,9 | 0,8 | 1,9 | 0,8 | 0,1 | 1,2 | 1,2 | 2,0 |
| Investimenti fissi lordi | -2,3 | 5,2 | 5,2 | 8,2 | 2,9 | -0,2 | 3,5 | 5,2 |
| di cui: privati, escluse abitazioni | 2,6 | 8,4 | -1,1 | 12,8 | 12,7 | -2,6 | 7,2 | 9,1 |
| Variazione delle scorte ⁵ | -0,3 | 0,6 | 0,8 | -0,2 | 0,1 | 0,0 | 0,1 | -0,4 |
| Domanda interna | 0,5 | 2,2 | 4,5 | 2,7 | 2,9 | 3,7 | 4,2 | 4,7 |
| Esportazioni | 2,1 | 0,7 | 2,4 | 7,0 | 5,9 | 3,1 | 5,5 | 3,4 |
| Importazioni | 1,7 | 5,0 | 6,4 | 9,8 | 2,8 | 6,2 | 7,6 | 7,8 |
| PIL | 0,7 | 1,1 | 3,5 | 2,0 | 3,9 | 2,9 | 3,6 | 3,4 |
| Italia | | | | | | | | |
| Consumi privati | 3,5 | 1,1 | 0,7 | 2,4 | 3,0 | 3,5 | 4,3 | 3,4 |
| Consumi pubblici | 2,2 | 2,9 | 2,9 | 2,6 | 3,5 | 3,1 | 3,4 | 3,2 |
| Investimenti fissi lordi | 3,6 | - 5,7 | -0,1 | 5,3 | 2,5 | 1,4 | 5,2 | 4,9 |
| di cui: privati, escluse abitazioni | 3,9 | - 6,0 | -1,8 | 7,2 | 4,3 | 2,5 | 8,4 | 8,0 |
| Variazione delle scorte ⁵ | 0,4 | 0,6 | -0,6 | 0,9 | 0,2 | 0,2 | 0,3 | 1,1 |
| Domanda interna | 3,6 | 0,3 | 0,2 | 4,0 | 3,1 | 3,2 | 4,7 | 4,9 |
| Esportazioni | 5,7 | - 1,1 | 2,3 | 7,6 | 3,8 | 3,4 | 3,6 | 9,5 |
| Importazioni | 7,4 | - 0,7 | -1,6 | 11,0 | 4,7 | 4,7 | 10,0 | 17,1 |
| PIL | 3,3 | 0,2 | 1,1 | 3,2 | 2,9 | 2,9 | 3,1 | 2,8 |
| Canada | | | | | | | | |
| Consumi privati | 2,8 | - 2,6 | 3,5 | 4,3 | 5,2 | 3,8 | 4,5 | 5,5 |
| Consumi pubblici | 2,4 | 2,4 | 1,5 | 1,5 | 2,7 | 0,9 | 2,4 | 2,8 |
| Investimenti fissi lordi | 6,9 | -11,0 | -0,7 | 1,6 | 8,1 | 5,1 | 9,8 | 15,2 |
| di cui: privati, escluse abitazioni | 10,1 | -11,6 | -6,3 | 1,3 | 6,1 | 2,2 | 9,2 | 18,9 |
| Variazione delle scorte ⁵ | -0,2 | - 2,9 | 1,9 | 1,8 | -0,4 | 0,3 | -0,4 | 0,9 |
| Domanda interna | 3,4 | - 6,6 | 4,1 | 4,9 | 4,9 | 3,9 | 4,8 | 8,1 |
| Esportazioni | 6,9 | - 2,2 | 6,4 | 18,8 | 6,0 | 4,7 | 5,6 | 7,7 |
| Importazioni | 6,8 | -15,2 | 9,0 | 16,6 | 8,3 | 7,2 | 9,0 | 15,8 |
| PIL | 3,4 | - 3,2 | 3,2 | 6,3 | 4,2 | 3,3 | 3,9 | 5,7 |
| Sette maggiori paesi industriali ⁶ | | | | | | | | |
| Consumi privati | 2,7 | 1,5 | 3,4 | 3,6 | 3,8 | 4,0 | 2,9 | 2,7 |
| Consumi pubblici | 2,1 | 1,7 | 1,4 | 3,3 | 5,0 | 3,5 | 1,9 | 1,1 |
| Investimenti fissi lordi | 3,1 | - 4,3 | 3,2 | 8,5 | 4,6 | 3,0 | 4,6 | 7,1 |
| di cui: privati, escluse abitazioni | 5,5 | - 2,8 | -0,4 | 11,0 | 8,0 | 1,3 | 5,0 | 7,9 |
| Variazione delle scorte ⁵ | -0,1 | - 0,7 | 0,3 | 1,3 | -0,8 | 0,1 | 0,5 | 1,1 |
| Domanda interna | 2,5 | - 0,3 | 3,4 | 5,8 | 3,3 | 3,8 | 3,5 | 4,4 |
| Esportazioni | 5,8 | - 1,7 | 0,6 | 9,9 | 3,1 | 0,9 | 5,4 | 8,6 |
| Importazioni | 4,2 | - 0,5 | 3,0 | 13,6 | 3,7 | 6,9 | 7,4 | 10,6 |
| PIL/PNL | 3,0 | - 0,6 | 2,9 | 5,2 | 3,3 | 2,8 | 3,1 | 4,0 |

¹ PNL per quei paesi (Stati Uniti, Giappone e Germania) che contabilizzano le uscite e le entrate per redditi dei fattori nelle importazioni e nelle esportazioni. ² Per Francia 1977-81, per Italia 1976-80. ³ Dati provvisori. ⁴ Variazioni quarto trimestre 1987 su quarto trimestre 1986. ⁵ Variazioni percentuali sul PNL/PIL dell'anno precedente. ⁶ Pesi della domanda e tassi di cambio dell'anno precedente.

famiglie e le variazioni di reddito, nonché di un aumento solo modesto del risparmio delle imprese, lo scorso anno il risparmio del settore privato (in rapporto al PNL) è sceso ad un minimo storico. Data la forte variazione positiva delle scorte, ne è risultata una marcata flessione del saldo finanziario del settore privato cosicché, a differenza di quanto avvenuto in passato, ad un miglioramento del saldo del settore pubblico non ha corrisposto un minore afflusso di risparmio dall'estero. In altre parole, è lecito chiedersi se la crescita della domanda negli Stati Uniti sia rallentata nella misura necessaria a realizzare la correzione dello squilibrio.

In Giappone, d'altra parte, si è avuta una rapida accelerazione nella crescita della domanda interna, indotta da un considerevole aumento degli investimenti fissi, soprattutto in abitazioni, sotto l'influsso di una politica monetaria espansiva, di bassi tassi di interesse nominali, di agevolazioni fiscali e di un netto miglioramento dei profitti aziendali. L'espansione della domanda è stata particolarmente vigorosa nella seconda metà dell'anno, in seguito all'approvazione parlamentare in luglio di importanti provvedimenti di stimolo fiscale, e si è accompagnata ad un forte aumento delle importazioni, anche se molte imprese giapponesi hanno trovato altresì proficuo incrementare la quota di prodotti collocata sul mercato interno.

...accelerazione
in Giappone

In Germania, per contro, tutte le componenti della domanda interna, ad eccezione delle scorte, hanno contribuito al rallentamento. Particolarmente deludente è stato l'andamento degli investimenti fissi aziendali, soprattutto in impianti e fabbricati industriali, tenuto conto che la quota dei profitti lordi si era riportata ai livelli dei primi anni settanta, consentendo alle imprese, per il secondo anno consecutivo, di finanziare il 94% degli investimenti con risorse interne. E' probabile che le aspettative di profitto delle imprese siano state inferiori agli utili effettivi a causa dell'incertezza circa l'evoluzione dei tassi di cambio. Nondimeno, i recenti sviluppi in Germania sono indizio di una "trappola della crescita" in cui una debole espansione della domanda scoraggia la formazione di capitale che, a sua volta, riduce la crescita potenziale del prodotto, restringendo il margine disponibile per l'adozione di politiche espansive.

Debole espansione
economica
in Germania

Negli altri quattro paesi maggiori la crescita del prodotto nel 1987 è andata dal 3,5-4% nel Regno Unito e in Canada a solo il 2% in Francia, mentre l'Italia ha registrato un tasso del 3%. La vigorosa espansione economica nel Regno Unito ha portato a quasi il 20% l'incremento del PIL rispetto al livello registrato nel 1981 in corrispondenza del minimo congiunturale, segnando un tasso di ripresa pressoché pari a quello degli Stati Uniti. Malgrado la più lenta crescita del reddito disponibile reale, la spesa delle famiglie ha concorso per oltre il 50% all'aumento del PIL, in quanto la quota di risparmio è scesa al 5,6%, il più basso livello da quasi trent'anni. Altri aspetti che hanno caratterizzato gli sviluppi nel Regno Unito sono stati il forte aumento degli investimenti fissi delle imprese e la crescita relativamente moderata delle importazioni, probabilmente dovuta ad una migliorata posizione concorrenziale. Anche in Canada gli investimenti fissi delle imprese sono stati un fattore propulsivo della crescita economica, ed i redditi hanno ulteriormente beneficiato di un consistente miglioramento delle ragioni di scambio, benché le variazioni nel saldo reale con l'estero abbiano dato un apporto negativo. In Francia e in Italia il contributo negativo delle esportazioni nette è stato ancor più rilevante, e la crescita del PIL è stata inferiore di 1-1,5

Vigorosa crescita
nel Regno Unito
e in Canada

Contributo
negativo del-
l'estero in
Francia e in Italia

punti a quella della domanda interna. In Italia ciò è stato probabilmente il risultato congiunto di una più debole posizione competitiva e di una esuberante spesa delle famiglie. Più difficile è invece spiegare l'incidenza negativa del saldo con l'estero nel caso della Francia. Lo scorso anno la sua posizione concorrenziale nei confronti della maggior parte dei *partners* commerciali è migliorata grazie ad una dinamica salariale contenuta e ai forti guadagni di produttività, mentre la spesa delle famiglie è aumentata in misura inferiore al 1986. Tuttavia, dato il virtuale ristagno degli investimenti fissi delle imprese tra il 1981 e il 1985, carenze di capacità produttiva potrebbero avere impedito alle imprese di beneficiare pienamente della migliorata competitività. Inoltre la maggiore spesa in investimenti lo scorso anno ha probabilmente aumentato l'elasticità delle importazioni in rapporto alla domanda totale.

| Variazioni del PIL a prezzi costanti in altri paesi industriali | | | | | | | | |
|---|---|---|------|------|------|------|------|-------------------|
| Paesi | PIL del 1985 in miliardi di dollari USA | 1976-81 | 1982 | 1983 | 1984 | 1985 | 1986 | 1987 ¹ |
| | | variazioni percentuali in ragione annua | | | | | | |
| Australia | 160,0 | 2,6 | 0,0 | 0,8 | 7,3 | 5,5 | 1,8 | 4,4 |
| Austria | 65,5 | 2,5 | 1,1 | 2,2 | 1,4 | 2,8 | 1,7 | 1,3 |
| Belgio | 79,6 | 1,6 | 1,5 | 0,1 | 2,1 | 1,4 | 2,4 | 1,7 |
| Danimarca | 58,1 | 1,0 | 3,0 | 2,5 | 3,5 | 3,7 | 3,4 | -1,5 |
| Finlandia | 54,3 | 3,3 | 3,6 | 3,0 | 3,3 | 3,5 | 2,4 | 3,2 |
| Grecia | 33,4 | 3,1 | 0,4 | 0,4 | 2,8 | 3,0 | 1,3 | -0,5 |
| Irlanda | 18,3 | 5,0 | 2,3 | -1,1 | 3,8 | 1,1 | -0,3 | 2,9 |
| Israele | 22,9 | 3,0 | 0,9 | 2,6 | 1,7 | 2,5 | 2,4 | 4,6 |
| Norvegia | 58,4 | 3,6 | 0,3 | 4,6 | 5,7 | 5,4 | 4,4 | 1,3 |
| Nuova Zelanda | 22,4 | -0,2 | 0,0 | 5,0 | 4,1 | 2,7 | 1,7 | 0,9 |
| Paesi Bassi | 125,4 | 1,5 | -1,4 | 1,4 | 3,2 | 2,3 | 2,4 | 2,5 |
| Portogallo | 20,7 | 4,2 | 2,4 | -0,3 | -1,6 | 3,3 | 4,3 | 5,0 |
| Spagna | 163,8 | 1,3 | 1,2 | 1,8 | 1,9 | 2,3 | 3,3 | 5,2 |
| Sudafrica | 54,8 | 3,3 | -0,8 | -2,1 | 5,1 | -1,5 | 0,5 | 2,6 |
| Svezia | 100,1 | 1,1 | 0,8 | 2,4 | 3,9 | 2,1 | 1,2 | 2,8 |
| Svizzera | 92,8 | 2,3 | -1,1 | 0,7 | 1,8 | 4,1 | 2,7 | 2,5 |
| Turchia | 52,8 | 2,0 | 5,0 | 3,7 | 5,7 | 5,1 | 7,9 | 6,8 |
| Media ² | | 2,1 | 0,8 | 1,6 | 3,6 | 3,1 | 2,6 | 3,0 |

¹ Dati provvisori. ² Pesì del PIL e tassi di cambio dell'anno precedente.
 Fonti: OCSE, National Accounts; FMI, International Financial Statistics; statistiche nazionali.

Paesi industriali
minori

La Spagna e il Portogallo hanno sopravanzato la maggior parte degli altri paesi industriali compresi nella tabella precedente, avendo registrato tassi di crescita del prodotto del 5% ed oltre nel 1987. In entrambi i paesi il *boom* è stato trainato dalla forte espansione della domanda interna, con un incremento particolarmente pronunciato degli investimenti fissi aziendali. L'ingresso nella CEE ha indubbiamente rafforzato la fiducia delle imprese, cui ha anche contribuito il cospicuo afflusso di capitali, in larga parte sotto forma di investimenti diretti. I fattori esterni hanno parimenti svolto un ruolo importante nella dinamica economica degli altri paesi industriali riportati nella tabella. Infatti, Danimarca, Grecia e Norvegia hanno dovuto fare ricorso a misure restrittive per migliorare la loro bilancia delle partite correnti. Elevati disavanzi con l'estero hanno costretto

anche la Nuova Zelanda e l'Australia ad adottare un orientamento restrittivo; nondimeno, in quest'ultimo paese la crescita del PIL ha registrato un'inattesa accelerazione, in seguito al forte aumento delle esportazioni. E' tuttavia difficile stabilire la solidità di fondo di questa evoluzione in quanto la variazione della discrepanza statistica rappresenta ben un terzo della crescita complessiva. Il Belgio e i Paesi Bassi, per contro, hanno iniziato il 1987 con una confortevole posizione di bilancia dei pagamenti, ma in entrambi i paesi l'azione volta a ridurre il deficit dello Stato ha esercitato un effetto frenante sulla crescita della domanda interna. Anche la Svizzera ha un'ampia eccedenza corrente ed è inoltre uno dei pochi paesi con uno squilibrio di bilancio modesto. La domanda interna si è accresciuta del 5% lo scorso anno, ma l'espansione del prodotto interno, in presenza di un ulteriore deterioramento del saldo reale con l'estero, si è limitata al 2,5%. La politica di consolidamento del bilancio pubblico ha influito sull'andamento del prodotto e della domanda anche in Austria, mentre in Svezia un obiettivo prioritario è stato quello di impedire un ulteriore aumento del tasso di inflazione. Ciò nonostante, grazie ad un'espansione del 14% degli investimenti nell'industria, il tasso di crescita del PIL a prezzi costanti si è più che raddoppiato tra il 1986 e il 1987. In Irlanda la ripresa nel settore agricolo e l'esuberanza delle esportazioni hanno costituito i principali fattori di sostegno della crescita aggregata, mentre il Sudafrica ha beneficiato di una vigorosa espansione della domanda interna soprattutto per consumi privati. I notevoli risultati economici conseguiti da Israele e Turchia vanno attribuiti in ampia misura alle precedenti politiche di stabilizzazione ivi compresi provvedimenti volti a ridurre l'inflazione, sebbene nel caso della Turchia abbia svolto un ruolo importante anche il recente netto miglioramento del saldo reale con l'estero. La Finlandia, che tra i paesi indicati nella tabella è stato quello in cui l'evoluzione della crescita economica è risultata più stabile, è tornata su valori del 3-3,5%, grazie al rilevante aumento di tutte le componenti della domanda interna e malgrado l'incidenza negativa dei movimenti nel saldo reale con l'estero.

Inflazione: prezzi al consumo e dinamica salariale

Nei paesi industriali l'inflazione dei prezzi al consumo, in termini di variazione su dodici mesi, era scesa a un minimo di poco meno del 2,5% alla fine del 1986, per poi salire a quasi il 4% circa a fine 1987. Nondimeno, poiché la progressione dei costi interni è stata mantenuta sotto controllo, lo scorso anno non vi sono state serie indicazioni di una possibile ripresa generalizzata a breve termine dell'inflazione nei paesi industriali.

Il fattore di gran lunga più importante alla base della dinamica dei prezzi negli ultimi anni è costituito dalle variazioni dei corsi delle materie prime, e in particolare dalla caduta dei prezzi del petrolio agli inizi del 1986 insieme al loro successivo parziale recupero fino alla metà del 1987 (gli andamenti dei prezzi delle materie prime saranno esaminati a pagina 41). Per la maggior parte dei paesi questi andamenti si sono rispecchiati, insieme agli effetti di prezzo delle variazioni dei cambi, nei prezzi all'importazione, i cui movimenti sono illustrati, per alcuni paesi, nel grafico di pagina 18.

Inflazione in aumento da un basso livello di partenza

Il ruolo dei fattori esogeni

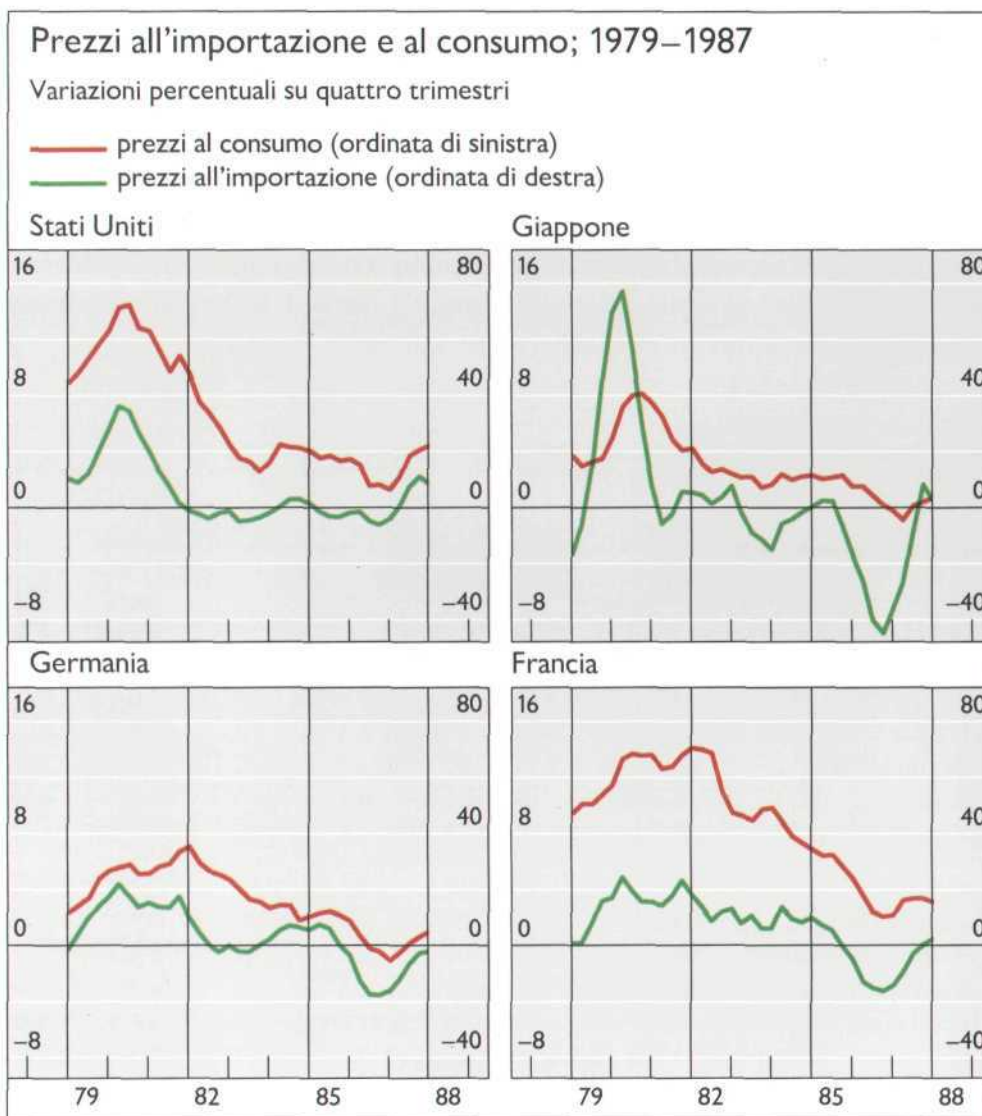
La più marcata inversione nei prezzi all'importazione si è avuta in Giappone dove, dopo un calo su dodici mesi di quasi il 50% nel 1986, essi hanno registrato incrementi fino al 15% durante l'estate dello scorso anno. L'entità della precedente contrazione derivava ovviamente dalla forte componente in materie prime nelle importazioni giapponesi, nonché dall'apprezzamento dello yen nel 1985 e 1986. Tuttavia, dato il basso contenuto di importazioni della spesa interna, i connessi movimenti nella dinamica dei prezzi al consumo sono stati molto più moderati, anche e soprattutto perché da qualche tempo il ritmo di incremento dei salari non presenta variazioni apprezzabili.

| Prezzi al consumo | | | | | | | |
|--|-------|------|-------|--------|-----------|----------|------------------|
| Paesi | 1985 | 1986 | 1987 | | | | 1988 |
| | | | marzo | giugno | settembre | dicembre | |
| variazioni percentuali nell'arco di un anno ¹ | | | | | | | |
| Stati Uniti | 3,6 | 1,9 | 3,0 | 3,7 | 4,3 | 4,4 | 3,9 |
| Giappone | 2,0 | 0,6 | -0,5 | 0,3 | 0,8 | 0,8 | 0,7 |
| Germania | 2,2 | -0,3 | -0,3 | 0,2 | 0,4 | 1,0 | 1,0 |
| Francia | 5,8 | 2,6 | 3,3 | 3,3 | 3,2 | 3,1 | 2,5 |
| Regno Unito | 6,1 | 3,4 | 4,0 | 4,2 | 4,2 | 3,7 | 3,5 |
| Italia | 8,6 | 6,2 | 4,2 | 4,1 | 5,0 | 5,1 | 4,9 |
| Canada | 4,0 | 4,2 | 4,2 | 4,8 | 4,5 | 4,2 | 4,1 |
| Australia | 6,8 | 9,1 | 9,5 | 9,3 | 8,3 | 7,1 | 6,9 |
| Austria | 3,2 | 1,7 | 0,5 | 1,9 | 1,9 | 1,7 | 2,3 |
| Belgio | 4,9 | 1,3 | 1,3 | 1,7 | 1,7 | 1,5 | 1,0 |
| Danimarca | 4,7 | 3,7 | 5,3 | 3,4 | 3,6 | 4,1 | 4,7 |
| Finlandia | 5,9 | 3,6 | 3,8 | 3,4 | 3,9 | 3,6 | 4,1 ² |
| Grecia | 19,2 | 23,0 | 16,8 | 18,1 | 14,7 | 15,7 | 13,2 |
| Irlanda | 5,4 | 3,8 | 3,4 | 2,9 | 3,2 | 3,1 | 1,9 |
| Israele | 304,6 | 48,1 | 22,8 | 19,5 | 18,8 | 16,1 | 15,6 |
| Norvegia | 5,7 | 7,2 | 10,5 | 8,9 | 7,8 | 7,4 | 7,2 |
| Nuova Zelanda | 15,4 | 13,2 | 18,3 | 18,9 | 17,0 | 9,6 | 9,0 |
| Paesi Bassi | 2,2 | 0,2 | -1,1 | -0,8 | 0,2 | -0,2 | 0,6 |
| Portogallo | 19,3 | 11,8 | 9,8 | 8,9 | 9,3 | 8,9 | 8,2 |
| Spagna | 8,8 | 8,8 | 6,3 | 4,9 | 4,4 | 4,6 | 4,4 |
| Sudafrica | 16,2 | 18,6 | 16,8 | 17,2 | 15,6 | 14,7 | 13,4 |
| Svezia | 7,4 | 4,2 | 3,8 | 3,3 | 5,0 | 5,2 | 5,5 |
| Svizzera | 3,4 | 0,8 | 1,0 | 1,3 | 1,6 | 1,9 | 1,9 |
| Turchia | 45,0 | 34,8 | 34,7 | 37,7 | 39,7 | 55,1 | 69,8 |
| Insieme dei paesi industriali | 5,4 | 2,8 | 3,0 | 3,4 | 3,8 | 3,8 | 3,6 |

¹Variazioni medie nell'arco di un anno per il 1985 e 1986; per gli altri periodi, variazioni su dodici mesi (su quattro trimestri per Australia, Irlanda e Nuova Zelanda). ² Nuova serie.

Fonti: OCSE, Main Economic Indicators; FMI, International Financial Statistics; statistiche nazionali.

Negli Stati Uniti l'inflazione dei prezzi all'importazione non ha subito apprezzabili variazioni in connessione con la caduta dei prezzi del petrolio del 1986, presumibilmente perché questa è stata controbilanciata dall'effetto del deprezzamento del dollaro sui prezzi degli altri beni importati. E anche l'accelerazione osservata più di recente risulta alquanto moderata, poiché gli esportatori esteri



di manufatti hanno assorbito in parte gli effetti della continua flessione del dollaro con una riduzione dei margini di profitto (si veda il Capitolo III).

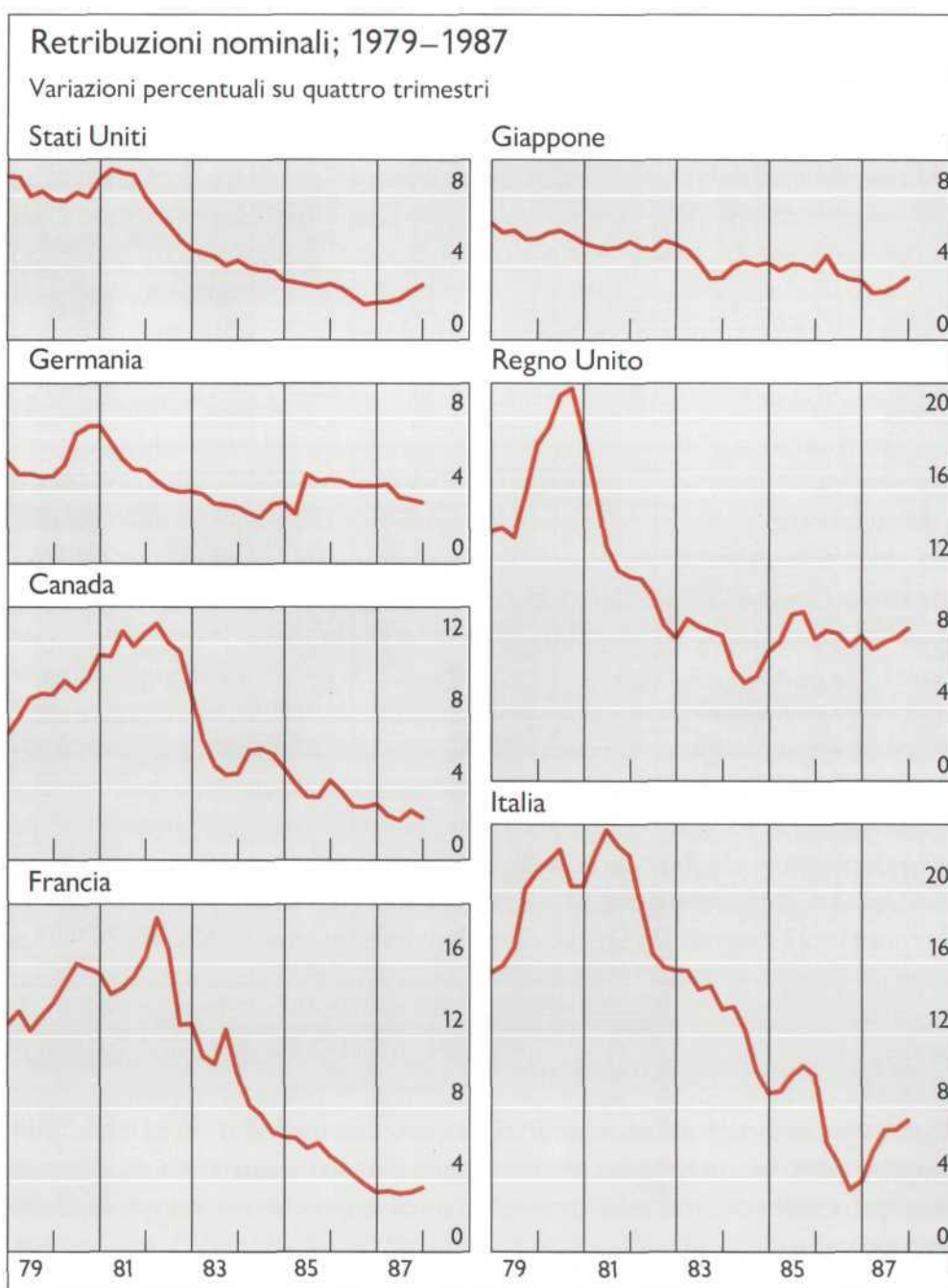
Nonostante le variazioni dei prezzi all'importazione, il fattore che anche lo scorso anno ha influito in misura determinante sulla dinamica a medio termine dei prezzi nella maggior parte dei paesi è costituito dalla costante tendenza flettente degli incrementi salariali, in atto ormai da diversi anni. E' pur vero che la flessione dei prezzi delle materie prime nell'anno precedente potrebbe aver avuto un temporaneo effetto calmieratore sui salari, cosicché la tendenza di fondo delle retribuzioni sarebbe in parte sottostimata dai risultati del 1986. Nondimeno, lo scorso anno nella maggior parte dei paesi l'andamento dei salari non ha costituito un problema di rilievo. Gli Stati Uniti hanno fornito un esempio particolarmente incoraggiante: nonostante una leggera accelerazione nel secondo semestre, in corso d'anno le retribuzioni sono aumentate meno dei prezzi al consumo, pur in presenza di un ulteriore calo della disoccupazione ad un livello che molti ritengono tale da indurre un'accelerazione dell'inflazione. La dinamica salariale è stata alquanto moderata anche in Canada e in Francia, sebbene in quest'ultimo paese tale andamento vada visto alla luce di una disoccupazione tuttora elevata, mentre sul mercato del lavoro canadese nell'ultima parte dell'anno si sono manifestate

Dinamica
salariale
generalmente
moderata...

...con alcune
eccezioni

crescenti pressioni dal lato della domanda. L'Australia rappresenta un caso relativamente atipico, in quanto già da alcuni anni le spinte salariali sono state tenute sotto controllo, grazie ai due "accordi" negoziati tra governo e sindacati.

All'estremo opposto, pur essendovi scarse indicazioni di un'imminente esplosione salariale, ha destato nondimeno una certa preoccupazione la dinamica delle retribuzioni nel Regno Unito e in Italia. Nel primo paese già da alcuni anni l'inflazione dei salari si manteneva su livelli ostinatamente elevati, nonostante una disoccupazione senza precedenti. Per un certo periodo i forti incrementi di produttività, quanto meno nell'industria di trasformazione, avevano neutralizzato in parte gli effetti dell'eccessiva progressione dei salari sui costi unitari. Lo scorso anno, tuttavia, con la disoccupazione in forte regresso e il venire meno dell'influsso favorevole dei fattori congiunturali sulla crescita della produttività, l'infla-



| Retribuzioni nominali nei paesi industriali minori* | | | | | | | |
|---|---------|-------|------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Paesi | 1979-84 | 1985 | 1986 | 1987 | | | |
| | | | | 1° | 2° | 3° | 4° |
| | | | | trimestre | trimestre | trimestre | trimestre |
| variazioni percentuali nell'arco di un anno | | | | | | | |
| Australia | 10,3 | 5,0 | 7,8 | 5,4 | 6,2 | 4,8 | 5,5 |
| Austria | 5,9 | 6,1 | 4,4 | 2,4 | 2,7 | 3,3 | 4,1 |
| Belgio | 6,9 | 3,6 | 2,8 | 0,1 | 3,0 | 1,8 | 2,4 |
| Danimarca | 8,4 | 4,8 | 4,7 | 7,7 | 9,9 | 9,7 | 10,0 |
| Finlandia | 11,1 | 7,7 | 6,1 | 6,9 | 6,6 | 9,2 | 9,2 |
| Grecia | 26,6 | 19,9 | 12,8 | 10,5 | 10,4 | 8,6 | 10,4 |
| Irlanda | 15,0 | 7,9 | 7,2 | 5,5 | 5,4 | 4,7 | n.d. |
| Israele | 176,6 | 252,4 | 61,3 | 32,3 | 33,9 | 30,4 | n.d. |
| Norvegia | 9,3 | 8,0 | 10,3 | 18,7 | 18,3 | 14,0 | 13,9 |
| Nuova Zelanda | 10,3 | 11,0 | 15,8 | 8,0 | 7,4 | 7,4 | 8,5 |
| Paesi Bassi | 4,3 | 2,7 | 3,3 | 2,3 | 2,6 | 1,9 | n.d. |
| Portogallo | 20,8 | 21,1 | 16,8 | 16,2 | 16,6 | 10,6 | n.d. |
| Spagna | 16,5 | 10,0 | 11,0 | 5,1 | 10,7 | 5,5 | 5,5 |
| Sudafrica | 17,4 | 11,2 | 14,2 | 14,7 | 12,5 | 15,2 | n.d. |
| Svezia | 8,9 | 7,6 | 7,4 | 5,9 | 7,0 | 6,4 | 6,3 |
| Svizzera | 5,0 | 3,1 | 3,6 | 2,0 | 2,6 | 2,9 | 2,1 |

* Guadagni orari, eccetto che per Israele e Portogallo (guadagni giornalieri), Australia (guadagni settimanali), Austria (guadagni mensili), Nuova Zelanda (retribuzioni tabellari settimanali) e Sudafrica e Svizzera (guadagni medi per addetto).

Fonti: OCSE, Main Economic Indicators, Economic Outlook; FMI, International Financial Statistics; statistiche nazionali.

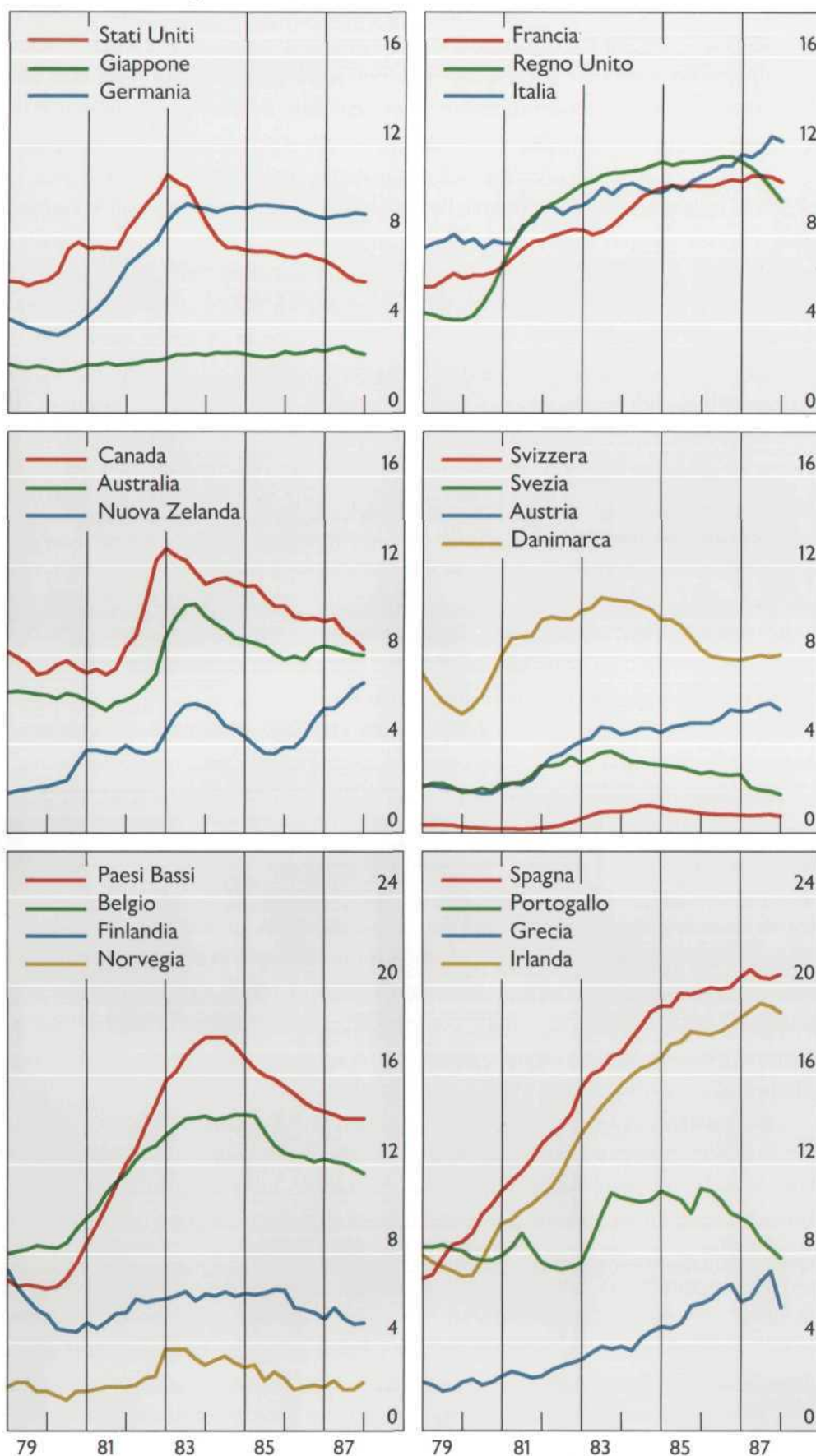
zione dei salari ha mostrato una leggera tendenza ad accelerare. In Italia, dove la disoccupazione è rimasta elevata e i guadagni ciclici di produttività hanno mostrato la tendenza ad esaurirsi, l'aumento del tasso di crescita salariale è stato ancor più pronunciato, pur tenendo conto che nel 1986 l'incremento era stato considerevolmente inferiore a quello dell'anno precedente (si veda il grafico di pagina 19). Nel 1987 la crescita delle retribuzioni nominali è accelerata anche in alcuni paesi scandinavi, come la Danimarca, ma soprattutto la Norvegia, dove agli inizi di quest'anno è stato introdotto un blocco dei salari con un accordo fra le due controparti nel settore industriale. In Nuova Zelanda, per contro, la moderazione salariale è stata mantenuta pur in presenza di un forte aumento dei prezzi al consumo. Le rivendicazioni salariali paiono aver tenuto conto della riduzione delle imposte dirette, che rappresentava la contropartita degli ampi incrementi della tassazione indiretta previsti dal programma di riforma fiscale.

Occupazione e disoccupazione

A grandi linee, il contrasto che si osserva da alcuni anni tra le tendenze in atto sul mercato del lavoro nell'America del Nord e in Europa ha nuovamente caratterizzato gli sviluppi dello scorso anno. Negli Stati Uniti e in Canada la disoccupazione ha continuato a diminuire nonostante un apprezzabile incremento delle forze di lavoro. In alcuni paesi dell'Europa centrale la disoccupazione è rimasta invece

Disoccupazione: in ulteriore calo nell'America del Nord; sempre elevata in Europa

Tassi di disoccupazione; 1979–1987*



* Statistiche e definizioni nazionali.

elevata pur in presenza di tassi di crescita bassi o calanti delle forze di lavoro. Al massimo si può dire che in generale la disoccupazione in Europa non ha avuto la tendenza a peggiorare in termini di cifre assolute, sebbene vi sia stato quasi certamente un ulteriore deterioramento nel senso che l'elevata incidenza dei disoccupati di lungo periodo tende progressivamente a ridurne le prospettive di impiego.

Lo scorso anno la crescita dell'occupazione negli Stati Uniti è salita al 2,75%. Ciò implica tuttavia che per l'economia nel suo complesso non vi è stato praticamente nessun aumento della produzione per dipendente. La causa immediata risiede nel fatto che gran parte dell'aumento dell'occupazione ha riguardato il settore dei servizi, dove la produttività tende ad essere relativamente bassa. D'altra parte, le tendenze recenti indicano in generale che è questo il settore in cui esistono attualmente le maggiori possibilità di crescita dell'occupazione. Negli ultimi anni anche Canada, Australia, Italia, Norvegia, Spagna e, in minor misura, Giappone e Regno Unito hanno registrato tassi comparativamente elevati di crescita dell'occupazione nel terziario. Tranne che in Italia, dove è diminuita l'occupazione nell'industria, ciò si è tradotto in un incremento alquanto vigoroso dell'occupazione complessiva. Per contro, in alcuni paesi europei, come in Germania e in Francia, la crescita dell'occupazione nei servizi, ancorché più sostenuta che nell'industria, è stata relativamente lenta. Per questa ragione in questi paesi il prodotto per dipendente ha avuto la tendenza ad aumentare più rapidamente che nell'America del Nord; l'"intensità di occupazione" della crescita economica è stata minore in Europa.

Crescita dell'occupazione concentrata nei servizi

Nel Regno Unito ciò non ha impedito che la disoccupazione diminuisse fortemente dall'autunno del 1986. Agli inizi di quest'anno essa era scesa di circa 2,5 punti percentuali rispetto al suo massimo. Se in un primo tempo fattori quali i nuovi programmi di formazione professionale, le modifiche al sistema previdenziale e le ridefinizioni statistiche avevano contribuito a ridurre il numero dei disoccupati, l'entità dell'aumento dell'occupazione nel 1987 è indicativo di un miglioramento alquanto netto della situazione di fondo. Un altro fattore è costituito dal rallentamento nella crescita delle forze di lavoro durante gli ultimi due anni. Si aggiunga che i risultati sono stati ottenuti senza alcuno scostamento sostanziale dall'obiettivo a medio termine di equilibrio della finanza pubblica, anche se verso la fine dell'anno si è manifestata una certa tendenza al rialzo del già elevato tasso di incremento dei salari nominali.

Forte regresso della disoccupazione nel Regno Unito

In Francia e in Germania, per contro, la crescita dell'occupazione è rallentata lo scorso anno, comportando un aumento della disoccupazione che, nel caso della Francia, ha avuto luogo nonostante la crescita nulla delle forze di lavoro. Anche in Italia l'ulteriore ma più lento aumento dell'occupazione non è bastato ad impedire un nuovo leggero aumento della disoccupazione.

Come mostra la tabella seguente, lo scorso anno la crescita dell'occupazione ha subito un rallentamento anche in molte economie minori dell'Europa, con la conseguenza che, ad esempio, nei Paesi Bassi, in Belgio, Norvegia e Danimarca non è stato possibile mantenere i precedenti tassi di decremento della disoccupazione. In Austria la disoccupazione è tornata ad aumentare leggermente; in Australia la rapida crescita delle forze di lavoro ha impedito che i recenti progressi in termini di unità occupate si traducessero in un calo della

Ulteriore incremento della disoccupazione in alcuni paesi

| Dinamica dell'occupazione; 1973–1987 | | | | |
|--------------------------------------|------------------------------|---------|------|-------------------|
| Paesi | 1973–79 | 1979–85 | 1986 | 1987 ¹ |
| | variazioni percentuali annue | | | |
| Stati Uniti | 2,5 | 1,4 | 2,3 | 2,7 |
| Giappone | 0,7 | 1,0 | 0,8 | 1,0 |
| Germania | –0,5 | –0,3 | 1,0 | 0,6 |
| Francia | 0,3 | –0,3 | 0,2 | –0,1 |
| Regno Unito | 0,2 | –0,7 | 0,5 | 1,6 |
| Italia | 0,9 | 0,4 | 0,8 | 0,4 |
| Canada | 2,9 | 1,4 | 2,9 | 2,8 |
| Australia | 0,8 | 1,6 | 4,0 | 2,4 |
| Austria | 0,5 | –0,2 | 1,4 | 0,0 |
| Belgio | 0,0 | –0,6 | 1,0 | 0,2 |
| Danimarca | 0,4 | 0,6 | 2,0 | 0,5 |
| Finlandia | 0,7 | 1,3 | –0,1 | –0,3 |
| Grecia | 0,6 | 1,3 | 0,6 | –1,0 |
| Irlanda | 1,1 | –1,1 | –0,4 | –1,1 |
| Israele | 2,1 | 1,6 | 1,4 | 2,4 |
| Norvegia | 2,1 | 1,2 | 3,6 | 1,9 |
| Nuova Zelanda | 1,7 | 0,8 | –0,7 | –0,8 |
| Paesi Bassi ² | 0,3 | –0,7 | 1,7 | 0,9 |
| Portogallo | 0,9 | 0,7 | 0,2 | 1,8 |
| Spagna | –1,2 | –1,6 | 2,4 | 3,5 |
| Sudafrica | 1,6 | 0,8 | 0,5 | 0,7 |
| Svezia | 1,3 | 0,5 | 0,6 | 0,9 ³ |
| Svizzera | –0,9 | 0,4 | 1,5 | 1,2 |
| Turchia | 1,4 | 0,8 | 2,0 | 1,9 |

¹ Dati provvisori. ² Volume totale di lavoro. ³ Nuova serie.

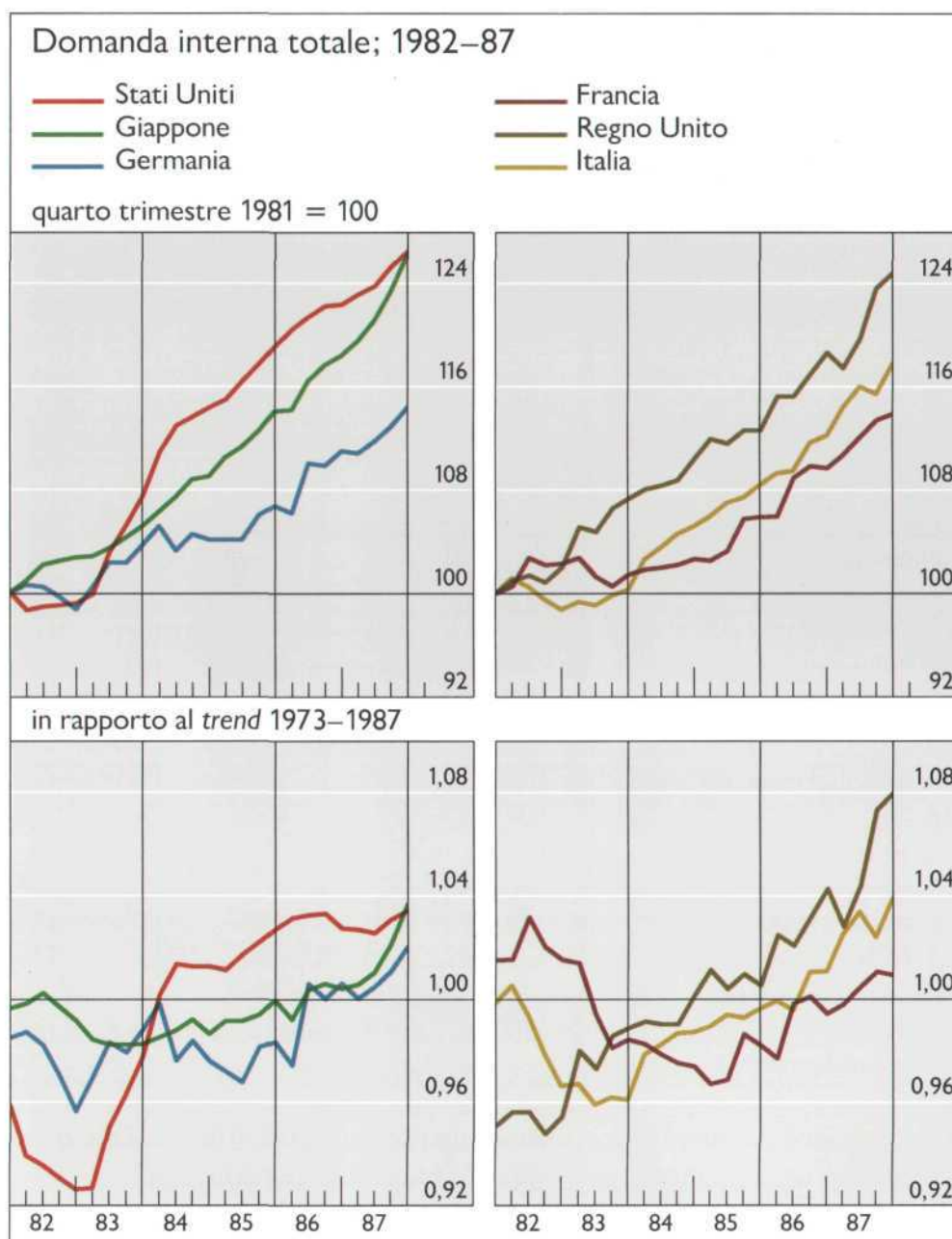
Fonti: OCSE, Employment and Labour Force Statistics; OCSE, Economic Outlook; ILO, Labour Statistics; statistiche nazionali.

disoccupazione, mentre il processo di aggiustamento in atto in Nuova Zelanda ha comportato un certo deterioramento della situazione sul mercato del lavoro.

Per contro in Spagna, in particolare, ma anche in Portogallo, la continua rapida espansione della domanda ha fatto sí che la crescita dell'occupazione fosse elevata e si andasse accelerando in corso d'anno. Nel primo paese, tuttavia, questa evoluzione che, in considerazione del tasso molto elevato di disoccupazione, è stata assecondata da programmi di promozione dell'occupazione e dalla creazione di nuovi posti di lavoro nel settore pubblico, si è limitata più che altro a stabilizzare il tasso di disoccupazione in quanto, forse per effetto della stessa esuberanza della domanda, le forze di lavoro sono aumentate più rapidamente. Ciò è avvenuto anche in Portogallo, ma in misura meno accentuata, cosicché in questo paese la generale sostenutezza della congiuntura ha potuto tradursi in un calo della disoccupazione.

Domanda interna e aggiustamento esterno

Nel mondo industrializzato l'espansione della domanda interna in termini reali ha avuto la tendenza a rallentare nel primo semestre dello scorso anno tanto nei



paesi eccedentari quanto in quelli in disavanzo. La sua accelerazione nella seconda metà del 1987 si è osservata in certa misura anche negli Stati Uniti, ma è stata più pronunciata in Giappone. Pertanto se si considera l'anno nel suo insieme i differenziali di crescita della domanda interna si sono mossi nella direzione atta a promuovere un migliore equilibrio internazionale. Negli Stati Uniti il ritmo di crescita è rallentato da quasi il 4 al 2,5% e in Giappone si è portato dal 4 al 5%, e al 6,75% se misurato sul quarto trimestre. In Germania, al contrario, si è avuto un rallentamento dal 3,75% a poco meno del 3%, nonostante una certa ripresa nella seconda parte dell'anno.

Un diverso angolo visuale da cui osservare questi andamenti è presentato nella parte inferiore del grafico precedente, dove i livelli della domanda interna sono espressi in rapporto ai loro valori tendenziali nel periodo 1973-1987. La ripresa relativa della domanda interna in Giappone e in Germania nel corso del 1987 è chiaramente evidente, così come lo è il fatto che negli Stati Uniti il

Spostamenti
nei differenziali
di crescita della
domanda

movimento di segno opposto è stato molto meno pronunciato e si è praticamente concentrato nella prima metà dell'anno. Un altro aspetto rilevabile è che anche in altri paesi maggiori, ma non eccedentari, la domanda interna è stata relativamente sostenuta nel periodo recente, e ciò vale in particolare per il Regno Unito, ma anche per l'Italia e, in minor misura, per la Francia.

Lo scorso anno, come prevedibile, gli andamenti delle importazioni totali (beni e servizi) si sono a grandi linee conformati a questi sviluppi, come si può rilevare dalle tabelle di pagina 12 e 13. La crescita delle importazioni è accelerata fortemente in Giappone, e nel quarto trimestre il loro volume superava di quasi il 15% il livello di un anno prima. Nello stesso arco di tempo le importazioni tedesche si sono accresciute del 7,25%, cioè di quasi il doppio rispetto al tasso per l'intero 1986. Negli Stati Uniti la crescita delle importazioni è rallentata, anche se la successiva accelerazione nella seconda metà dell'anno ha fatto sí che il tasso di aumento misurato sul quarto trimestre non fosse molto inferiore a quello per l'anno 1986. Per la riuscita del processo di aggiustamento internazionale è importante che la crescita della domanda negli Stati Uniti si riporti su livelli piú moderati di quelli rilevati di recente.

Alcuni aspetti degli sviluppi recenti nel settore manifatturiero

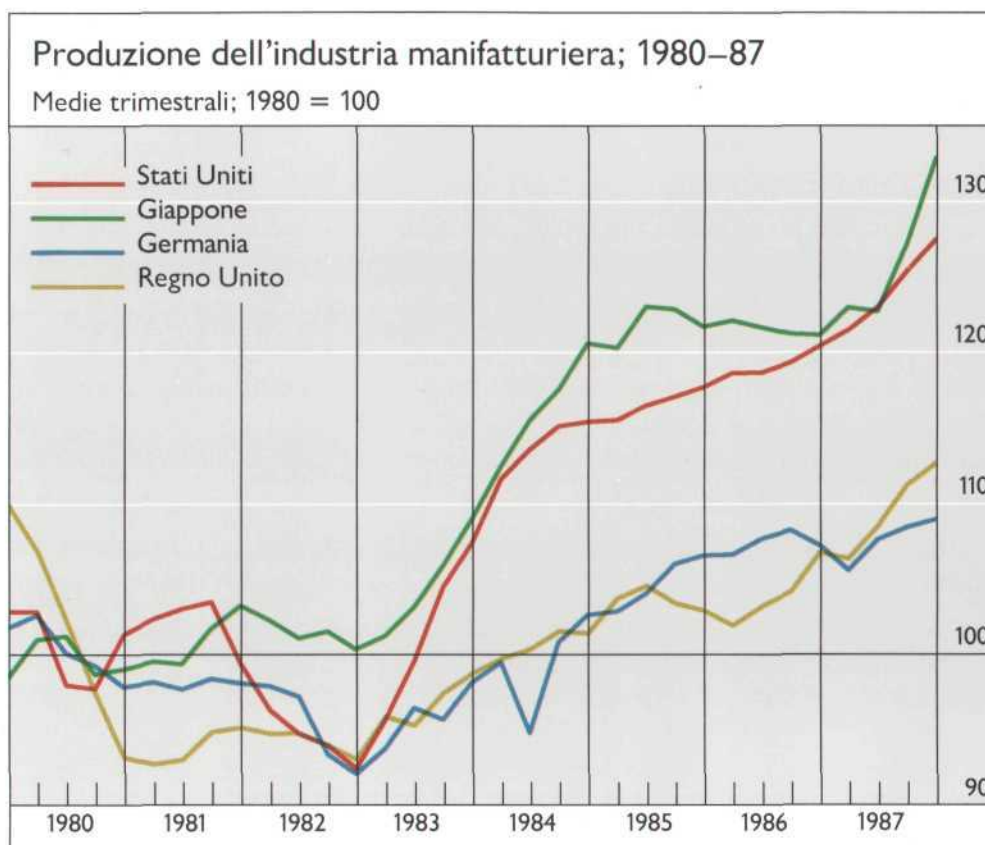
Il settore
manifatturiero
e il processo di
aggiustamento

Un settore di particolare importanza nella valutazione del margine disponibile per ridurre gli squilibri esterni senza incorrere in perdite in termini di crescita del reddito reale è quello della trasformazione industriale. Il prodotto per occupato dipendente nell'industria manifatturiera tende ad essere piú elevato che in altri settori, cosicché un rafforzamento della bilancia commerciale mediante uno spostamento di risorse in favore dei prodotti manufatti dovrebbe determinare un effetto positivo sulla crescita del reddito aggregato. In secondo luogo, sebbene nella maggior parte dei paesi il settore in discorso contribuisca per meno del 25% al prodotto totale, esso ha un ruolo determinante nell'evoluzione complessiva dell'economia, in quanto altri comparti (in particolare trasporti, commercio, servizi prestati alle imprese e servizi finanziari) dipendono direttamente dall'industria di trasformazione. L'aspetto piú importante, infine, è che quest'ultima è fonte di interscambio mondiale, a differenza della maggior parte dei comparti del terziario, i quali producono beni non oggetto di interscambio o comunque non esposti alla concorrenza internazionale.

Per le suddette ragioni questo paragrafo esamina in maggiore dettaglio il settore della trasformazione industriale, soffermandosi in particolare sugli sviluppi negli Stati Uniti, ma trattando altresí l'evoluzione in Giappone, Germania e Regno Unito a fini di raffronto.

Sostenuto
andamento della
produzione
nell'industria
statunitense

Va notato che durante gli anni ottanta la crescita della produzione manifatturiera negli Stati Uniti è stata piú rapida che negli altri paesi del Gruppo dei Dieci (eccetto il Giappone), benché le industrie statunitensi siano state colpite piú duramente dalla recessione del 1981-82 che quelle della maggior parte degli altri paesi ed abbiano successivamente dovuto sopportare un forte apprezzamento della moneta nazionale. Come mostrato nel grafico seguente, anche nel Regno Unito la produzione di manufatti ha segnato una ripresa nel 1987, sebbene



in parte annullata agli inizi di quest'anno. La sua crescita è stata invece lenta nell'Europa continentale e in particolare in Germania, dove nel 1987 la produzione superava di meno del 10% il livello del 1980.

Inoltre, la forte dinamica della produzione USA si è accompagnata ad un andamento favorevole della produttività e del costo del lavoro. Come illustrato nella tabella a pagina 27, il precedente rallentamento nella crescita della produttività è stato recuperato negli anni ottanta, durante i quali l'incremento del valore aggiunto per addetto è salito ad oltre il 4%, sebbene il contributo della sostituzione di capitale a lavoro non sia stato superiore rispetto agli anni settanta. Una svolta nella crescita della produttività del lavoro e totale può essere osservata anche per il Regno Unito, mentre in Giappone il prodotto per addetto è salito ad un tasso più o meno costante dal 1973. In Germania, invece, la crescita della produttività del lavoro è rallentata fortemente, essendo diminuito il contributo proveniente sia dalla produttività totale sia dalla sostituzione di capitale a lavoro.

Un altro aspetto favorevole dell'evoluzione negli Stati Uniti è il netto rallentamento nella dinamica dei costi salariali orari. Unitamente alla maggiore crescita della produttività, esso ha determinato negli ultimi due anni un calo dei costi del lavoro per unità di prodotto. Mentre la decelerazione delle retribuzioni orarie negli anni 1973-80 e 1980-85 fu influenzata da un aumento della disoccupazione e da minori incrementi dei prezzi al consumo, il comportamento nei due ultimi anni è veramente rimarchevole e può soltanto essere spiegato da un eccezionale grado di moderazione nelle rivendicazioni salariali. E in effetti lo scorso anno, benché la disoccupazione sia scesa al più basso livello dal 1979 ed il tasso di inflazione abbia ripreso a salire, l'incremento delle retribuzioni orarie nel settore

Favorevole
dinamica dei
costi sala-
riali negli
Stati Uniti...

| Valore aggiunto reale, impiego dei fattori e produttività nell'industria di trasformazione | | | | | | | | |
|--|----------------------|-----------------|-------------|-------------------|----------------------------------|---------------------|----------------------|------------------------------------|
| Paesi | Periodi | Valore aggiunto | Occupazione | Stock di capitale | Produttività lavoro ¹ | "dovuta a" | | Produttività capitale ² |
| | | | | | | produttività totale | sostituzione fattori | |
| variazioni percentuali in ragione annua | | | | | | | | |
| Stati Uniti | 1960-73 | 4,8 | 1,4 | 4,0 | 3,4 | 2,8 | 0,6 | 0,8 |
| | 1973-80 | 1,0 | 0,1 | 3,9 | 0,9 | 0,0 | 0,9 | -2,8 |
| | 1980-87 ³ | 3,5 | -0,9 | 2,5 | 4,4 | 3,5 | 0,9 | 1,0 |
| Giappone | 1964-73 | 13,0 | 2,8 | 15,3 | 9,9 | 6,8 | 3,1 | -2,0 |
| | 1973-80 | 4,4 | -0,8 | 5,4 | 5,2 | 3,7 | 1,5 | -0,9 |
| | 1980-87 ³ | 5,8 | 0,6 | 6,2 | 5,2 | 3,8 | 1,4 | -0,4 |
| Germania | 1960-73 | 5,2 | 0,1 | 6,6 | 5,1 | 3,5 | 1,6 | -1,0 |
| | 1973-80 | 1,5 | -1,7 | 2,2 | 3,3 | 2,3 | 1,0 | -0,7 |
| | 1980-87 ³ | 0,9 | -1,2 | 1,4 | 2,1 | 1,5 | 0,6 | -0,5 |
| Regno Unito | 1960-73 | 3,0 | -0,5 | 3,7 | 3,5 | 2,5 | 1,0 | -0,7 |
| | 1973-80 | -1,9 | -1,9 | 2,2 | 0,0 | -1,0 | 1,0 | -4,1 |
| | 1980-87 ³ | 1,3 | -3,7 | 0,6 | 5,2 | 4,1 | 1,1 | 0,7 |

¹ La variazione della produttività del lavoro (Y/L%) può essere calcolata assumendo che la variazione del valore aggiunto (Y%) è una sommatoria ponderata delle variazioni degli *inputs* di lavoro e capitale (a L% + (1-a)K%, con a = 0,75 per tutti i paesi) più la variazione della produttività totale (r). Pertanto (Y/L%) può essere scomposta nelle variazioni della produttività totale (r) e del rapporto capitale/lavoro [(1-a)K/L%].

² Calcolata come variazione del prodotto rispetto allo stock di capitale.

³ 1987 dati parzialmente stimati.

Fonti: OCSE, Flows and Stocks of Fixed Capital; OCSE, National Accounts; statistiche nazionali.

della trasformazione industriale è sceso all'1,3% soltanto, rispetto ad un tasso del 3% per l'intero settore delle imprese. Inoltre la crescita moderata dei costi unitari del lavoro non è stata assorbita da più alti margini di profitto. Anzi, i prezzi della produzione industriale sono diminuiti in relazione al livello generale dei prezzi, contribuendo così a contenere il tasso aggregato di inflazione ed a migliorare la posizione concorrenziale delle imprese americane.

Sotto questo aspetto i risultati dell'industria statunitense sono stati assai più favorevoli che quelli relativi al Regno Unito ed alla Germania. Nel primo di questi paesi l'incremento dei salari nominali, che era "incagliato" intorno al 7,5% già da parecchi anni, nel 1987 ha preso ad accelerare di riflesso alla disoccupazione calante ed al forte aumento dei profitti. In Germania i costi unitari del lavoro hanno segnato un più alto tasso di crescita nonostante l'elevata disoccupazione ed il calo dell'inflazione dei prezzi al consumo. In Giappone, per contro, l'assorbimento assai agevole del secondo shock petrolifero, unitamente alla moderazione salariale protrattasi per tutto il periodo 1980-87, ha determinato un calo dei costi unitari del lavoro, facilitando così l'aggiustamento delle imprese nipponiche di fronte all'apprezzamento reale dello yen dagli inizi del 1985.

Alla luce di tutto ciò, i timori espressi in passato di una "deindustrializzazione" degli Stati Uniti appaiono alquanto esagerati. In realtà, la quota del valore aggiunto del settore manifatturiero sul PIL si è mantenuta costante, intorno al

...che non
trova riscontro
nel Regno Unito
o in Germania

| Costo del lavoro e competitività internazionale nell'industria di trasformazione | | | | | |
|--|----------|----------------------|----------------|--------------------------|----------------|
| Paesi | Periodi | Remunerazioni orarie | Guadagni reali | Costi unitari del lavoro | |
| | | | | in moneta nazionale | in dollari USA |
| variazioni percentuali in ragione annua | | | | | |
| Stati Uniti | 1960-73 | 5,0 | 1,4 | 1,8 | 1,8 |
| | 1973-80 | 9,8 | -0,6 | 8,5 | 8,5 |
| | 1980-85 | 5,9 | 0,1 | 2,1 | 2,1 |
| | 1985-87 | 2,3 | -0,8 | -1,2 | -1,2 |
| Giappone | 1960-73 | 15,0 | 8,3 | 4,3 | 6,6 |
| | 1973-80 | 11,8 | 2,1 | 5,8 | 8,6 |
| | 1980-85 | 4,7 | 1,9 | -1,1 | -2,2 |
| | 1985-87* | 3,4 | 3,0 | -1,8 | 26,1 |
| Germania | 1960-73 | 10,3 | 6,8 | 4,3 | 8,0 |
| | 1973-80 | 9,3 | 4,5 | 5,4 | 11,2 |
| | 1980-85 | 5,3 | 1,4 | 1,8 | -7,6 |
| | 1985-87* | 4,8 | 4,8 | 3,3 | 31,8 |
| Regno Unito | 1960-73 | 9,3 | 4,1 | 4,8 | 3,7 |
| | 1973-80 | 19,5 | 3,0 | 18,5 | 17,6 |
| | 1980-85 | 9,2 | 1,9 | 3,3 | -8,1 |
| | 1985-87* | 7,9 | 3,9 | 3,1 | 15,9 |

* I dati relativi al 1987 sono stimati.

Fonti: US Bureau of Labor Statistics, International Comparison of Manufacturing Productivity and Labor Cost Trends; statistiche nazionali.

20%, negli ultimi venticinque anni. D'altro canto la stabilità di tale quota negli Stati Uniti fa sorgere alcuni dubbi circa il margine disponibile per ridurre il disavanzo esterno con un'espansione della produzione manifatturiera in relazione ad altri settori. Va poi aggiunto che taluni altri sviluppi emersi di recente sono decisamente meno incoraggianti di quelli sopra esposti.

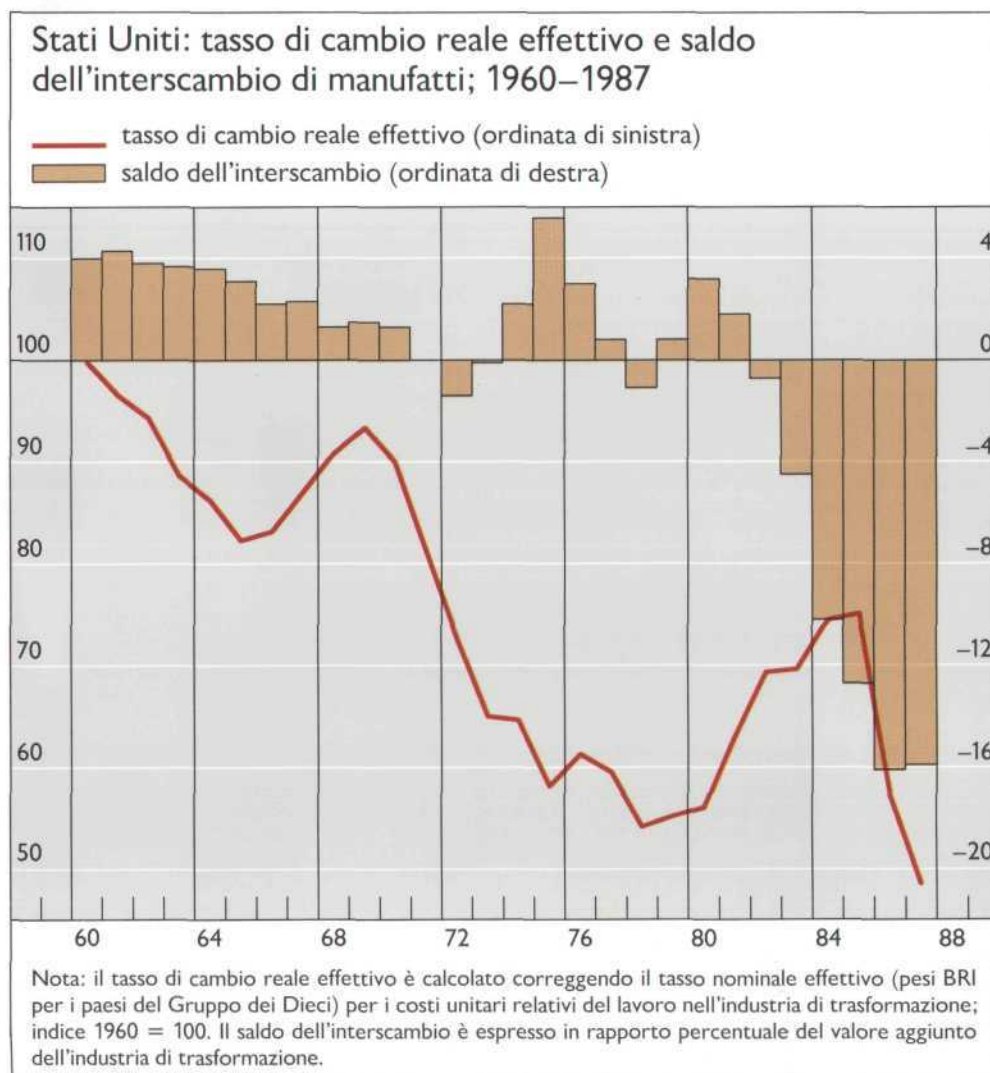
Durante la maggior parte degli anni sessanta e settanta le esportazioni USA di prodotti manufatti hanno superato le importazioni. Negli anni ottanta, per contro, l'interscambio di manufatti ha presentato un ampio disavanzo. Come si può osservare nel grafico e nella tabella seguenti, questo deterioramento ha coinciso con l'apprezzamento del dollaro a partire dal 1980 ed è derivato dalla perdita di quote sui mercati esteri e da un maggior grado di penetrazione delle importazioni. A causa della liberalizzazione del commercio, della specializzazione ed integrazione internazionale della produzione, è osservabile una crescita tendenziale degli indici di penetrazione delle importazioni nella maggior parte dei paesi. Nondimeno, l'aumento delle importazioni USA di manufatti durante gli anni ottanta è particolarmente notevole. Inoltre l'indice di penetrazione delle importazioni ha continuato a salire anche dopo la svolta del dollaro nel 1985, e nel 1987 le importazioni di manufatti risultavano equivalenti a circa il 35% del valore aggiunto della trasformazione industriale, rispetto all'8,9% per l'economia aggregata (12,2% se si comprendono i servizi). Nel corso del 1987 ha avuto luogo un certo miglioramento nell'interscambio, con un forte aumento in

Stabile quota sul prodotto del settore manifatturiero USA

Saldo dell'interscambio USA di manufatti: crescente penetrazione delle importazioni

Aggiustamento
soggetto a forti
sfasamenti tem-
porali e sfavore-
vole elasticità
rispetto al
reddito

termini reali delle esportazioni di manufatti, dopo la flessione prodottasi nel 1986. Tuttavia, le importazioni hanno continuato ad aumentare a ritmo sostenuto, nonostante la crescita meno esuberante della domanda interna, probabilmente per influsso dell'aumento sorprendentemente modesto dei prezzi all'importazione. Pertanto vi sono chiare indicazioni che gli aggiustamenti di fronte ai forti spostamenti nella posizione relativa in termini di costi avvengono con sfasamenti temporali eccezionalmente ampi. D'altra parte, nel valutare il margine disponibile per ulteriori aggiustamenti è opportuno tener presenti talune caratteristiche dell'interscambio USA. L'evidenza empirica indica che l'elasticità rispetto al reddito delle importazioni americane è considerevolmente superiore all'elasticità delle esportazioni rispetto al reddito dei *partners* commerciali, cosicché, *ceteris paribus*, per evitare un peggioramento della bilancia commerciale è necessario che la crescita del reddito negli Stati Uniti sia inferiore a quella dei maggiori *partners*. Questa condizione è stata soddisfatta negli anni sessanta e settanta, durante i quali la crescita annua del PIL negli Stati Uniti è stata di circa 1,25 punti percentuali più bassa di quella degli altri paesi dell'OCSE. Nondimeno, come si può osservare nel grafico, per evitare perdite di quote di mercato è stato anche necessario un graduale deprezzamento del dollaro in termini reali.



Un secondo problema inerente alla prospettiva di un duraturo miglioramento della bilancia commerciale USA nel settore manifatturiero riguarda il livello delle capacità produttive. Alla fine dello scorso anno l'indice aggregato di utilizzo della capacità nell'industria di trasformazione statunitense era salito all'82,2%, rispetto al 79,8% di fine 1986. Esso si trovava bensì ancora al di sotto della punta dell'87,3% raggiunta nel 1973, ma il 1973 è generalmente considerato un anno di surriscaldamento congiunturale, e diverse branche industriali, specie a livello della trasformazione di base, stanno ora registrando tassi di utilizzo superiori a quelli del 1973. Inoltre, a causa delle forti variazioni dei prezzi relativi dei fattori e di una caduta della quota di investimenti in fabbricati ed impianti industriali rispetto a quelli in macchinari ed attrezzature, vi è il rischio ulteriore che gli attuali livelli di capacità siano sovrastimati. Per effetto della recente variabilità dei tassi di cambio, dei timori di una futura recessione e soprattutto dei bassi saggi di rendimento attesi, molte imprese si mostrano riluttanti ad investire in nuovi stabilimenti ed impianti, con il risultato che la quota di questi ultimi sugli investimenti fissi totali è scesa al 20%, rispetto al 30% degli anni passati. Per contro le aziende tendono a collocare le risorse disponibili in attività finanziarie oppure a rimpiazzare gli impianti esistenti con installazioni più moderne ed efficienti, accrescendo il volume di macchinari ed attrezzature per addetto senza ampliare la dimensione dello stabilimento. Di conseguenza, gran parte del recente miglioramento nella dinamica della produttività potrebbe spiegarsi con questo spostamento verso investimenti a più breve vita economica e con più rapido reintegro finanziario. Tuttavia il miglioramento non sarà probabilmente duraturo se non verrà seguito da più ampi investimenti in fabbricati ed impianti e da una più rapida crescita dei quozienti capitale/lavoro.

Elevato grado di utilizzo della capacità negli USA come possibile vincolo

| Indicatori delle quote di mercato dell'industria di trasformazione | | | | | | | | | | |
|--|---|------|------|------|-------------------|--|------|------|------|-------------------|
| Paesi | 1960 | 1973 | 1980 | 1985 | 1987 ¹ | 1960 | 1973 | 1980 | 1985 | 1987 ¹ |
| | Importazioni di manufatti in percentuale del valore aggiunto della trasformazione industriale a prezzi correnti | | | | | Esportazioni di manufatti in percentuale delle esportazioni mondiali di manufatti ² a prezzi correnti | | | | |
| Stati Uniti | 4,6 | 13,8 | 21,5 | 31,0 | 35,1 | 22,3 | 14,8 | 15,6 | 15,2 | 12,7 |
| Giappone | 7,5 ³ | 8,0 | 10,4 | 10,2 | 9,6 | 6,2 | 11,5 | 13,5 | 17,9 | 16,3 |
| Germania | 24,6 ⁴ | 25,1 | 39,0 | 47,1 | 43,0 | 17,4 | 19,9 | 18,1 | 16,9 | 19,5 |
| Regno Unito | 16,3 | 39,1 | 51,1 | 69,5 | 72,2 | 15,0 | 8,5 | 8,8 | 7,1 | 7,2 |

¹ Dati in parte stimati. ² Escluse le esportazioni dei PVS e dell'Europa orientale. ³ 1967. ⁴ 1970.
 Fonti: ONU, Monthly Bulletin of Statistics; OCSE, National Accounts; statistiche nazionali.

In questo contesto è interessante notare che anche nel Regno Unito, dove la dinamica del prodotto e della produttività ha parimenti mostrato un considerevole miglioramento, sono emersi crescenti timori di carenze di capacità. Alla fine del 1987 il tasso di utilizzo ha toccato il livello massimo degli ultimi trent'anni, e la quota della spesa per investimenti in fabbricati industriali ed impianti risultava scesa al 15%. Inoltre, l'investimento complessivo nel settore manifatturiero, anche dopo una certa ripresa nel 1987, si situava soltanto al 75% del livello massimo registrato nel lontano 1970, e la crescita dello stock di capitale, ad un tasso annuo dello 0,6% dal 1980, risultava la più bassa dei quattro paesi.

Valutazione
positiva, ma
necessità di
maggiori inve-
stimenti

Nel complesso gli sviluppi recenti nel settore manifatturiero USA appaiono incoraggianti dal punto di vista di una riduzione degli squilibri internazionali: la crescita della produttività è in ascesa; gli incrementi salariali nominali sono moderati; e il calo dei costi unitari del lavoro, combinati con un tasso di cambio in deprezzamento, hanno determinato un considerevole miglioramento della posizione concorrenziale delle imprese americane. Tuttavia, insufficienze dal lato della capacità potrebbero pregiudicare l'obiettivo di un'ulteriore crescita non inflazionistica nella produzione industriale. Anche i recenti guadagni di produttività potrebbero in parte dimostrarsi insostenibili se non sorretti da investimenti in fabbricati ed impianti volti ad ampliare la capacità produttiva.

La politica fiscale

Sviluppi nel breve periodo

Persistenti
vincoli sulla
politica
fiscale...

Lo scorso anno la politica fiscale nei paesi industriali ha continuato in generale ad essere condizionata dagli sforzi volti a rispettare i programmi a medio termine di riequilibrio del bilancio. Il deterioramento del rapporto tra debito pubblico e PNL, rilevabile quasi ovunque dalla metà degli anni settanta, è servito a convalidare la determinazione delle autorità di evitare le insidie del *fine-tuning* fiscale. In aggiunta, gli obiettivi a medio termine orientati al lato dell'offerta hanno svolto un ruolo preminente nell'azione fiscale intrapresa.

...ma tempora-
nea revisione de-
gli obiettivi di
medio periodo in
Giappone

Purtuttavia, la necessità di promuovere l'aggiustamento internazionale senza incorrere nel rischio di una recessione ha indotto lo scorso anno a rivedere in parte i programmi fiscali a medio termine. Ciò vale in particolare per il Giappone, ma in certa misura anche per la Germania. Vi è stata altresì una considerevole flessione del disavanzo di bilancio degli Stati Uniti, anche se in questo caso ovviamente il cambiamento era coerente con esigenze sia interne che internazionali. Sfortunatamente l'ulteriore progresso in questa direzione pare destinato a subire ritardi.

Manovra di
stimolo in
Giappone

Nel maggio dello scorso anno il governo giapponese aveva presentato una serie di nuovi provvedimenti fiscali destinati a stimolare la domanda interna e ad incrementare le importazioni negli esercizi 1987 e 1988. Queste misure sono state successivamente incorporate in un bilancio integrativo in luglio. L'elemento fondamentale del programma è un incremento di spesa per circa Yen 5.000 miliardi (pari all'1,5% circa del PNL). E' stato inoltre deciso di anticipare alla prima metà dell'esercizio finanziario la spesa per opere pubbliche e di effettuare tagli di imposta per quasi Yen 1.000 miliardi. Unitamente a nuove direttrici di spesa per l'esercizio 1988, questi provvedimenti dovrebbero comportare una significativa revisione, quanto meno nei tempi di attuazione, dei precedenti piani di consolidamento del bilancio a medio termine. A tali misure si è accompagnata nella seconda metà dello scorso anno una vigorosa crescita del prodotto, come dimostra l'espansione dell'11% della produzione industriale tra maggio e dicembre, dopo due anni di stasi in questo settore. In parte per effetto di questo andamento, le entrate del settore statale sono state molto maggiori di quanto inizialmente previsto, cosicché il disavanzo di bilancio per l'esercizio 1987 è addirittura diminuito, nonostante la manovra di stimolo.

In Germania agli inizi del 1987 il governo ha concordato le nuove misure di alleggerimento fiscale per il 1990, delle quali una parte – corrispondente a poco più di DM 5 miliardi – è stata anticipata al 1° gennaio 1988. Su un totale di oltre DM 44 miliardi di sgravi fiscali previsti per il 1990, meno della metà dovrà essere finanziato da incrementi compensativi di altre entrate. In conformità al piano finanziario quinquennale, il governo tedesco ha previsto un incremento del disavanzo federale da un ammontare rettificato di DM 26,3 miliardi (1,3% del PNL) nel 1987 a quasi DM 30 miliardi (1,4%) nel 1988, con un successivo calo all'1,1% del PNL entro il 1991. La maggior parte dello stimolo all'attività economica dovrebbe quindi provenire dagli effetti delle ridotte aliquote d'imposta sul lato dell'offerta dell'economia. Nel frattempo le prospettive della finanza pubblica si sono tuttavia deteriorate. Agli effetti automatici della lenta crescita economica – che avevano già influito sul consuntivo per il 1987 – e ad una contrazione dei profitti della Bundesbank, si è ora aggiunto un imprevisto incremento

Politica fiscale
in Germania

| Saldi di bilancio delle amministrazioni pubbliche ¹ | | | | | | | |
|--|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|--------------------|
| Paesi | 1973 | 1982 | 1983 | 1984 | 1985 | 1986 | 1987 ² |
| | in percentuale del PNL | | | | | | |
| Stati Uniti | 0,6 | - 3,5 | - 3,8 | - 2,8 | - 3,3 | - 3,5 | - 2,4 |
| Giappone ³ | 0,5 | - 3,6 | - 3,7 | - 2,1 | - 0,8 | - 1,1 | - 0,3 |
| | -2,7 | - 6,9 | - 6,8 | - 5,8 | - 4,1 | - 4,2 | - 1,4 |
| Germania | 1,2 | - 3,3 | - 2,5 | - 1,9 | - 1,1 | - 1,2 | - 1,7 |
| Francia | 0,9 | - 2,8 | - 3,2 | - 2,7 | - 2,9 | - 2,9 | - 2,3 |
| Regno Unito | -2,6 | - 2,4 | - 3,4 | - 3,8 | - 2,8 | - 2,6 | - 1,4 |
| Italia | -6,1 | -11,3 | -10,7 | -11,5 | -12,5 | -11,4 | -10,5 |
| Canada | 0,9 | - 6,1 | - 7,1 | - 6,8 | - 7,2 | - 5,7 | - 4,8 |
| Australia | 1,8 | - 0,3 | - 4,0 | - 3,2 | - 2,9 | - 2,8 | - 1,0 |
| Austria | 1,3 | - 3,4 | - 4,0 | - 2,7 | - 2,5 | - 3,6 | - 4,7 |
| Belgio | -5,5 | -14,4 | -14,9 | -12,0 | -11,3 | -11,0 | - 9,3 |
| Danimarca | 5,3 | - 9,1 | - 7,2 | - 4,1 | - 2,1 | 3,1 | 2,2 |
| Finlandia | 5,8 | - 0,6 | - 1,6 | 0,3 | 0,1 | 0,6 | - 1,4 |
| Grecia | n.d. | - 7,6 | - 8,1 | - 9,9 | -13,5 | -10,7 | -10,4 |
| Irlanda ⁴ | -3,8 | -15,7 | -13,9 | -12,4 | -13,0 | -13,0 | -10,1 |
| Israele ^{5,6} | n.d. | - 7,8 | - 6,2 | -12,6 | - 3,4 | - 2,6 | - 3,0 |
| Norvegia | 5,8 | 4,4 | 4,2 | 7,5 | 10,4 | 5,9 | 4,2 |
| Nuova Zelanda ^{5,8} | -2,5 | - 6,9 | - 9,1 | - 7,2 | - 4,2 | - 3,7 | 0,8 |
| Paesi Bassi ⁷ | 1,3 | - 6,6 | - 6,4 | - 6,0 | - 4,7 | - 5,0 | - 5,6 |
| Portogallo | 1,4 | -11,8 | -10,4 | -13,4 | -11,1 | - 9,3 | - 9,0 |
| Spagna | 1,1 | - 5,6 | - 4,8 | - 5,5 | - 6,8 | - 5,2 | - 4,5 |
| Sudafrica ⁸ | -1,1 | - 3,2 | - 4,7 | - 4,3 | - 3,5 | - 4,9 | - 4,2 |
| Svezia | 4,1 | - 6,5 | - 5,0 | - 2,6 | - 3,8 | - 0,7 | 3,9 |
| Svizzera ⁷ | -1,1 | - 0,7 | - 0,9 | - 0,3 | - 0,0 | 1,0 | - 0,6 ⁹ |
| Turchia ⁸ | -1,8 | - 1,8 | - 3,3 | - 5,3 | - 2,8 | - 3,6 | - 4,4 |

¹ Compreso il settore della previdenza sociale, ma escluse le transazioni in conto capitale di natura finanziaria. ² Dati provvisori. ³ Le cifre in corsivo comprendono le imprese nazionalizzate (sulla base dei conti finanziari). ⁴ Fabbisogno di finanziamento del Tesoro. ⁵ Esercizi finanziari. ⁶ Bilancio dell'amministrazione del territorio nazionale. ⁷ Escluso il settore previdenziale. ⁸ Amministrazione centrale. ⁹ Bilancio di previsione.

Fonti: OCSE, Economic Outlook; FMI, International Financial Statistics; CEE, European Economy; statistiche nazionali.

Forte contrazione del disavanzo di bilancio USA dovuta in parte a fattori transitori

dei contributi alla Comunità Economica Europea nel 1989. Poiché in assenza di ulteriori misure correttive il deficit per l'anno in corso potrebbe salire a circa DM 40 miliardi, il governo sta esaminando la possibilità di adottare provvedimenti in grado di compensare almeno i maggiori esborsi alla CEE nel 1989. Nonostante questo problema, alla fine del 1987 il governo ha altresì annunciato alcune nuove misure per stimolare la crescita, il cui impatto diretto sul disavanzo dovrebbe essere relativamente modesto.

Il disavanzo del bilancio federale USA si è ridotto sensibilmente, scendendo a \$ 150 miliardi nell'esercizio 1987, dopo aver toccato un massimo di oltre \$ 220 miliardi nel 1986. In percentuale del PNL (3,4%) il deficit dello scorso anno è il più basso dal 1981. Hanno contribuito a questo risultato il perdurare della crescita economica, ma anche il ricavato della vendita di varie attività patrimoniali, nonché il temporaneo aumento del gettito derivante da taluni effetti iniziali della riforma tributaria del 1987. Il presumibile venir meno o addirittura la parziale inversione di taluni di questi effetti nel 1988 ha reso più complicata la formulazione del bilancio per l'esercizio in corso, anche dopo l'emendamento apportato in settembre agli obiettivi fissati dalla legge Gramm-Rudman-Hollings per la riduzione del deficit. In base a tale emendamento la definitiva eliminazione del disavanzo è stata differita di due anni al 1993, e il disavanzo massimo per l'esercizio in corso è stato fissato in \$ 144 miliardi, rispetto ai \$ 108 miliardi stabiliti dalla legge originaria.

Ciò nonostante, è stato solo ad esercizio inoltrato – e dopo la crisi del mercato azionario – che l'Amministrazione e il Congresso sono stati in grado di raggiungere un accordo su una serie di provvedimenti per il 1988 che avrebbero consentito di evitare le procedure automatiche di taglio della spesa previste dalla legge. Per quest'anno è contemplata una riduzione solo modesta del deficit, a \$ 146,7 miliardi. Una più ampia contrazione, a poco meno di \$ 130 miliardi, è prevista per l'esercizio 1989 sulla base delle più recenti proposte di bilancio che si basano su una proiezione di crescita reale del 3,5%. Va tuttavia notato che alcuni osservatori, come ad esempio il *Congressional Budget Office*, sono meno ottimisti al riguardo.

Flessione dei disavanzi di bilancio negli altri paesi maggiori

Lo scorso anno tutte le altre quattro maggiori economie sono riuscite a ridurre le dimensioni relative dei disavanzi pubblici. In Francia il miglioramento è stato in linea con gli obiettivi ufficiali, quanto meno a livello di amministrazione centrale, anche se in maggio si sono rese necessarie misure di emergenza per fronteggiare il crescente disavanzo del sistema previdenziale. Al miglioramento hanno anche contribuito i proventi derivanti dalle privatizzazioni di imprese, così come è avvenuto, in misura ancor più pronunciata, nel Regno Unito. Invero in questo paese, grazie alla rapida espansione economica e ad un temporaneo rialzo dei prezzi del petrolio, il fabbisogno complessivo del settore pubblico si è trasformato in un'eccedenza nell'ultimo esercizio, con rimborsi netti del debito; questo andamento, secondo le previsioni di bilancio, dovrebbe essere mantenuto nell'esercizio in corso. Anche in Canada il vigore dell'attività economica ha contribuito a comprimere il disavanzo, ma ha offerto anche l'opportunità di rendere ancora più restrittivo l'orientamento di fondo della politica fiscale. In Italia, viceversa, all'esuberante domanda interna si è associato il pericolo di uno sconfinamento dagli obiettivi di bilancio per il 1987. Allorché si sono manifestate

pressioni sulla lira nel corso dell'estate, è stato attivato un insieme di provvedimenti fiscali di emergenza. Ciò nonostante, e sebbene lo scorso anno si sia ridotta l'incidenza relativa del disavanzo del settore statale, l'entità della flessione è stata inferiore all'obiettivo prefissato. Le proposte di un'ulteriore rapida compressione del deficit quest'anno hanno incontrato opposizione in sede di dibattito parlamentare in inverno, ma sono state successivamente approvate in forma modificata.

Gli altri paesi hanno per la maggior parte continuato a perseguire l'obiettivo del risanamento della finanza pubblica con diverso grado di successo. In Australia e in Nuova Zelanda è proseguita l'azione di riequilibrio e, nel caso della Nuova Zelanda, si è pervenuti addirittura ad un'eccedenza di bilancio. In Belgio è ripreso il processo di riequilibrio del bilancio pubblico, contribuendo ad una certa decelerazione della crescita economica, e in Svezia il settore delle amministrazioni pubbliche è passato decisamente in attivo, anche se in parte grazie ad un'imposta straordinaria a carico delle società di assicurazione e dei fondi pensione. In Danimarca, a fronte di un saldo passivo con l'estero, il settore delle amministrazioni pubbliche si è mantenuto in attivo lo scorso anno, anche se con una riduzione dell'eccedenza probabilmente dovuta in larga parte agli effetti automatici della più lenta crescita. In Spagna, d'altra parte, non è stato conseguito il grado di restrizione fiscale previsto, sebbene la rapida espansione della domanda sia servita a ridurre leggermente il disavanzo effettivo. Di fronte ad un calo dei proventi petroliferi e ad un ampio disavanzo di parte corrente, lo scorso anno il governo norvegese ha intrapreso una manovra restrittiva che non ha potuto tuttavia impedire un'ulteriore contrazione dell'attivo di bilancio. Per contro in Irlanda, sotto l'influsso dei vincoli posti dall'ingente debito pubblico in essere, il governo è riuscito a comprimere ulteriormente il deficit.

Nei Paesi Bassi, nonostante i minori introiti derivanti dalle vendite di gas naturale nel 1986, lo scorso anno le autorità hanno ridimensionato i tagli di spesa programmati, dato il manifestarsi di un certo rallentamento della crescita economica. In Grecia non si è concretizzata l'auspicata restrizione fiscale, mentre in Finlandia rimborsi temporanei di imposta alle famiglie hanno portato in disavanzo il settore della pubblica amministrazione, nonostante l'accelerazione dell'attività economica. In Portogallo, in seguito all'introduzione dell'IVA e di altri provvedimenti nel 1986, sono stati compiuti progressi solo modesti lo scorso anno nel ridurre l'elevato disavanzo di bilancio. In Austria l'obiettivo a medio termine è ora quello di arrestare quest'anno la tendenza al deterioramento del disavanzo e di invertirla a cominciare dal 1989.

Il dibattito sulla politica fiscale nel breve periodo

Nonostante i solidi argomenti a favore di un riequilibrio della finanza pubblica a medio termine e il risoluto impegno a perseguire tale obiettivo nella maggior parte dei paesi, lo scorso anno è proseguito il dibattito circa la misura in cui sarebbe opportuno modificare temporaneamente tale indirizzo delle politiche per far fronte ai problemi più impellenti, quali gli squilibri internazionali e l'elevata disoccupazione in Europa. Di fatto, dopo l'azione intrapresa dal Giappone lo scorso anno (si veda la pagina 31), l'attenzione si è spostata piuttosto sull'Europa

I paesi industriali minori proseguono gli sforzi di consolidamento

Il dilemma posto dagli squilibri internazionali e dall'elevata disoccupazione

per quel che riguarda entrambi i problemi. In quanto essi richiedevano iniziative nella stessa direzione, non sussisteva un problema di potenziale incompatibilità. E' stato piuttosto sollevato il quesito sull'opportunità di intensificare l'azione nei paesi eccedentari senza che si fosse ancora prodotta una più netta riduzione del disavanzo di bilancio negli Stati Uniti.

In Europa, tuttavia, era ancora più evidente che non ci si poteva attendere che il principale paese eccedentario, la Germania, svolgesse, esso solo, un ruolo di "locomotiva". Con circa un quarto del PNL della Comunità Europea ma soltanto l'8% circa del prodotto del mondo industrializzato nel suo insieme, la possibilità che questo paese possa influenzare direttamente l'espansione della domanda e la disoccupazione in un ambito esteso è ovviamente alquanto limitata. In aggiunta, dato l'alto grado di apertura dell'economia tedesca, gran parte dello stimolo defluirebbe comunque all'estero. Ciò comporterebbe bensì un maggior beneficio per gli altri paesi, ma farebbe dipendere la portata dell'azione di stimolo dalla misura in cui le autorità tedesche sarebbero disposte ad accettare un deterioramento del saldo corrente. Esse potrebbero comunque obiettare con un certo fondamento che la domanda interna sta già crescendo più rapidamente del prodotto da oltre due anni, come dimostra il calo dell'eccedenza reale con l'estero, ammontato a circa il 3 1/3% del PNL tra la metà del 1985 e la fine del 1987.

Tali considerazioni non hanno tuttavia esaurito il dibattito, né sono riuscite a distogliere l'attenzione dalla Germania. Ciò in quanto, pur riconoscendo che le ragioni a favore di una crescita più celere della domanda (o almeno di un'azione per evitarne l'ulteriore rallentamento, dacché la correzione del saldo con l'estero degli Stati Uniti sottraeva domanda dal resto del mondo) valevano più in generale per l'Europa, si è fatto osservare che vincoli esterni, attuali o potenziali, non consentivano alla maggior parte dei paesi europei di agire isolatamente. Infatti, per alcuni paesi con tassi di sviluppo relativamente elevati, come la Spagna e il Portogallo, si prospettava la possibilità di dover rallentare la crescita a causa del deterioramento dei loro conti con l'estero. Altri paesi, già in disavanzo pur in presenza di una crescita lenta, apparivano in una posizione di stallo. La soluzione proposta – così come enunciato, ad esempio, nella "strategia di cooperazione per la crescita" della Commissione Europea – prevedeva fra l'altro un'azione moderatamente espansiva (verosimilmente su base differenziata) da parte del maggior numero possibile di paesi, Germania compresa.

Certo, l'Europa nel suo insieme è un'economia chiusa più di quanto non lo siano i singoli paesi che ne fanno parte. Ne consegue che nel quadro di questa strategia ciascun paese considerato isolatamente subirebbe (per un dato incremento della crescita della domanda) un deterioramento del suo saldo con l'estero minore di quello derivante da un'azione intrapresa unilateralmente. Alle stesse conclusioni si perviene applicando un ragionamento analogo al disavanzo di bilancio e alla dimensione del debito pubblico in rapporto al PNL. Una strategia di cooperazione implica chiaramente costi minori in termini di effetti sulla bilancia dei pagamenti e sulla finanza pubblica.

Ciò non significa peraltro che non vi siano costi siffatti. In particolare nel caso della finanza pubblica, si può sostenere che nelle attuali circostanze – data la crescita tendenziale delle dimensioni relative del debito pubblico – le possibilità

Una "strategia di cooperazione per la crescita" in Europa?

di sopportare tali costi sono scarse o nulle (si veda il paragrafo seguente). Per giunta, non è scomparso in tutti i paesi il pericolo di innescare una ripresa delle aspettative inflazionistiche, mentre le argomentazioni a riguardo di cosa sia più pregiudizievole alla fiducia degli investitori – se il perdurare di una crescita lenta oppure il discostarsi da stabili direttrici di politica fiscale – in definitiva si equivalgono. Non sorprende quindi che persino i fautori di un'azione più incisiva tendano a rimarcare i ristretti margini di manovra disponibili.

Ristretti
margini di
manovra

Il vincolo del debito pubblico

A partire dal primo *shock* petrolifero la maggior parte dei paesi ha incontrato difficoltà nel mantenere fermamente sotto controllo la finanza pubblica. I disavanzi di bilancio sono stati ampi e persistenti; lungi dallo stimolare l'economia, essi sono stati in parte la conseguenza di una crescita lenta. Nello stesso tempo, i ridotti tassi di crescita economica – negli anni recenti specialmente in termini nominali – hanno fatto sì che i disavanzi effettivi accrescessero in misura ancora maggiore il rapporto debito/PNL. A ciò si è accompagnata la tendenza ad un aumento del costo relativo del servizio del debito, specialmente in periodi di concomitante rialzo dei tassi di interesse. Data l'evidente esigenza di ridurre il deficit complessivo nel medio periodo, tale andamento non fa che rafforzare le pressioni gravanti sulle voci di spesa diverse dalle erogazioni in conto interessi.

In aumento
l'incidenza del
debito pub-
blico sul PNL

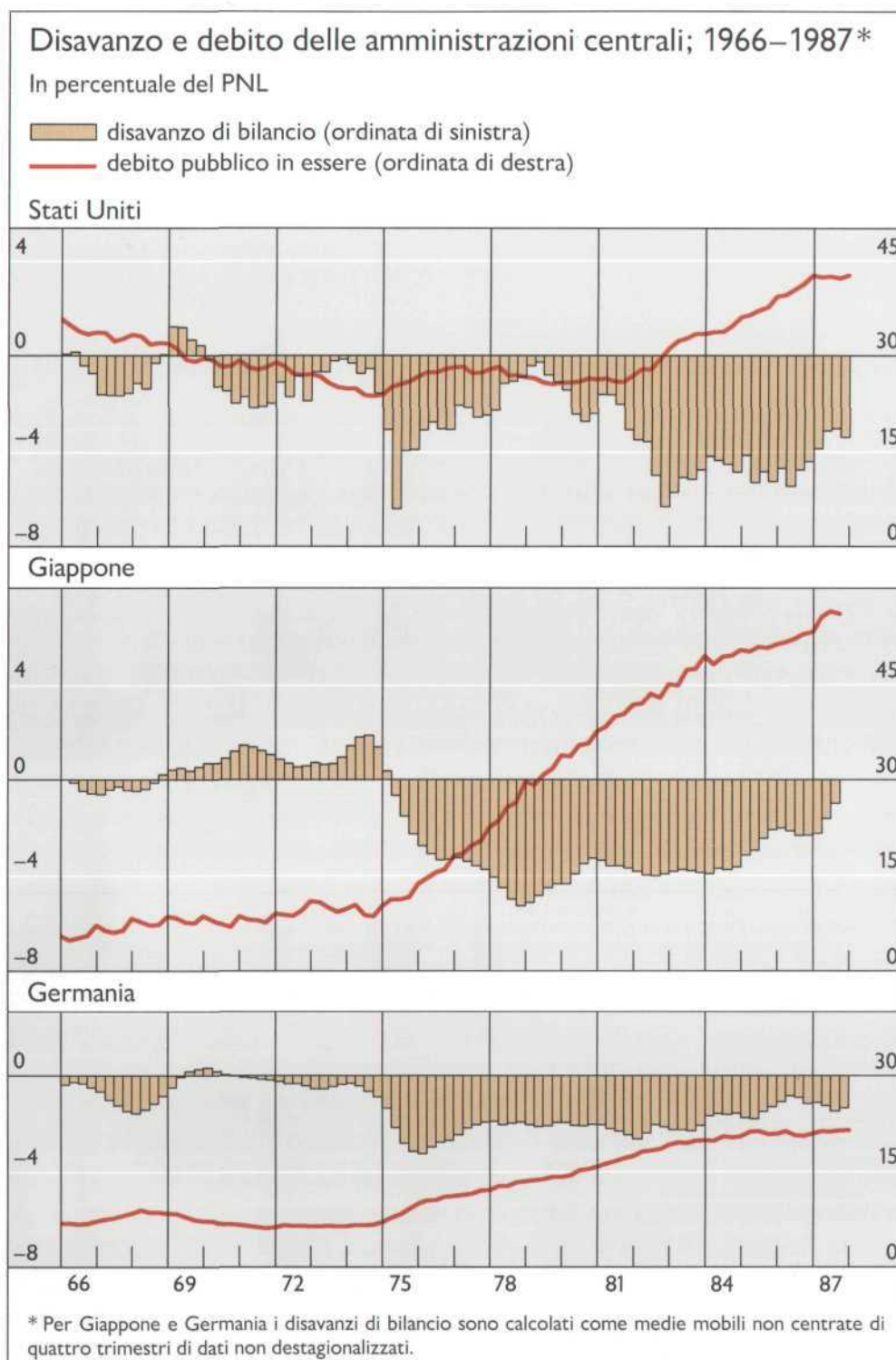
Destà forse una certa sorpresa il fatto che il Giappone figuri fra i paesi che hanno registrato un incremento relativamente forte e rapido dell'incidenza del debito pubblico, anche se a partire da un basso livello di partenza (si veda il grafico di pagina 37). All'epoca della prima crisi petrolifera il rapporto fra il debito in essere dell'amministrazione centrale ed il PNL era del 10% circa; verso la fine dello scorso anno esso era salito al 55%. Ancor più pronunciato è stato l'aumento della quota di bilancio assorbita dal servizio del debito, dato lo stretto controllo mantenuto sulle altre componenti di spesa. La ragione risiede in parte nel fatto che, soprattutto agli inizi degli anni ottanta, la crescita nominale del PNL è stata assai più bassa, in comparazione al livello dei tassi di interesse, che nel periodo precedente il 1973. Questo fenomeno, osservabile anche nella maggior parte degli altri paesi, ha contribuito ad accrescere l'incidenza degli esborsi per interessi in rapporto al PNL.

Il caso del
Giappone

In Germania il disavanzo dell'amministrazione centrale, benché cronico a partire dalla metà degli anni settanta, non è stato così elevato come nel caso del Giappone. Comunque, la politica di consolidamento condotta negli ultimi anni è riuscita unicamente ad arrestare la tendenza ascendente del rapporto debito pubblico/PNL in atto dal 1974, anche se ad un livello decisamente inferiore a quello cui sono pervenuti molti altri paesi. Inoltre, con il rallentamento nella crescita del PNL nominale, lo scorso anno si è ristabilito uno scarto positivo tra tasso di interesse e crescita del reddito; ciò implica che se tale scarto non si annulla, potrebbe aumentare ulteriormente l'incidenza del servizio del debito.

Per certi aspetti la situazione negli Stati Uniti è meno problematica, anche se gli ostacoli politici che si frappongono al perseguimento di una politica appropriata non sono certamente meno forti che altrove. La principale ragione risiede nel fatto che negli Stati Uniti il livello dell'attività economica è sostenuto.

Necessari ul-
teriori tagli
al disavanzo di
bilancio USA



Poiché l'ulteriore correzione dello squilibrio esterno potrebbe comportare un intensificarsi delle pressioni sulla domanda, non sussiste un sostanziale conflitto fra le esigenze dell'economia e quella di un risanamento della finanza pubblica.

Gli Stati Uniti sono pertanto uno dei pochissimi paesi in cui non vi sono vincoli sul piano fiscale al perseguimento di una politica appropriata allo stato dell'economia. Negli altri paesi le autorità sono poste di fronte ad un arduo dilemma; in certi casi poi, la dimensione relativa del debito pubblico è già tale da

indurre ad escludere a priori qualsiasi azione espansiva, indipendentemente dalle condizioni dell'economia. In presenza di politiche monetarie essenzialmente finalizzate al controllo a medio termine dell'inflazione, e quindi non disponibili per una azione di stimolo della domanda di ampia portata, non sorprende che le autorità abbiano continuato a considerare l'accresciuto ricorso a provvedimenti di stimolo dal lato dell'offerta come l'unica via d'uscita logica – nonché desiderabile – dalla situazione dilemmatica.

Altri paesi
di fronte ad un
dilemma di po-
litica economica

Aggiustamento strutturale e riforme microeconomiche

In contrasto con il ruolo sempre più circoscritto della politica di bilancio dal lato della domanda, hanno assunto una funzione preminente le misure fiscali tese a rivitalizzare il potenziale di offerta dell'economia. A seguito dei considerevoli sforzi per ridurre la quota di risorse destinata alla spesa pubblica (ostacolati dalla debolezza stessa della crescita economica), l'attenzione si è appuntata in misura crescente sulle riforme fiscali. In termini generali il fine era di ridurre le distorsioni e le disuguaglianze di trattamento nell'intento di incentivare il lavoro, il risparmio e gli investimenti. In taluni casi un obiettivo supplementare è stato quello di ampliare la base impositiva nel quadro delle strategie di riduzione dei disavanzi di bilancio. L'aspetto saliente della riforma tributaria è stato l'abbassamento delle aliquote ed in particolare delle aliquote marginali più elevate delle imposte sulle persone fisiche. Vi è stata altresì la tendenza a spostare l'onere tributario sui consumi, in parte nell'intento di stimolare il risparmio. Poiché un accresciuto risparmio non accompagnato da un incremento quanto meno corrispondente degli investimenti tenderebbe semmai a deprimere la domanda e ad aggravare il passivo di bilancio, le iniziative di riforma hanno contemplato anche le imposte societarie, con riduzioni delle aliquote unitamente a provvedimenti volti ad ampliare la base impositiva. In pari tempo sono state ridotte o eliminate precedenti agevolazioni finalizzate a specifiche aree di investimento. Tuttavia, poiché la politica macroeconomica non è in grado di assicurare da sola un contesto di vigorosa espansione non inflazionistica della domanda, è stata diffusamente avvertita la necessità di iniziative in altri ambiti, e specialmente di misure volte a sostenere la redditività dei nuovi investimenti.

Il ruolo della
riforma fiscale
nell'approccio
di economia
dell'offerta

In particolare è stata posta in essere una vasta gamma di riforme con l'obiettivo di promuovere la concorrenza e la flessibilità nei mercati dei beni e di migliorare il funzionamento dei mercati del lavoro. La deregolamentazione e le privatizzazioni hanno svolto un ruolo importante, così come la riduzione dei sussidi all'industria e, nel mercato del lavoro, le modifiche alla legislazione in materia di salari minimi e di salvaguardia dei posti di lavoro, nonché al sistema previdenziale. Particolarmente intensa è stata la deregolamentazione dei mercati finanziari, un importante obiettivo della quale è stato il miglioramento nell'allocazione delle risorse di capitale e nell'efficienza del settore finanziario.

Politiche di
aggiustamento
strutturale di
vasta portata

Un problema di carattere generale, che investe anche le misure tese a migliorare la libertà del commercio internazionale, deriva dal fatto che i benefici potenziali di una vasta riforma microeconomica possono essere di entità notevole e al tempo stesso ripartirsi su un'ampia base di fruitori, mentre i

connessi costi tendono spesso a concentrarsi in un ambito molto più ristretto. Ciò induce talvolta a ritenere che le riforme microeconomiche, al pari delle iniziative di incentivazione degli investimenti privati, siano tanto più efficaci quanto più favorevoli sono le condizioni della domanda aggregata. Se così fosse, non ci si dovrebbero fare eccessive illusioni sulla portata e sulla rapidità dei risultati ottenibili con il solo impiego di misure orientate al lato dell'offerta. Nondimeno, dati i vincoli stringenti posti all'impiego di politiche macroeconomiche, sui quali si è richiamata l'attenzione nel corso di questo capitolo, tali iniziative appaiono le più promettenti al fine di migliorare direttamente la dinamica economica e, forse, di riguadagnare un certo margine di manovra per l'utilizzo degli strumenti tradizionali di politica macroeconomica nel più lungo periodo.

I paesi in via di sviluppo

Risultati
deludenti
nel 1987...

Come già menzionato, lo scorso anno la crescita del prodotto nei paesi in via di sviluppo è scesa al 3%, facendo registrare tassi particolarmente modesti in Africa, nel Medio Oriente e nei paesi produttori di petrolio. Anche in America Latina si è avuta una decelerazione della crescita, mentre il gruppo dei paesi asiatici è stato in grado di accrescere il tasso medio al 7%, nonostante il marcato rallentamento registrato in India a causa degli effetti prodotti sul settore agricolo dalle avverse condizioni climatiche. Pertanto lo scorso anno i differenziali di crescita si sono ampliati anche se, come si può osservare nella tabella alla pagina seguente, forti divari nell'evoluzione economica hanno caratterizzato la maggior parte degli anni ottanta.

...con la rilevante
eccezione dei
paesi asiatici di
recente indu-
strializzazione

I paesi asiatici hanno conseguito in media non soltanto il tasso di sviluppo più alto, ma anche quello più stabile tra i PVS. L'incremento medio del 6,5% nel reddito pro capite dei quattro paesi di recente industrializzazione (Corea del Sud, Hong Kong, Singapore e Taiwan), che riflette la risoluta azione volta ad accrescere le dimensioni e la competitività dei settori di trasformazione, è stato indotto da una rapida espansione delle esportazioni e da ampie acquisizioni di quote di mercato all'estero e in particolare nell'America del Nord. Per contro, il tasso medio di crescita ancora più elevato ottenuto dalla Cina trae origine principalmente da fattori endogeni, così come sono state essenzialmente le forze interne a determinare l'irregolare dinamica dell'economia nelle Filippine.

America Latina

I paesi dell'America Latina hanno subito un forte rallentamento nella crescita media del prodotto rispetto al periodo 1976-1981 e si sono altresì distinti per le accentuate variazioni negli andamenti dei singoli paesi. Il rallentamento dello scorso anno va attribuito essenzialmente a Brasile e Argentina, che insieme concorrono per il 40% circa al PIL totale di quest'area. Il Messico ha invece registrato una leggera ripresa che peraltro non è bastata ad elevare il reddito pro capite, il quale si è ridotto del 2,5% all'anno dal 1981. Anche in Cile il reddito pro capite è diminuito soprattutto a causa della sua forte contrazione agli inizi degli anni ottanta, mentre nel periodo più recente il PIL è aumentato ad un tasso elevato e stabile.

Africa e
Medio Oriente

In Africa e nel Medio Oriente la crescita economica è stata modesta e instabile. Per il secondo gruppo di paesi gli sviluppi sul mercato internazionale del

| Crescita del prodotto nei PVS | | | | | | | | |
|---|--|-------|------|------|------|------|------|-----------------------------|
| Paesi e gruppi di paesi | 1976-81 | 1982 | 1983 | 1984 | 1985 | 1986 | 1987 | Prodotto pro capite 1981-87 |
| | variazioni percentuali, in ragione annua | | | | | | | |
| Africa | 2,2 | 1,5 | -1,7 | 0,3 | 2,7 | 1,0 | 0,4 | -1,9 |
| Nigeria | -0,2 | -3,2 | -6,3 | -5,2 | 5,3 | -3,3 | 1,2 | -6,4 |
| Paesi sub-sahariani | 2,8 | 1,6 | -0,6 | 1,1 | 3,5 | 3,6 | 2,2 | -1,1 |
| Medio Oriente | 2,8 | -0,4 | 0,0 | 0,4 | -1,5 | 2,0 | -1,0 | -3,4 |
| Egitto | 8,1 | 5,5 | 9,0 | -2,9 | 9,4 | 5,9 | 3,1 | 2,1 |
| Asia | 6,7 | 4,5 | 7,2 | 8,9 | 6,3 | 6,3 | 7,0 | 5,0 |
| Cina | 6,5 | 6,3 | 8,7 | 16,7 | 12,5 | 7,6 | 9,4 | 9,8 |
| India | 4,4 | 3,7 | 7,8 | 3,8 | 6,3 | 4,4 | 2,4 | 1,9 |
| Filippine | 5,5 | 1,9 | 1,0 | -7,1 | -4,2 | 2,0 | 4,9 | -2,8 |
| NICs* | 9,3 | 4,4 | 8,3 | 9,0 | 3,5 | 10,7 | 12,2 | 6,5 |
| America Latina | 4,3 | -1,2 | -2,4 | 3,7 | 3,4 | 3,7 | 2,6 | -0,6 |
| Brasile | 4,5 | 0,9 | -2,4 | 5,7 | 8,3 | 8,2 | 3,0 | 1,7 |
| Messico | 7,4 | -0,6 | -4,2 | 3,6 | 2,6 | -3,8 | 1,4 | -2,6 |
| Argentina | 0,5 | -5,3 | 2,4 | 2,3 | -4,7 | 5,4 | 1,6 | -1,1 |
| Cile | 7,9 | -13,1 | -0,5 | 6,0 | 2,4 | 5,7 | 5,7 | -0,9 |
| Insieme dei PVS | 4,4 | 1,7 | 2,0 | 4,5 | 3,1 | 4,1 | 3,1 | 1,0 |
| * Paesi di recente industrializzazione: Corea del Sud, Hong Kong, Singapore e Taiwan. | | | | | | | | |
| Fonti: FMI, World Economic Outlook; ONU, Commission for Latin America and the Caribbean; statistiche nazionali. | | | | | | | | |

petrolio hanno costituito un fattore determinante, e lo stesso vale per la Nigeria. Tuttavia, fatta eccezione per pochi paesi, la crescita è stata lenta in tutta l'area e la flessione del reddito pro capite ha colpito paesi che sono già tra i più poveri del mondo.

In certa misura la decelerazione nel ritmo di crescita del prodotto rispetto ai periodi precedenti può essere ricollegata ai problemi del debito esterno (esaminati in modo più approfondito nel Capitolo V), dal momento che i paesi fortemente indebitati sono stati costretti ad adottare politiche restrittive per ridurre gli elevati disavanzi con l'estero. E' peraltro difficile quantificare l'impatto delle politiche ed in particolare di quella monetaria. Nondimeno, l'orientamento monetario parrebbe essere stato alquanto espansivo nei paesi asiatici e restrittivo invece nell'America Latina. Per quanto concerne la politica fiscale, i disavanzi pubblici in rapporto al PIL non sono stati ridotti in linea con i programmi o con le prescrizioni iniziali. Anzi, fatta eccezione per i paesi asiatici, i disavanzi sono ora più elevati che nel 1982. Tuttavia, tenendo conto dei ridotti introiti derivanti dal petrolio, degli esborsi netti per interessi sul debito esterno del settore pubblico e dell'influsso degli stabilizzatori automatici, l'impulso discrezionale della politica fiscale è stato probabilmente negativo per la maggior parte dei paesi.

L'azione delle politiche non è stata tuttavia il solo fattore ad influire sull'evoluzione della crescita economica e forse neppure il più importante. Fattori esterni, quali gli andamenti dei prezzi del petrolio e di altri prodotti primari e le variazioni nella domanda di esportazioni, hanno avuto rilevanti ripercussioni sui

Il ruolo delle politiche nel rallentamento economico

Altri fattori influenti sulla crescita

redditi reali. I loro effetti indiretti, attraverso le oscillazioni nelle disponibilità in valuta estera per importazioni, possono essere stati altrettanto importanti, non ultimo ai fini degli investimenti interni. Invero, la dimensione della spesa per investimenti ha considerevolmente influenzato i *trends* di crescita dei PVS e, insieme alle variazioni nel risparmio e nei saldi finanziari, fornisce un'indicazione della misura in cui l'aggiustamento in funzione di squilibri esterni o interni è stato effettuato dai singoli paesi senza compromettere il potenziale di crescita a lungo termine e senza incorrere in difficoltà sul fronte dell'inflazione.

Prezzi dei prodotti primari e altri fattori esogeni

Gli andamenti dei prezzi dei prodotti primari hanno influenzato la dinamica dei redditi dei vari gruppi di PVS, rafforzandone la crescita in termini reali nei paesi con una quota elevata di manufatti sul prodotto totale e riducendone invece il livello in quei paesi che dipendono fortemente dalle esportazioni di materie prime. Nel corso del primo semestre del 1987 i prezzi in dollari USA dei prodotti primari, escluso il petrolio, hanno proseguito nel loro andamento al ribasso, ma hanno poi avuto una sensazionale ripresa nel secondo semestre, con incrementi di prezzo particolarmente forti per i metalli e per le materie prime agricole. Questa inversione di tendenza è stata favorita dalla concomitante accelerazione della domanda interna nei paesi industriali e dai livelli relativamente bassi delle giacenze, ma probabilmente ha rispecchiato anche l'effetto ritardato del precedente deprezzamento del dollaro USA. Tuttavia, data l'intensità del precedente calo e malgrado un rialzo del 30% del prezzo a pronti del greggio, i corsi dei prodotti primari espressi in DSP hanno registrato in media una flessione di oltre il 5% nell'arco del 1987 e dell'1,5% se si esclude il petrolio e le altre fonti di energia (si veda la tabella seguente). Inoltre, in termini reali i prezzi delle materie prime non petrolifere hanno segnato per i PVS un calo di oltre il 6%, toccando un nuovo minimo storico dopo quelli del 1932 e del 1986.

Ulteriore
flessione dei
corsi dei
prodotti primari
non petroliferi,
seguito da un
forte recupero

I prezzi dei
prodotti primari
rimangono bassi
in termini reali

| Andamento dei corsi dei prodotti primari | | | | | | |
|---|---|------|-------|-------|-------|------------------|
| Principali gruppi merceologici | 1983 | 1984 | 1985 | 1986 | 1987 | 1980-87 media |
| | variazioni percentuali dei prezzi misurati in DSP | | | | | |
| Insieme dei prodotti primari ¹ | -5,4 | 2,2 | - 2,9 | -37,1 | - 5,5 | - 5,7 |
| Fonti di energia ¹ | -8,5 | 1,0 | - 1,1 | -44,2 | - 6,4 | - 6,5 |
| di cui: petrolio ² | -6,8 | 1,4 | - 1,4 | -57,1 | 14,4 | -10,0 |
| Prodotti primari escluso il petrolio ³ | 9,7 | 6,6 | -12,4 | -16,7 | - 1,5 | - 3,2 |
| di cui: alimentari | 12,3 | 3,5 | -14,7 | -23,9 | - 7,1 | - 5,4 |
| bevande | 11,7 | 21,1 | -10,9 | - 0,2 | -34,7 | - 4,3 |
| materie prime agricole | 5,1 | 11,9 | -14,2 | -12,0 | 21,2 | 0,8 |
| metalli | 8,4 | -1,2 | - 5,1 | -18,5 | 8,1 | - 3,2 |
| Paesi in via di sviluppo ^{3, 4} | 10,5 | 8,5 | -12,1 | -14,3 | - 6,2 | - 3,5 |
| In termini reali ⁵ | 10,5 | 6,7 | -12,4 | -13,3 | - 6,2 | - 4,9 |

¹ Indice generale HWWA. ² Prezzo spot dell'«Arabian light crude». ³ Indice FMI. ⁴ Media, escluso il petrolio. ⁵ Deflazionati in base al prezzo medio delle esportazioni di manufatti dei paesi industriali.
Fonti: HWWA; FMI, International Financial Statistics.

| Composizione merceologica delle esportazioni di prodotti primari escluso il petrolio | | | | | |
|--|----------------------|--|---------|---|------------------------|
| PVS, per aree geografiche | Alimentari e bevande | Materie prime agricole | Metalli | Prezzi medi dei prodotti primari non petroliferi in DSP | |
| | | | | 1986-87 | 1980-87 media |
| | | in percentuale sul totale delle esportazioni non petrolifere, in base ai dati del 1985 | | | variazione percentuale |
| Africa e Medio Oriente | 32,2 | 15,0 | 4,1 | 2,8 | -2,3 |
| Asia | 12,5 | 10,6 | 1,3 | 6,5 | -3,7 |
| America Latina | 40,8 | 10,0 | 6,3 | -16,3 | -3,8 |
| Insieme dei PVS | 23,2 | 10,9 | 3,2 | - 6,2 | -3,5 |
| Fonti: ONU, Monthly Bulletin of Statistics; FMI, World Economic Outlook. | | | | | |

Un altro aspetto degli sviluppi del 1987 è costituito dal fatto che, a causa di una sfavorevole composizione merceologica, i corsi delle materie prime per i PVS sono diminuiti in misura superiore alla media generale. Inoltre, le forti divergenze tra gli andamenti dei prezzi dei diversi gruppi merceologici hanno fatto sì che i guadagni e le perdite si siano distribuiti in modo assai differenziato tra i vari gruppi di PVS. I paesi dell'America Latina, per i quali gli alimentari e le bevande tropicali rappresentano un'ampia quota delle esportazioni (si veda la tabella precedente), hanno subito un calo dei corsi di oltre il 16%, anche se paesi come Bolivia, Cile e Perù hanno beneficiato di un forte rialzo delle quotazioni dei metalli. Analogamente i PVS minori della regione sub-sahariana, per i quali il caffè e il cacao sono importanti prodotti di esportazione, hanno registrato flessioni dei corsi e un peggioramento delle ragioni di scambio, mentre il gruppo dei paesi asiatici è stato avvantaggiato dall'ampia quota di materie prime agricole.

La crescita media delle esportazioni in volume dei PVS è rallentata da circa l'11% nel 1986 al 7% circa lo scorso anno. Anche in questo caso la distribuzione a livello di paesi e aree è stata alquanto disomogenea, rispecchiando l'influsso dei movimenti nei tassi di cambio effettivi reali, le variazioni nelle capacità produttive disponibili per le esportazioni e la destinazione geografica delle esportazioni. Così, i paesi africani hanno risentito sfavorevolmente della lenta crescita economica in Europa (si veda la tabella di pagina 43). Per contro, i paesi asiatici, con un'ampia quota di esportazioni dirette all'America del Nord e al Giappone, nonché ad altri PVS asiatici, sono stati favoriti dal perdurare di una crescita sostenuta in queste aree. Un certo rallentamento rispetto all'espansione estremamente rapida del 1986 è nondimeno intervenuto, soprattutto a seguito dell'introduzione di misure protezionistiche e di un più lento deprezzamento dei tassi di cambio effettivi reali. I paesi latino-americani hanno ottenuto il più sensazionale miglioramento rispetto al 1986. In questo senso ha senza dubbio influito positivamente l'ulteriore forte aumento delle importazioni da parte degli Stati Uniti, a cui si è aggiunto in alcuni paesi un deprezzamento del tasso di cambio effettivo reale, nonostante la marcata accelerazione dell'inflazione interna. Tuttavia, il ritmo di crescita delle esportazioni è stato assai diverso da paese a paese, segnando l'accelerazione più pronunciata in Brasile e in Messico. Questi due paesi

Distribuzione dei guadagni e delle perdite da variazioni dei prezzi dei prodotti primari

Più lenta crescita delle esportazioni per l'insieme dei PVS, con forti divari tra aree geografiche

contribuiscono insieme ad oltre il 50% delle esportazioni dell'America Latina, e nel 1987 il tasso di crescita delle loro esportazioni in volume è aumentato rispettivamente di 33 e 10 punti percentuali.

L'effetto complessivo dei fattori esterni è stato positivo

Nonostante il calo in termini reali dei corsi dei prodotti primari non petroliferi, le ragioni di scambio dei PVS sono migliorate nel 1987, dopo aver subito una perdita cumulativa nell'ordine del 30% durante il periodo 1980-86. L'effetto congiunto delle variazioni nelle ragioni di scambio e nel volume delle esportazioni può essere stimato per il 1987 al 3,5% circa del prodotto totale. L'influsso più favorevole dovuto a fattori esterni si è osservato nei paesi del Medio Oriente e in Asia, ma per tutti i gruppi i risultati del 1987 rappresentano un miglioramento rispetto agli ultimi sei anni. Sebbene i fattori esterni abbiano influito notevolmente sull'entità e sul profilo temporale delle variazioni del PIL, essi non sono stati certamente i soli ad agire. Ad esempio, se si analizzano le variazioni nei tassi di crescita del prodotto in diciassette paesi latino-americani nel periodo 1980-87, si può rilevare che le variazioni nel volume delle esportazioni e nelle ragioni di scambio hanno svolto un ruolo importante. Tuttavia, ancora più rilevanti in termini statistici sono le variazioni negli investimenti fissi reali, il cui contributo in molti paesi è stato negativo. Per giunta queste tre componenti rappresentano solo il 50% della variazione nella crescita del PIL, che va quindi attribuita per la parte restante ad altre componenti della domanda interna e agli effetti delle politiche.

| Fattori esterni influenti sulla dinamica del prodotto dei PVS | | | | | | | |
|---|--|-------|-----------------------------------|-------|---|--------|------|
| PVS, per aree geografiche | Ragioni di scambio 1986-87 1980-87 | | Esportazioni 1986-87 1980-87 | | Destinazione delle esportazioni dei PVS ¹ | | |
| | variazioni delle esportazioni in volume e delle ragioni di scambio, in percentuale del PIL | | | | America del Nord e Giap- pone | Europa | PVS |
| | | | | | | | |
| | | | | | in percentuale | | |
| Africa | 0,5 | - 8,1 | -0,4 | - 1,1 | 13,9 | 65,5 | 13,0 |
| Medio Oriente | 5,2 | -18,9 | -0,4 | -18,8 | 27,0 | 23,3 | 45,1 |
| Asia | 0,9 | - 1,9 | 3,5 | 23,2 | 46,1 | 15,8 | 29,3 |
| America Latina | 0,4 | - 2,3 | 0,8 | 5,1 | 43,9 | 21,4 | 22,9 |
| Insieme dei PVS ² | 2,3 | - 8,7 | 1,2 | 2,0 | 35,7 | 26,0 | 29,1 |

¹ Basata sui flussi di scambio del 1985, compreso il petrolio. ² Medie calcolate adottando pesi dell'esportazione e tassi di cambio del 1985.

Fonti: ONU, Monthly Bulletin of Statistics, Commission for Latin America and the Caribbean; FMI, World Economic Outlook.

Formazione di capitale

Debole dinamica degli investimenti negli anni ottanta

La crescita lenta o negativa degli investimenti non è un fenomeno limitato all'America Latina, né il suo contributo negativo è stato uniforme durante tutto il periodo 1980-87. Esso è stato più pronunciato agli inizi degli anni ottanta, allorché la quota degli investimenti fissi sul prodotto si è ridotta di 2 punti percentuali per tutti i PVS (si veda la tabella seguente). Dopo aver registrato

| Investimenti: quota sul prodotto ed efficienza | | | | | | | |
|---|----------------------|------|------|------|------|------|------|
| Per gruppi di paesi | 1976-81 ¹ | 1982 | 1983 | 1984 | 1985 | 1986 | 1987 |
| | in percentuale | | | | | | |
| A. Investimenti/PIL | | | | | | | |
| Africa | 24,0 | 24,1 | 21,3 | 19,0 | 18,3 | 19,7 | 18,6 |
| Medio Oriente | 24,0 | 26,5 | 30,1 | 28,5 | 27,1 | 26,0 | 25,0 |
| Asia | 29,5 | 27,1 | 26,9 | 27,3 | 28,1 | 28,3 | 27,3 |
| America Latina | 23,4 | 20,7 | 17,0 | 17,1 | 17,6 | 18,3 | 17,5 |
| Insieme dei PVS | 25,7 | 24,8 | 24,2 | 23,7 | 23,8 | 24,0 | 23,0 |
| <i>Paesi industriali</i> | 23,6 | 20,8 | 21,0 | 22,4 | 21,9 | 22,2 | 22,5 |
| B. Efficienza degli investimenti² | | | | | | | |
| Africa | 10,0 | 5,0 | 3,8 | 3,2 | 3,3 | 8,2 | 10,0 |
| Medio Oriente | 11,2 | -4,1 | -3,1 | 0,2 | -0,2 | 0,9 | 2,0 |
| Asia | 22,0 | 24,0 | 24,9 | 25,2 | 25,3 | 24,5 | 23,8 |
| America Latina | 18,2 | 6,1 | 3,9 | 8,3 | 11,8 | 16,4 | 17,3 |
| Insieme dei PVS | 17,3 | 10,8 | 10,7 | 12,5 | 13,6 | 15,4 | 15,9 |
| Paesi produttori di petrolio | 20,5 | -3,0 | -2,8 | -0,2 | -0,5 | 1,3 | 2,9 |
| Altri paesi | 15,3 | 18,0 | 17,9 | 20,0 | 21,5 | 24,0 | 23,9 |
| <i>Paesi industriali</i> | 11,8 | 9,3 | 11,3 | 11,6 | 15,0 | 14,4 | 11,4 |

¹ Anno 1979 per la quota degli investimenti. ² Calcolata come rapporto tra la variazione percentuale del PIL (media mobile di cinque anni) e la quota degli investimenti fissi sul prodotto.

Fonti: FMI, World Economic Outlook; OCSE, National Accounts.

una certa ripresa nel 1986, la formazione di capitale si è ulteriormente ridotta lo scorso anno; in Africa e nell'America Latina la sua quota sul prodotto è ora inferiore di circa 4-6 punti alla media per l'insieme dei PVS. La debole dinamica degli investimenti non ha influito soltanto sulla crescita del prodotto e della domanda aggregata. Come in molti paesi industriali, il prolungato periodo di lenta espansione degli investimenti ha agito sfavorevolmente sulla capacità produttiva e sul potenziale di crescita. Lo si è potuto osservare agli inizi dello scorso anno, allorché una ripresa della domanda interna in diversi paesi dell'America Latina ha rapidamente incontrato strozzature dal lato dell'offerta, generando spinte inflazionistiche anche in presenza di redditi pro capite ancora molto inferiori ai livelli precedenti. Inoltre, con un più basso potenziale di crescita produttiva, vi sono minori possibilità di migliorare il saldo con l'estero nel più lungo periodo senza ridurre il grado di assorbimento interno e di elevare il livello dei redditi pro capite. A questo riguardo occorre purtroppo constatare che la più debole dinamica degli investimenti fissi si è avuta in Africa e nell'America Latina, dove la crescita demografica è più forte e dove i redditi pro capite sono i più bassi o hanno subito le flessioni più pronunciate.

Un altro aspetto sfavorevole è il basso o decrescente indice di efficienza degli investimenti in molti PVS. Ciò spiega in parte la carenza di incentivi all'investimento, ma può essere anche visto come il portato di una più lenta crescita economica e, in taluni casi, di un'inefficiente allocazione di scarse risorse di capitale. La situazione è particolarmente grave in Africa, dove il livello di efficienza degli investimenti, anche dopo un certo miglioramento nel 1986-87, non supera la metà della media per l'intero gruppo di PVS non petroliferi, offrendo scarsi incentivi all'afflusso di capitali privati. In America Latina, per

Bassa efficienza degli investimenti, soprattutto in Africa

contro, sono stati pressoché ripristinati i valori precedenti, e i paesi asiatici hanno raggiunto livelli di efficienza quasi doppi rispetto ai paesi industriali.

Risparmio e saldi finanziari

Aggiustamento
esterno a scapito
degli investimenti

L'insoddisfacente dinamica degli investimenti si ricollega senza dubbio anche al problema dell'elevato indebitamento esterno. Di fronte all'esigenza di migliorare i loro conti con l'estero, i paesi fortemente indebitati hanno dovuto accrescere il risparmio nazionale rispetto agli investimenti oppure ridurre gli investimenti in relazione al risparmio disponibile da fonti interne. Dal punto di vista del mantenimento del livello degli investimenti e della crescita del potenziale produttivo sarebbe stato ovviamente desiderabile che la correzione degli squilibri esterni fosse avvenuta mediante un aumento del risparmio. D'altra parte, dati i redditi prossimi ai livelli di sussistenza in molti paesi, le possibilità di incrementare il risparmio privato erano limitate. Alla stessa stregua un aumento del risparmio pubblico attraverso maggiori entrate tributarie o tagli alla spesa corrente non ha costituito spesso un'opzione realistica. Considerando anche l'elevato contenuto di importazioni dei beni d'investimento e l'impellente necessità di ridurre i disavanzi esterni, non desta forse sorpresa che l'onere maggiore dell'aggiustamento esterno sia ricaduto sulla spesa privata per investimenti, mentre i programmi di spesa pubblica sono stati drasticamente ridimensionati soprattutto nei paesi costretti a ridurre il disavanzo pubblico.

Dalla tabella che segue si può rilevare in che misura l'aggiustamento esterno sia stato conseguito senza compromettere le strategie di sviluppo interno. Oltre alle variazioni nel saldo corrente, la tabella riporta gli andamenti di due indicatori del risparmio: i saldi finanziari del settore privato e il risparmio nazionale lordo, che esprimono le risorse disponibili per investimenti e deflussi netti di capitali. Dal 1982 il saldo delle partite correnti per l'insieme dei PVS è migliorato nella misura di circa il 3% del PIL; se si considera che i disavanzi del settore pubblico sono andati mediamente aumentando, ciò indica che questo risultato è dovuto ad un miglioramento dei saldi finanziari del settore privato. Tuttavia, poiché la quota di risparmio nazionale è aumentata solo di 1,1 punti, ne consegue che oltre la metà della variazione del saldo corrente è derivata da più bassi investimenti.

Notevoli differenze nella
fisio-
nomia degli
aggiustamenti

Questo quadro d'insieme è tuttavia il risultato di aggiustamenti che presentano notevoli differenze tra i tre gruppi di paesi riportati nella tabella. In Asia l'aumento del risparmio nazionale è stato sufficiente a "finanziare" il miglioramento dei conti con l'estero, e la variazione del saldo finanziario del settore non statale indica che l'incremento è per la maggior parte provenuto dal risparmio privato. I paesi latino-americani hanno ottenuto il più ampio miglioramento del saldo delle partite correnti, attribuibile per lo più ad un accresciuto avanzo finanziario del settore privato. Tuttavia, poiché l'incremento del risparmio nazionale è stato di gran lunga inferiore alla variazione del saldo corrente, la maggior parte dell'aggiustamento esterno è stata conseguita a spese degli investimenti. In Africa l'assenza di qualsiasi aggiustamento interno è ancor più evidente. L'aumento dell'eccedenza finanziaria del settore privato ha superato ampiamente la variazione nella bilancia delle partite correnti, ma ciò è dovuto integralmente ad una

| Risparmio e saldi finanziari | | | | | | | | |
|--|------------------------|------|------|------|------|------|------|-----------------------|
| Gruppi di paesi | 1979 | 1982 | 1983 | 1984 | 1985 | 1986 | 1987 | Variazione 1982-87 |
| | in percentuale del PIL | | | | | | | |
| America Latina | | | | | | | | |
| Saldo corrente | -3,7 | -5,6 | -1,5 | -0,3 | -0,6 | -1,9 | -1,1 | 4,5 |
| Saldo finanziario* | -3,0 | 0,7 | 4,3 | 3,7 | 3,0 | 3,2 | 4,6 | 3,9 |
| Risparmio nazionale | 19,7 | 15,1 | 15,5 | 16,8 | 17,0 | 16,4 | 16,4 | 1,3 |
| Asia | | | | | | | | |
| Saldo corrente | -1,4 | -2,1 | -1,7 | -0,5 | -1,5 | 0,5 | 2,1 | 4,2 |
| Saldo finanziario* | 2,2 | 2,2 | 1,6 | 2,4 | 1,6 | 4,6 | 6,3 | 4,1 |
| Risparmio nazionale | 28,1 | 25,0 | 25,2 | 26,8 | 26,6 | 28,8 | 29,4 | 4,4 |
| Africa | | | | | | | | |
| Saldo corrente | -3,2 | -7,3 | -4,6 | -2,4 | -1,0 | -4,7 | -3,8 | 3,5 |
| Saldo finanziario* | 2,8 | 1,0 | 4,6 | 3,4 | 3,9 | 1,5 | 5,2 | 4,2 |
| Risparmio nazionale | 20,8 | 16,8 | 16,7 | 16,6 | 17,3 | 15,0 | 14,8 | -2,0 |
| Insieme dei PVS | | | | | | | | |
| Saldo corrente | 1,4 | -2,9 | -2,4 | -1,2 | -0,9 | -1,8 | 0,0 | 2,9 |
| Saldo finanziario | 3,6 | 2,9 | 3,5 | 3,8 | 3,6 | 4,8 | 6,3 | 3,4 |
| Risparmio nazionale | 27,1 | 21,9 | 21,8 | 22,5 | 22,8 | 22,2 | 23,0 | 1,1 |
| Per memoria: | | | | | | | | |
| Paesi industriali | | | | | | | | |
| Risparmio nazionale | 23,2 | 20,4 | 20,8 | 21,7 | 21,3 | 22,0 | 22,1 | 1,7 |
| * Il settore privato comprende le amministrazioni locali e le imprese pubbliche. | | | | | | | | |
| Fonte: FMI, World Economic Outlook. | | | | | | | | |

ridotta attività di investimento, dato che la quota di risparmio lordo è diminuita durante questo periodo.

Nel complesso i paesi in via di sviluppo sono stati in grado di fronteggiare il problema del debito nel breve periodo nel senso che dal 1982 i disavanzi di parte corrente sono stati sensibilmente ridotti. Tuttavia, se si prescinde dal gruppo di paesi asiatici, l'aggiustamento esterno è stato ottenuto ad un costo elevato in termini di ridotti investimenti interni e di più lenta crescita del potenziale produttivo.

Inflazione e politiche antinflazionistiche

Uno degli aspetti più sfavorevoli degli sviluppi recenti nei PVS è la forte recrudescenza dell'inflazione nel 1987. Come si può notare nella tabella seguente, l'accelerazione è principalmente dovuta agli andamenti nei paesi dell'America Latina, sebbene il tasso di incremento dei prezzi sia aumentato anche in Africa e nel Medio Oriente. In Asia l'inflazione è rimasta relativamente stabile ad un livello inferiore al 9%, benché in Cina l'eccesso di domanda e l'accelerazione nella dinamica dei prezzi costituiscano ormai un problema per le autorità. La ripresa della dinamica ascendente dei prezzi nell'America Latina è stata molto sostenuta ed ha coinvolto la maggior parte dei paesi di quest'area, con punte più elevate in

Forte ripresa
dell'inflazione nel
1987

Brasile, Argentina e Messico. Il fenomeno può essere connesso in ampia misura all'abolizione di precedenti misure antinflazionistiche. In Argentina e in Brasile l'abbandono dei Piani Austral e Cruzado (su cui si ritornerà in seguito) ha liberato il potenziale inflazionistico accumulatosi nel 1986 per effetto dei controlli sui prezzi e delle politiche espansive della domanda. Un altro elemento che ha intensificato le spinte al rialzo sui prezzi, specie in Messico e in Brasile, è rappresentato dalle modifiche apportate ai sussidi e alle tariffe pubbliche nel quadro dell'azione di contenimento dei disavanzi del settore pubblico. In aggiunta, la svalutazione del cambio, nel tentativo di rafforzare la competitività dell'industria di esportazione, si è accompagnata ad incrementi dei prezzi all'importazione e al consumo. In alcune aree la scarsità di beni importati può aver dato ulteriore impulso all'ascesa dei prezzi. Infine, nei paesi con una lunga esperienza di alta inflazione le politiche volte a rimuovere le distorsioni di mercato e a modificare i prezzi relativi al fine di una più efficiente allocazione delle risorse possono aver generato spinte inflazionistiche, quanto meno nella loro fase iniziale.

Non mancano tuttavia eccezioni in questo quadro nel complesso alquanto fosco. Il più sensazionale successo è stato quello ottenuto dalla Bolivia, dove lo scorso anno i prezzi sono aumentati solo del 10% rispetto ad una iperinflazione di quasi il 12.000% nel 1985, grazie alla terapia d'urto applicata dal governo. La principale componente del programma di stabilizzazione è stata una riforma monetaria affiancata da un'impostazione estremamente restrittiva della politica fiscale, che ha consentito di eliminare in tre anni un disavanzo del settore pubblico corrispondente a quasi il 30% del PIL. Altri programmi di stabilizza-

| Inflazione nei PVS | | | | | | | |
|------------------------------|--|-------|-------|---------|----------|-------|-------------------|
| Paesi e gruppi di paesi | 1976-81 | 1982 | 1983 | 1984 | 1985 | 1986 | 1987 |
| | variazione percentuale dei prezzi al consumo, in ragione annua | | | | | | |
| Africa e Medio Oriente | 15,6 | 12,6 | 15,2 | 17,7 | 12,3 | 12,0 | 16,3 |
| Egitto | 6,2 | 14,8 | 16,1 | 17,1 | 13,3 | 22,6 | 19,7 |
| Nigeria | 17,0 | 7,7 | 23,2 | 39,6 | 5,5 | 5,4 | 11,0 ¹ |
| Asia | 8,7 | 6,3 | 6,6 | 7,2 | 7,1 | 8,0 | 8,7 |
| Cina | 3,1 | 2,0 | 2,0 | 2,7 | 11,5 | 6,0 | 7,3 |
| India | 6,5 | 7,9 | 11,9 | 8,3 | 5,6 | 8,7 | 9,4 ² |
| Filippine | 12,8 | 10,2 | 10,0 | 50,3 | 23,1 | 0,7 | 3,8 |
| Corea del Sud | 18,4 | 7,3 | 3,4 | 2,3 | 2,5 | 2,3 | 3,2 |
| America Latina | 49,2 | 66,8 | 108,2 | 131,9 | 143,2 | 88,4 | 130,8 |
| Argentina | 132,5 | 164,8 | 343,8 | 626,7 | 672,0 | 90,0 | 131,0 |
| Brasile | 62,8 | 98,0 | 142,0 | 196,7 | 227,0 | 150,0 | 219,0 |
| Messico | 23,7 | 58,9 | 101,8 | 65,5 | 57,7 | 86,2 | 131,8 |
| Bolivia | 21,9 | 133,3 | 269,0 | 1.281,4 | 11.750,0 | 276,0 | 10,0 ¹ |
| Insieme dei PVS ³ | 22,4 | 25,5 | 38,2 | 46,0 | 47,4 | 32,1 | 45,8 |

¹ Secondo trimestre. ² Terzo trimestre. ³ Medie calcolate impiegando pesi del PIL e tassi di cambio del 1985.

Fonti: FMI, International Financial Statistics e World Economic Outlook.

zione hanno avuto meno successo. In Argentina il Piano Austral, che si è avvalso di un blocco totale dei salari e dei prezzi, è riuscito in un primo tempo a ridurre il tasso di inflazione da oltre il 1.000% al più basso livello (82%) di questo decennio, ma il successivo allentamento delle politiche ha rinfocolato le aspettative inflazionistiche, e alla fine dello scorso anno il tasso di aumento dei prezzi al consumo era risalito al 175%. Anche in Brasile il Piano Cruzado – che ha temporaneamente soppresso qualsiasi forma di indicizzazione – è riuscito inizialmente a ridurre l'inflazione; tuttavia, a causa di un sensibile aumento delle retribuzioni reali, si sono ben presto sviluppate pressioni da eccesso di domanda. Il Piano è stato ufficialmente abbandonato agli inizi del 1987, quando le autorità hanno sospeso tutti i controlli sui prezzi nel tentativo di assorbire l'eccesso di domanda attraverso l'aggiustamento *una tantum* dei prezzi. Tuttavia, con il ripristino dell'indicizzazione si è innescata una spirale salari/prezzi cosicché alla fine del 1987 il tasso di inflazione raggiungeva il 365%, il livello massimo di questo decennio, notevolmente superiore a quello prevalente prima dell'introduzione del Piano.

Il tentativo più recente di porre sotto controllo l'inflazione con l'ausilio di una organica politica dei redditi è quello rappresentato dal "patto di solidarietà economica" concluso in Messico alla fine dello scorso anno. Poiché l'attuale dinamica dell'inflazione risente degli effetti del blocco temporaneo dei salari e dei prezzi, è troppo presto per poter esprimere un giudizio su questo nuovo programma di stabilizzazione. L'esperienza inflazionistica dell'America Latina non è tuttavia molto incoraggiante. Nel quinquennio che ha preceduto l'insorgere della crisi debitoria l'inflazione media nei paesi latino-americani era quasi quadrupla rispetto a quella degli altri PVS. Inoltre, nel periodo 1982–87 i paesi di questa area hanno visto raddoppiarsi il loro tasso di inflazione, e solo in un anno (il 1986) l'incremento dei prezzi è stato inferiore al 100%. L'esperienza della Bolivia dà adito a qualche speranza, anche se resta da vedere come reagirà l'inflazione una volta che saranno state allentate le politiche di austerità. Va aggiunto che, pur essendo necessario il ricorso a misure radicali in condizioni di iperinflazione, i costi sociali del programma boliviano – una caduta del reddito pro capite di quasi il 30% e un aumento della disoccupazione al 21,5% – sono stati assai elevati e potrebbero non essere socialmente o politicamente sostenibili in altri paesi.

III. Il commercio e i pagamenti internazionali

Aspetti salienti

L'anno scorso sono intervenuti sostanziali mutamenti nella configurazione complessiva delle bilance dei pagamenti correnti, con un deterioramento di \$ 32 miliardi del saldo aggregato dei paesi industriali, a fronte di un ancora più marcato miglioramento, di \$ 41 miliardi, nel saldo dei paesi in via di sviluppo. Per la prima volta da quando sono disponibili statistiche specifiche, il gruppo dei PVS non esportatori di fonti di energia ha registrato un leggero avanzo corrente. Tra i paesi industriali, i notevoli squilibri nominali nei conti con l'estero degli Stati Uniti, del Giappone e della Germania si sono invece ulteriormente ampliati. Inoltre, una parte rilevante del rafforzamento della posizione esterna corrente dei PVS ha trovato contropartita in un peggioramento nella posizione sull'estero degli altri paesi industriali.

Questo quadro d'insieme, che mostra il benefico spostamento del disavanzo corrente dai PVS ai paesi industriali, nonché l'apparente assenza di aggiustamenti esterni nei tre maggiori paesi industriali, richiede talune precisazioni. Il miglioramento nel saldo corrente aggregato dei PVS è dovuto in ampia misura al recupero dei prezzi del petrolio, di cui hanno goduto essenzialmente i principali paesi produttori, e al dinamico andamento del commercio con l'estero dei paesi di recente industrializzazione del Sud-Est asiatico. I paesi fortemente indebitati, in alcuni dei quali sono stati compiuti lo scorso anno encomiabili sforzi di aggiustamento, hanno presentato nel loro insieme un progresso di parte corrente solo relativamente modesto, e la loro posizione esterna è rimasta alquanto precaria. D'altra parte, la persistenza di ampi squilibri nominali negli Stati Uniti, in Giappone e in Germania ha celato l'aggiustamento di fondo, il quale si è espresso in una sensibile riduzione degli sbilanci commerciali a prezzi costanti e si è fatto sempre più palese con il procedere dell'anno. Vi è motivo di ritenere che in questi paesi il processo di aggiustamento acquisterà ulteriore slancio durante l'anno in corso.

Lo spostamento nei pagamenti internazionali si è realizzato in un contesto di crescita sostenuta del commercio mondiale che, dopo una fase di lentezza, ha mostrato una forte accelerazione verso la fine del 1987 e che, a differenza dell'anno precedente, è stata sorretta da una più uniforme espansione dell'interscambio nella maggior parte dei gruppi di paesi.

Nel 1987 gli interventi sul mercato dei cambi, effettuati in misura crescente da numerose banche centrali, hanno esercitato una forte influenza sui movimenti internazionali dei capitali e sui flussi di finanziamento degli squilibri correnti. Il conseguente aumento delle riserve ufficiali ha comportato una quota molto più ampia dei fondi ufficiali nel finanziamento degli squilibri esterni, soprattutto del disavanzo corrente degli Stati Uniti. Il miglioramento della posizione sull'estero dei PVS ha permesso loro di accumulare un rilevante ammontare di riserve ufficiali in valuta. Tuttavia, le acquisizioni di riserve si sono concentrate in pochi

paesi, mentre nella maggior parte dei PVS con problemi di indebitamento esse sono state di proporzioni modeste. Dati gli sforzi compiuti dai creditori commerciali per ridurre la loro esposizione verso i paesi indebitati, questi ultimi hanno ancor più accresciuto la loro dipendenza dai flussi ufficiali di finanziamento.

Il commercio mondiale

Secondo stime provvisorie, nel 1987 il ritmo di crescita del commercio mondiale in volume ha mostrato una leggera accelerazione, portandosi al 4,75%. Poiché il tasso di incremento dei prezzi medi in dollari delle merci scambiate si è più che raddoppiato, salendo a circa il 10%, il valore in dollari correnti del commercio mondiale è aumentato di circa il 15%, totalizzando oltre \$ 2.400 miliardi.

Nel 1987 l'evoluzione del commercio mondiale ha presentato tre caratteristiche salienti. Anzitutto, nel complesso la sua crescita si è distribuita più uniformemente tra i principali gruppi di paesi rispetto agli anni precedenti; in secondo luogo la crescita è andata fortemente accelerando nel corso dell'anno; infine, i paesi asiatici di recente industrializzazione (NICs) hanno conseguito per il secondo anno consecutivo straordinari tassi di crescita nel volume dell'interscambio, assumendo in campo commerciale un ruolo assolutamente primario fra i paesi in via di sviluppo.

La domanda di importazioni dei paesi industriali, pur riducendo il suo ritmo di crescita dal 9% nel 1986 al 6% nel 1987, è stata ancora una volta il fattore che più ha contribuito all'espansione del commercio mondiale. Il suo rallentamento va attribuito soprattutto alla netta flessione, da quasi il 15% nel 1986 al 5% nel 1987, del ritmo di crescita in volume delle importazioni degli Stati Uniti, mentre negli altri paesi la domanda reale di importazioni ha continuato a crescere in media di circa il 7%. Tuttavia, queste variazioni su base annuale non fanno trasparire la forte accelerazione nella seconda metà dell'anno, allorché il deciso aumento della domanda reale interna nei paesi industriali si è rapidamente tradotto in un tasso di crescita delle importazioni di oltre il 10% in ragione annua.

Dopo un calo senza precedenti nel 1986 (di oltre il 5%), nel 1987 la domanda di importazioni nei PVS è cresciuta, per la seconda volta dal 1981, di circa il 2,5%. L'incremento positivo delle importazioni ha riguardato essenzialmente il gruppo dei paesi non esportatori di fonti di energia, le cui quantità importate si stima siano cresciute dell'8%, rispetto ad un aumento soltanto marginale nel 1986. Tuttavia, il dato medio è dovuto principalmente alla sostenezza della domanda di importazioni nel Sud-Est asiatico. Negli altri paesi non esportatori di fonti di energia, le cui importazioni in volume si erano ridotte nel 1986, l'allentamento dei vincoli esterni in virtù dei maggiori introiti da esportazioni ha consentito solo un'espansione assai modesta delle importazioni nel 1987. I paesi esportatori di fonti di energia hanno mantenuto le restrizioni alle importazioni, ma la loro compressione in termini reali, del 12% circa, è stata solo pari alla metà di quella ottenuta l'anno precedente.

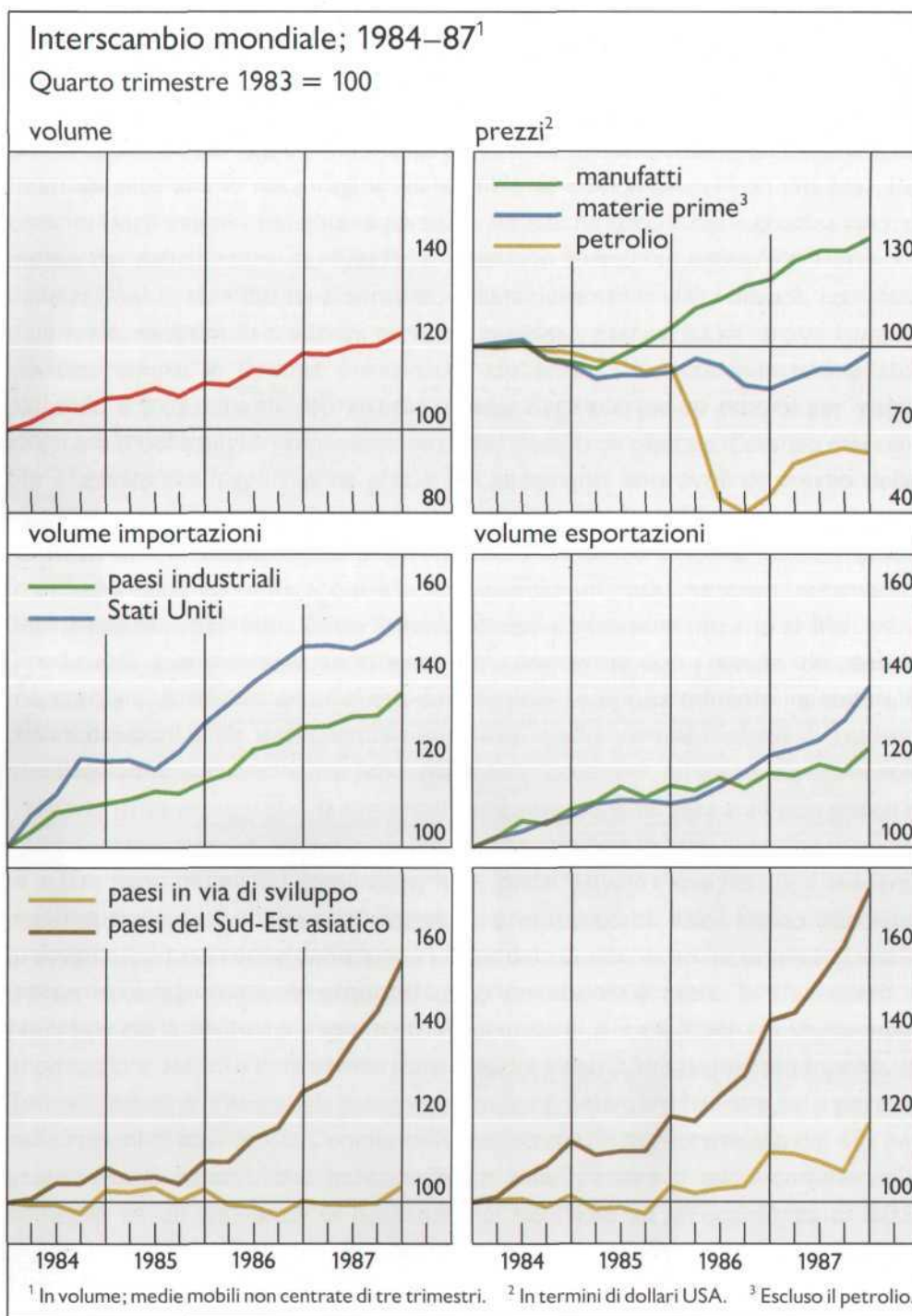
Nel 1987 le esportazioni dei paesi industriali sono cresciute in termini reali di circa il 4%, rispetto al 2,5% nel 1986. Gran parte di questa accelerazione va

Leggera accelerazione dell'interscambio mercantile ...

... ed espansione della domanda di importazioni sia nei paesi industriali sia nei PVS

Accelerazione
nella crescita
delle esporta-
zioni nei paesi
industriali ...

attribuita agli Stati Uniti, dove il tasso di crescita delle esportazioni, salito dall'8% nel 1986 al 12% nel 1987, è stato di gran lunga il più elevato di tutti i principali paesi industriali. Sospinta dal rafforzamento dell'attività economica nella seconda metà dell'anno, la crescita delle esportazioni si è fatta generalmente più vigorosa, anche a causa della loro forte ripresa in Europa.



... ma rallenta-
mento nell'in-
sieme dei PVS

I PVS sono stati i maggiori beneficiari della crescita delle importazioni nei paesi industriali, i quali hanno assorbito il 60% delle loro vendite all'estero. Si stima che, in termini reali, le esportazioni aggregate dei PVS abbiano rallentato la

propria crescita dall'11% nel 1986 al 7% nel 1987, ma ciò è unicamente dovuto alla debolezza della domanda di petrolio. Mentre infatti le esportazioni in volume dei paesi esportatori di fonti di energia sono rimaste stazionarie, quelle degli altri PVS sono cresciute per il secondo anno consecutivo, di circa il 10%; una quota significativa di questa crescita ha rispecchiato il dinamico andamento delle esportazioni dei paesi del Sud-Est asiatico.

Gli spostamenti nella struttura geografica del commercio mondiale hanno in gran parte rispecchiato le variazioni intervenute nella composizione merceologica dell'interscambio nel corso degli ultimi due anni. Nel 1987 la crescita delle quantità scambiate di manufatti è aumentata di circa 1,5 punti percentuali portandosi al 5%, con una marcata accelerazione con il procedere dell'anno. Anche l'interscambio agricolo, dopo essere rimasto stazionario nel 1986, è cresciuto ad un tasso stimato del 4% durante il 1987, che rappresenta il maggiore incremento reale dal 1981. Il commercio mondiale di petrolio e di altri prodotti minerari, la cui espansione del 7,5% aveva costituito l'elemento trainante della crescita quantitativa dell'interscambio nel 1986, si stima sia calato l'anno scorso dell'1%.

Le variazioni in dollari dei prezzi dei principali gruppi di prodotti primari hanno presentato un andamento convergente nel 1987. Dopo un calo del 50% nel 1986, i prezzi internazionali del greggio sono risaliti del 28,5% nel 1987, situandosi in media d'anno ad un livello di \$ 17 il barile. In termini reali, nel 1987 il prezzo medio è rimasto di circa il 4% inferiore a quello del 1978, l'anno precedente il secondo *shock* petrolifero. I prezzi dei prodotti primari non petroliferi sono notevolmente cresciuti a partire da metà anno, anche se l'incremento del 4,5% su base annua è stato ben al di sotto di quello del 12% dei prezzi dei manufatti. Tra le materie prime non petrolifere i prezzi dei prodotti alimentari e delle bevande tropicali, importanti merci di scambio per numerosi PVS a basso reddito, sono in genere rimasti depressi, mentre quelli delle materie prime agricole e dei metalli hanno avuto un andamento particolarmente sostenuto.

Benché l'interscambio di servizi abbia dimensioni assai più ridotte di quello mercantile, il loro ruolo nelle transazioni internazionali e il contributo da essi fornito all'aggiustamento delle bilance dei pagamenti è destinato a crescere in futuro. Ciò vale non solo per i servizi tradizionali, come trasporti e turismo, ma ancor più per un'ampia gamma di attività che va dai servizi finanziari a quelli di consulenza, dall'informatica alle telecomunicazioni, le quali si stanno rapidamente espandendo in seguito ad importanti progressi nelle tecnologie dell'informazione ed alla tendenza verso la deregolamentazione delle attività terziarie interne.

La tabella seguente mostra che dal 1976 l'interscambio mondiale di servizi è cresciuto più velocemente di quello mercantile, e la sua quota sul commercio totale di beni e servizi è salita dal 24% nel 1976 al 30% nel 1987. Tuttavia, questa sostenutezza va in gran parte attribuita al notevole incremento dei redditi da investimento che si è accompagnato alla straordinaria espansione dei crediti internazionali ed alla crescita dei tassi di interesse durante parte dell'ultimo decennio. I servizi in senso stretto hanno invece mostrato un'espansione più o meno in linea con quella del commercio dei beni. Questa constatazione può apparire sorprendente, considerato il netto spostamento a favore delle attività terziarie nelle economie più avanzate, dal quale ci si poteva aspettare una più

Cambiamenti
nella composi-
zione merceolo-
gica ...

... e nei prezzi
relativi dei beni
scambiati

Crescente
importanza degli
scambi di servizi

rapida crescita dell'interscambio nei servizi stessi. Tuttavia, i dati aggregati qui riportati potrebbero non esprimere appieno le tendenze di fondo. Come è noto, le statistiche sulle transazioni per servizi non sono molto attendibili, come dimostra, ad esempio, l'ampia discrepanza tra l'ammontare rilevato delle esportazioni di servizi e quello delle importazioni. Inoltre, hanno avuto luogo sostanziali variazioni di prezzi, sia tra le differenti categorie di servizi, sia rispetto ai prezzi delle merci, che possono aver occultato divergenze nei tassi di crescita reale fra l'interscambio di beni e di servizi. Per giunta, talune innovazioni tecnologiche che possono favorire gli scambi internazionali di servizi costituiscono un fenomeno relativamente recente, e il loro impatto potrebbe farsi sentire maggiormente in futuro. Infine, come è stato riconosciuto includendo i servizi per la prima volta nell'attuale tornata di negoziazioni commerciali multilaterali (*Uruguay Round*), un accordo sulle regole che disciplinano gli scambi e gli investimenti nel settore dei servizi potrebbe dare ulteriore impulso all'interscambio di queste attività.

| Interscambio mondiale di beni e servizi ¹ | | | | |
|--|----------------------------|-------|-------|-------------------|
| Voci | 1976 | 1981 | 1986 | 1987 ² |
| | in miliardi di dollari USA | | | |
| Totale | 1.185 | 2.592 | 2.777 | 3.218 |
| Merci | 903 | 1.820 | 1.928 | 2.251 |
| Servizi | 282 | 772 | 849 | 967 |
| Redditi da investimenti | 79 | 350 | 374 | n.d. |
| Altri servizi | 203 | 422 | 475 | n.d. |
| <i>Quota percentuale sull'interscambio complessivo di beni e servizi</i> | | | | |
| Totale servizi | 24 | 30 | 31 | 30 |
| Servizi diversi dai redditi da investimenti | 17 | 16 | 17 | n.d. |

¹ Esclusa l'Europa orientale. ² Stime provvisorie.
 Fonti: FMI, Balance of Payments Yearbook e World Economic Outlook, aprile 1988.

Persistono le spinte protezionistiche

Nel 1987 non vi sono stati segni di cedimento delle spinte protezionistiche nell'economia mondiale. In particolare, il persistere di ampi squilibri nell'interscambio e le perduranti difficoltà incontrate nell'attuare aggiustamenti strutturali hanno favorito la ricerca di soluzioni bilaterali, ampliando così la quota del commercio mondiale che si sottrae all'ambito delle regolamentazioni multilaterali. Nonostante l'impegno delle parti contraenti per una tregua nel corso dell'*Uruguay Round*, vi è stata un'ulteriore proliferazione delle misure facenti parte della cosiddetta "zona grigia", quali le restrizioni volontarie alle esportazioni, gli accordi di spartizione di quote di mercato ed altre barriere non tariffarie volte ad eludere le norme del GATT; si può stimare che sia pertanto salita al 50% la quota dell'interscambio mondiale di fatto "amministrata". Nel settembre del 1987, alla fine del primo anno dell'*Uruguay Round*, il GATT aveva documentato l'esistenza di 251 nuove intese del tipo sopradDETTO.

La persistente preoccupazione a riguardo degli squilibri commerciali bilaterali è stata accompagnata anche da un notevole rafforzamento del cosiddetto

process protectionism, consistente nella minaccia o nell'adozione effettiva di provvedimenti antidumping o di dazi ritorsivi – sulla base di procedure istituzionali di accertamento – allo scopo di scoraggiare le importazioni o provocare una restrizione delle esportazioni. Un ulteriore esempio della tendenza verso il bilateralismo è la recente serie di accordi commerciali regionali, fra i quali spicca l'accordo di libero scambio concluso nell'ultima parte del 1987 tra gli Stati Uniti e il Canada. L'accordo USA-Canada ha riguardato diverse aree che erano rimaste tradizionalmente estranee alla disciplina del GATT, e in particolare agricoltura, servizi ed investimenti connessi al commercio, che costituiscono importanti punti all'ordine del giorno dell'*Uruguay Round*; è probabile che nel complesso tale accordo abbia un effetto propulsivo sul commercio. Tuttavia, esso solleva anche interrogativi circa il ruolo degli accordi bilaterali in un sistema mondiale di libero scambio basato sui principi della non discriminazione e del trattamento della nazione più favorita.

L'aggiustamento esterno nei tre maggiori paesi industriali

A prima vista il 1987 appare deludente sotto il profilo dell'aggiustamento esterno nei tre maggiori paesi industriali. Gli squilibri si sono ulteriormente ampliati, in quanto il disavanzo corrente USA è cresciuto di \$ 19,3 miliardi, e le eccedenze del Giappone e della Germania sono aumentate di \$ 1,2 e 5,4 miliardi rispettivamente. Tuttavia, le variazioni dei saldi correnti espresse in dollari USA forniscono

L'ampliamento degli squilibri in termini di dollari cela l'aggiustamento di fondo

| Misure alternative delle posizioni nette di parte corrente dei tre maggiori paesi industriali | | | | | |
|---|--------|--------|--------|----------|----------|
| Saldo delle partite correnti | 1985 | 1986 | 1987 | | |
| | | | anno | 1° sem.* | 2° sem.* |
| Stati Uniti | | | | | |
| in miliardi di dollari USA | -116,4 | -141,4 | -160,7 | -156,5 | -164,9 |
| in percentuale del PNL | - 2,9 | - 3,3 | - 3,6 | - 3,5 | - 3,6 |
| Giappone | | | | | |
| in miliardi di dollari USA | 49,2 | 85,8 | 87,0 | 93,2 | 80,8 |
| in migliaia di miliardi di yen | 11,5 | 14,2 | 12,5 | 13,8 | 11,2 |
| in percentuale del PNL | 3,6 | 4,3 | 3,6 | 4,0 | 3,3 |
| Germania | | | | | |
| in miliardi di dollari USA | 17,1 | 39,7 | 45,1 | 46,8 | 43,4 |
| in miliardi di DM | 48,4 | 85,0 | 80,5 | 85,0 | 76,2 |
| in percentuale del PNL | 2,6 | 4,4 | 4,0 | 4,2 | 3,8 |
| * Dati destagionalizzati su base annua. | | | | | |

un'immagine un po' distorta, come si può desumere dalla tabella precedente: gli squilibri esterni del Giappone e della Germania, espressi in moneta nazionale o come percentuale del PNL, hanno mostrato una riduzione significativa, mentre negli Stati Uniti il disavanzo corrente è ulteriormente aumentato nel 1987, sia in termini assoluti sia in rapporto al PNL.

Nondimeno, anche se espressi in moneta nazionale o come percentuale del

PNL, gli squilibri nominali di parte corrente sono soggetti a varie influenze transitorie e, pertanto, non sono particolarmente indicativi del grado di aggiustamento di fondo. In primo luogo, data la persistenza degli squilibri, i flussi di parte corrente costituiscono in misura crescente il retaggio dei disequilibri passati, nel senso che le connesse variazioni nelle posizioni patrimoniali nette sull'estero fanno sí che i redditi da investimento vadano a sommarsi agli avanzi e ai disavanzi delle altre voci correnti. Inoltre, data la rilevanza delle importazioni petrolifere, le fluttuazioni del prezzo del petrolio possono influenzare notevolmente le variazioni annuali nei saldi correnti nominali. Infine, i movimenti relativi dei prezzi delle merci scambiate (escluso il petrolio), che in periodi di forti aggiustamenti del cambio tendono ad essere particolarmente accentuati, possono occultare variazioni nelle quantità scambiate di porzioni significative.

L'aggiustamento di fondo negli Stati Uniti ...

In effetti, anche se il disavanzo corrente degli *Stati Uniti* è cresciuto da \$ 141,4 miliardi nel 1986 a \$ 160,7 miliardi nel 1987, numerosi fattori hanno contribuito ad occultare la tendenza di fondo, fattasi progressivamente piú forte nel corso dell'anno, verso il riequilibrio della posizione esterna. In primo luogo, una quota significativa della crescita del disavanzo corrente in termini nominali si è associata ad un calo dei redditi netti da investimenti, da \$ 20,8 a 14,5 miliardi, imputabile essenzialmente al deterioramento della posizione patrimoniale sull'estero degli Stati Uniti negli ultimi anni. I proventi netti da investimento sarebbero in effetti diminuiti in misura molto maggiore se il deprezzamento del dollaro USA non avesse gonfiato gli introiti derivanti dagli investimenti diretti USA, facendo crescere in termini di dollari sia gli utili sia il valore capitale degli investimenti medesimi. Il lieve miglioramento del saldo di altre partite correnti ha tuttavia compensato parzialmente la diminuzione dei redditi netti da capitale. In secondo luogo, piú della metà della crescita del disavanzo commerciale, da \$ 144,3 miliardi nel 1986 a \$ 159,2 miliardi nel 1987, va attribuita alle maggiori importazioni di greggio e di prodotti petroliferi; benché le loro quantità importate siano cresciute del 3,5%, sono stati soprattutto i piú elevati prezzi a determinare la crescita degli esborsi petroliferi. Il disavanzo commerciale non petrolifero ha avuto un'espansione solo di \$ 6,3 miliardi, prodottasi interamente nella seconda metà dell'anno. In terzo luogo, questo maggiore disavanzo va interamente imputato a un peggioramento del 4,5% delle ragioni di scambio (per i prodotti non petroliferi), che ha piú che compensato un calo del disavanzo commerciale a valori unitari costanti in base 1982.

... dovuto soprattutto alla forte crescita delle esportazioni

La netta inversione di tendenza del disavanzo reale della bilancia commerciale non petrolifera – da un aumento di \$ 21,5 miliardi nel 1986 a un calo di \$ 11,5 miliardi nel 1987 – va in gran parte attribuita al sostenuto andamento delle esportazioni. Le quantità esportate sono salite, nell'arco dell'anno, del 12,2%, pari a 4,5 punti percentuali in piú rispetto al 1986, con guadagni particolarmente consistenti nel volume sia dei prodotti agricoli sia dei manufatti; le esportazioni reali di questi ultimi sono aumentate del 16%, pari a due volte e mezzo la crescita stimata dei mercati di esportazione dei manufatti USA. Il forte aumento delle esportazioni in volume deriva soprattutto dal miglioramento, indotto dalle variazioni di cambio, della competitività internazionale degli Stati Uniti la quale, in termini di costi unitari del lavoro, si è rafforzata di oltre il 25% tra la fine del 1985 e quella del 1987. Questo miglioramento non solo ha consentito di aumen-

tare il tasso di crescita reale delle esportazioni dal 7,6% nel primo trimestre al 16,7% nel quarto (rispetto ai corrispondenti trimestri del 1986), ma ha anche permesso di elevare in notevole misura i prezzi in dollari delle esportazioni dei prodotti non agricoli a partire dal primo trimestre. Inoltre, gli esportatori USA hanno ottenuto buoni risultati non solo sui mercati dei paesi industriali la cui moneta si è maggiormente apprezzata rispetto al dollaro, ma anche sui mercati dei PVS.

| Variazioni del saldo commerciale non petrolifero nei tre maggiori paesi industriali | | | |
|---|----------------------------|-------|-------|
| Saldo dell'interscambio non petrolifero | 1985 | 1986 | 1987 |
| | in miliardi di dollari USA | | |
| Stati Uniti | | | |
| a dollari correnti | -16,6 | -38,8 | - 6,3 |
| a dollari costanti ¹ | -16 | -21,5 | 11,5 |
| Giappone ² | | | |
| a dollari correnti | 2,4 | 20,2 | 0,3 |
| a dollari costanti ¹ | 6 | -20,5 | -14,5 |
| Germania ² | | | |
| a dollari correnti | 6,4 | 18,3 | 14,7 |
| a dollari costanti ¹ | 5 | - 6 | - 5,5 |

¹ A valori unitari costanti in dollari dell'interscambio in base 1982. ² Sulla base dei dati doganali.

Tuttavia, dal lato delle importazioni, le indicazioni di aggiustamento esterno sono più contrastanti: la crescita in volume delle importazioni non petrolifere USA è rallentata passando da quasi il 13% nel 1986 al 5% lo scorso anno, rimanendo però relativamente elevata. Inoltre, questo rallentamento in termini reali ha avuto luogo nella prima metà del 1987, quando la domanda reale interna si è indebolita; nel secondo semestre, allorché l'attività economica negli Stati Uniti ha ripreso slancio, la crescita delle importazioni si è di nuovo decisamente accelerata. I valori unitari delle importazioni non petrolifere hanno continuato a salire, segnando il 6% contro il 4% nel 1986, un incremento piuttosto modesto visto il deprezzamento effettivo del 29% subito dal dollaro nei due anni precedenti. L'esame per categorie di prodotti indica che per circa tre quarti la crescita reale totale delle importazioni è ascrivibile ad acquisti di beni capitali, ed è in gran parte costituita da importazioni dal Sud-Est asiatico.

L'avanzo corrente del Giappone, dopo un aumento di ben \$ 36,6 miliardi nel 1986, è aumentato di soli \$ 1,2 miliardi nel 1987, portandosi a \$ 87 miliardi. L'ampliamento dell'eccedenza si è avuto interamente nel primo trimestre, mentre nell'ultimo trimestre essa è diminuita di \$ 3,5 miliardi rispetto al suo livello nel corrispondente periodo del 1986, facendo così ritenere che abbia preso avvio il riequilibrio dei conti con l'estero.

Il segno più evidente di un tale aggiustamento è fornito dal saldo commerciale non petrolifero. I dati doganali mostrano che nel 1987 l'avanzo nominale non petrolifero si è stabilizzato, dopo essere cresciuto di oltre \$ 20 miliardi nel corso dell'anno precedente. Tuttavia, ciò che più colpisce è che il rallentamento nella crescita dell'eccedenza nominale è avvenuto nonostante il netto miglioramento delle ragioni di scambio, con il risultato che l'avanzo commerciale in valori

Si conferma il processo di aggiustamento in Giappone ...

unitari costanti del 1982 si è ridotto di \$ 20,5 miliardi nel 1986 e, nuovamente, di \$ 14,5 miliardi nel 1987. L'apparente rallentamento mostrato dal processo di aggiustamento tra il 1986 e il 1987 trova una spiegazione nell'eccezionale ammontare di importazioni di oro nel corso del 1986. Se non si tiene conto di esse, il processo di aggiustamento mostra nel 1987 una notevole accelerazione.

... principalmente per effetto di una forte crescita delle importazioni non petrolifere

L'elemento che più ha contribuito alla riduzione in termini reali dell'avanzo non petrolifero del Giappone è stato l'incremento del 31% nel volume delle importazioni non petrolifere nell'arco degli ultimi due anni. Escludendo gli eccezionali acquisti di oro, che hanno contribuito per circa 3,5 punti percentuali alla crescita in volume delle importazioni nel 1986, gran parte dell'espansione si è prodotta nel 1987. A trarre i maggiori benefici dell'accresciuta domanda in Giappone sembrano essere stati i vicini paesi del Sud-Est asiatico, in quanto le importazioni provenienti da quest'area sono aumentate in termini nominali di oltre il 30% nel 1987 rispetto ad una crescita del 20% del valore totale delle importazioni non petrolifere. Dal lato delle esportazioni, hanno contribuito all'aggiustamento dei conti con l'estero sia la perdita di capacità competitiva internazionale – con un aumento del 50% del tasso di cambio effettivo dello yen a partire dalla metà del 1985 – sia il più basso ritmo di crescita della domanda in alcuni dei più importanti mercati di esportazione del Giappone. Tuttavia, mentre i fattori di cambio e quelli congiunturali hanno influenzato negativamente l'andamento delle esportazioni giapponesi nel mercato USA (dove esse sono cresciute in termini nominali solo del 4%), la ben minore perdita di competitività nell'Europa occidentale e la forte espansione economica dei paesi del Sud-Est asiatico hanno consentito agli esportatori giapponesi di accrescere il valore delle loro vendite in queste aree del 27 e del 22% rispettivamente e di ampliarvi la propria quota di mercato.

Anche in Germania ...

In Germania l'avanzo corrente si è ampliato da \$ 39,7 miliardi nel 1986 a \$ 45,1 miliardi nel 1987, benché vi sia stato un calo fra il primo ed il secondo semestre. Questa flessione in corso d'anno è in gran parte dovuta alla forte crescita del tradizionale disavanzo delle partite invisibili, determinata soprattutto da più elevati esborsi netti per viaggi all'estero e trasferimenti ufficiali.

Nonostante una forte crescita dell'eccedenza commerciale non petrolifera (calcolata sulla base dei dati doganali), giunta a un livello record di \$ 82,6 miliardi, l'andamento tendenziale dei prezzi e delle quantità indica che anche in Germania lo squilibrio esterno è in corso di aggiustamento. Per il secondo anno consecutivo, l'incremento nominale dell'avanzo non petrolifero va interamente ascrivito ai guadagni nelle ragioni di scambio. Il loro miglioramento del 4% nel 1987, che si aggiunge a quello del 6% nell'anno precedente, ha più che compensato la contrazione dell'avanzo in termini reali. Infatti, misurata a valori unitari costanti in dollari in base 1982, l'eccedenza commerciale non petrolifera si è contratta di circa \$ 6 miliardi in ognuno degli ultimi due anni.

...la crescita delle importazioni non petrolifere ha contribuito all'aggiustamento

L'impulso maggiore al processo di aggiustamento è venuto dalle importazioni non petrolifere, cresciute in volume del 6% nel 1986 e del 7% nel 1987. Particolarmente sostenuta risulta la domanda di importazioni di manufatti, cresciute dal 1985 al tasso annuo dell'8%, più che doppio rispetto a quello della domanda interna reale. Questo andamento è dovuto in gran parte alla perdita di competitività, indotta dai movimenti del cambio, dei produttori interni di beni

succedanei delle importazioni, soprattutto rispetto ai paesi le cui monete si sono indebolite nei confronti del marco. Le stime delle variazioni quantitative delle importazioni per paesi di origine confermano, in effetti, che i produttori dei PVS non OPEC e dei paesi industriali esterni alla CEE hanno aumentato le proprie quote sul mercato tedesco. Dal lato delle esportazioni l'aggiustamento è stato meno marcato. Le esportazioni in volume sono aumentate in misura modesta, dell'1,5% nel 1986 e del 3% nel 1987, determinando perdite di quote di mercato in ciascuno dei due ultimi anni. Tuttavia, nel corso del 1987 la crescita in volume ha ripreso slancio, e nell'ultimo trimestre dell'anno le quantità esportate sono salite del 7,5% rispetto al trimestre corrispondente del 1986. Nell'arco dell'anno i fattori di cambio e quelli congiunturali hanno influenzato la composizione della crescita in volume delle esportazioni. Poiché la spesa per consumi è stata il fattore trainante della domanda estera, l'andamento delle esportazioni dei beni di consumo e di alimentari e bevande è stato relativamente favorevole, mentre le esportazioni reali di beni strumentali sono rimaste pressoché stazionarie. Parallelamente, sono fortemente cresciute le esportazioni verso gli altri paesi CEE e quelle verso il Giappone, sebbene rispetto ad un basso livello di partenza, mentre le vendite ai paesi con monete collegate al dollaro sono state piuttosto depresse.

La persistenza degli squilibri e le prospettive di aggiustamento nei tre maggiori paesi industriali

Anche se sono osservabili indicazioni di un aggiustamento di fondo delle posizioni esterne per tutti e tre i paesi maggiori, il ritmo di tale aggiustamento – in particolare la velocità con cui si sono realizzate le desiderate variazioni nei volumi dell'interscambio – è stato finora piuttosto lento. La persistenza degli ampi squilibri esterni nominali è in effetti alquanto sorprendente, giacché la maggior parte degli studi empirici aveva previsto un aggiustamento alle variazioni nella crescita della domanda interna e nei tassi di cambio reali effettivi più rapido e più consistente di quello avvenuto a partire dal 1985 (si veda il grafico seguente).

Tre insiemi di fattori paiono essere alla base dell'ostinatezza dei disequilibri esterni. In primo luogo, e forse soprattutto, i ritardi con cui i flussi commerciali reagiscono alle variazioni dei cambi paiono essersi ampliati negli ultimi anni; in secondo luogo, diversi fattori strutturali che rispecchiano principalmente differenze nella composizione merceologica e nell'orientazione geografica dei flussi commerciali possono aver agito da freno sull'aggiustamento; infine, benché vi siano stati considerevoli spostamenti nei ritmi relativi di crescita della domanda reale nei tre maggiori paesi industriali, il processo di aggiustamento non è stato finora sorretto dai necessari cambiamenti nella struttura dell'assorbimento interno.

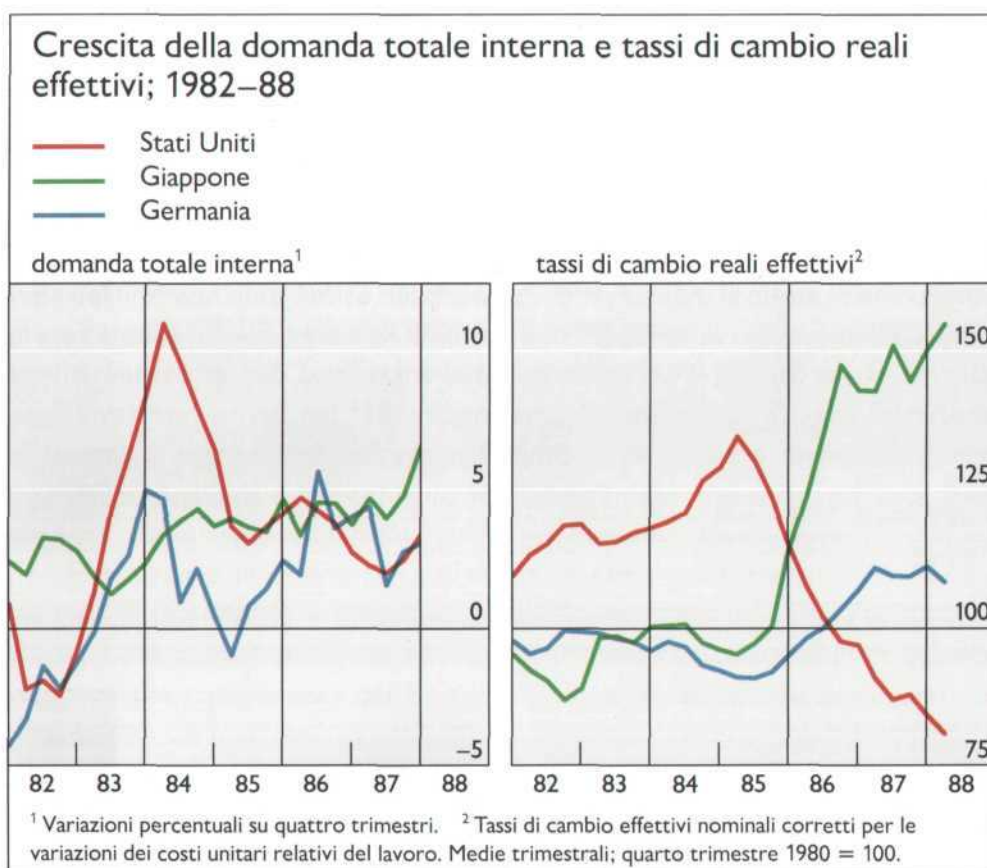
I tassi di cambio influiscono sui flussi dell'interscambio alterando i prezzi relativi dei beni commerciabili. Normalmente questi movimenti dei prezzi peggiorano lo squilibrio commerciale nominale nel breve periodo (effetto di curva a J), ma dovrebbero con il tempo generare variazioni nei volumi scambiati tali da soverchiare gli effetti di prezzo e condurre così al desiderato aggiustamento delle bilance commerciali. La velocità con cui ha luogo questo processo

Il ritmo lento dell'aggiustamento può essere attribuito ...

...agli effetti ritardati delle variazioni dei tassi di cambio...

dipende in modo cruciale dalla misura in cui le variazioni dei cambi sono traslate sui prezzi dei beni oggetto di scambio.

Il grafico di pagina 60 mostra che il comportamento in termini di prezzi dei fornitori esteri è differito in modo significativo sia nel corso degli anni sia in relazione ai singoli mercati. L'aspetto che colpisce maggiormente è senza dubbio il lento aggiustamento dei valori unitari delle importazioni USA, nonostante il



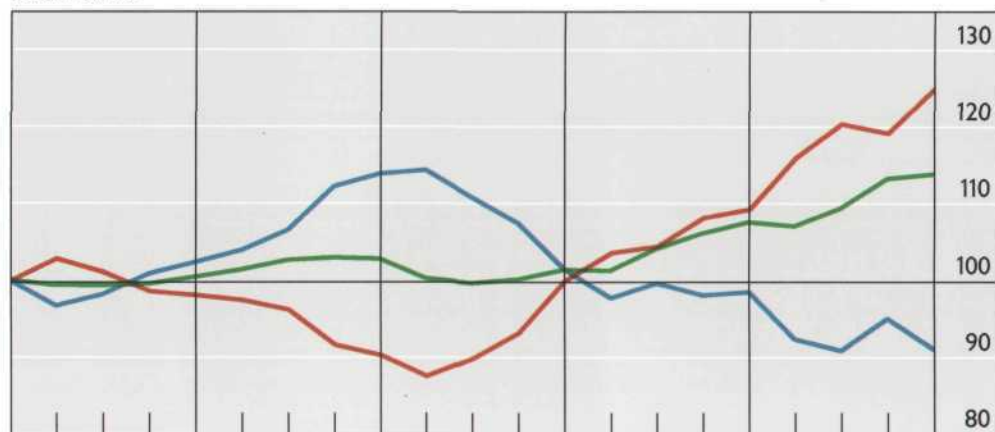
forte deprezzamento del dollaro. I costi di produzione (misurati in termini di dollari) dei fornitori esteri sul mercato USA si stima siano aumentati del 45% fra l'inizio del 1985 e la fine del 1987, mentre i valori unitari delle importazioni USA non petrolifere sono saliti nel frattempo soltanto dell'11% circa. Ciò farebbe ritenere che i fornitori esteri siano stati restii a maggiorare i prezzi in dollari delle loro esportazioni ed abbiano per contro accettato una considerevole compressione dei margini di profitto per difendere le proprie quote di mercato negli Stati Uniti. Due ragioni possono spiegare tale comportamento. In primo luogo, come si può osservare nel grafico seguente, l'ampliamento dei margini di profitto dei fornitori esteri durante la fase di apprezzamento del dollaro può aver agito da "cuscinetto" negli anni più recenti. In secondo luogo, in considerazione delle ampie oscillazioni nel cambio del dollaro dai primi anni settanta, i fornitori esteri potrebbero in generale essere divenuti più riluttanti ad adattare i prezzi ai movimenti dei tassi di cambio, concentrando i loro sforzi nel mantenimento delle quote di mercato, anche quando i proventi non coprono pienamente i costi complessivi di produzione. Ovviamente, nel più lungo periodo l'incidenza di tali

Costi di produzione e margini di profitto dei fornitori esteri sui mercati di Stati Uniti, Giappone e Germania; 1983–87. Stime

Nella moneta del paese importatore; quarto trimestre 1982 = 100

- costi di produzione dei fornitori esteri¹
- valori unitari delle importazioni²
- margine di profitto³

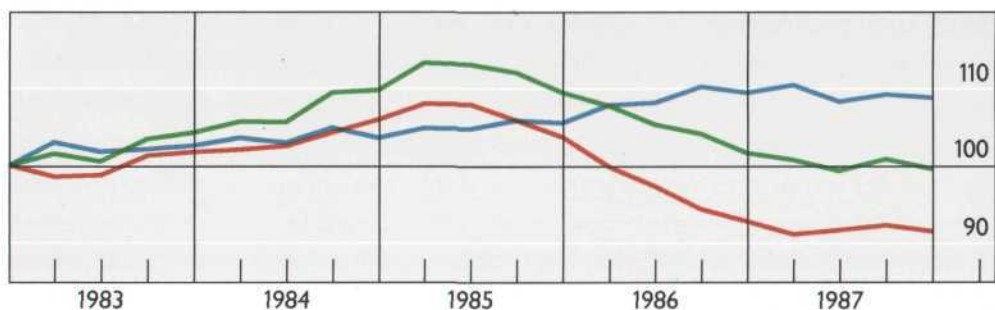
Stati Uniti



Giappone



Germania



¹ Stimati sulla base della media, ponderata con le quote sulle importazioni, dei costi unitari del lavoro (65%) e dei prezzi all'ingrosso delle materie prime (35%) negli altri maggiori paesi industriali. ² Per gli Stati Uniti, tutti i beni escluso il petrolio; per Giappone e Germania, prodotti manufatti. ³ Rapporto fra i valori unitari delle importazioni ed i costi di produzione.

fattori tende ad indebolirsi, per cui essi possono soltanto ritardare, ma non impedire l'aggiustamento in presenza di un perdurante deprezzamento del dollaro. Comunque, per il momento questa politica di prezzo ha certamente smorzato e protratto gli effetti di curva a J, dimostrando di essere un importante fattore alla base del lento aggiustamento della bilancia commerciale statunitense.

Per contro, in Giappone e Germania dove, come già si è detto, l'aggiustamento dal lato delle importazioni è stato sostanziale, in linea di massima i fornitori esteri paiono aver adeguato i prezzi di vendita ai costi di produzione. In entrambi i paesi i valori unitari delle importazioni di manufatti si sono mossi in stretta sintonia con l'andamento dei costi di produzione all'estero, e soltanto in epoca più recente gli esportatori verso questi mercati paiono aver accresciuto i propri margini di profitto in seguito all'apprezzamento dello yen e del marco.

Per quanto riguarda la politica di prezzo degli esportatori in ciascuno dei tre maggiori paesi industriali, il grafico alla pagina 62 raffronta i rispettivi costi di produzione interni con i valori unitari delle esportazioni in moneta nazionale. Anche in questo caso emergono alcune differenze significative. Gli esportatori USA mostrano di aver adeguato i prezzi delle esportazioni di prodotti non agricoli più o meno in linea con le variazioni dei tassi di cambio fino alla metà del 1985, dopo di che hanno iniziato a fruire della crescente competitività internazionale per ampliare i margini di profitto. I prezzi all'esportazione in Germania sembrano aver seguito l'andamento dei costi di produzione fino al 1986, mentre nel 1987 le pressioni concorrenziali paiono aver costretto gli esportatori tedeschi a comprimere i margini di profitto. Per converso, gli esportatori giapponesi si sono apparentemente sforzati di conservare le proprie quote di mercato e sono quindi stati disposti a fare sostanziali concessioni in termini di prezzo a partire dagli inizi del 1986. In parte questo comportamento può essere stato indotto dalla concorrenza dei fornitori dei paesi del Sud-Est asiatico, che in certa misura offrono un'analoga gamma di prodotti e sono parimenti fortemente orientati verso il mercato statunitense.

... a fattori strutturali ...

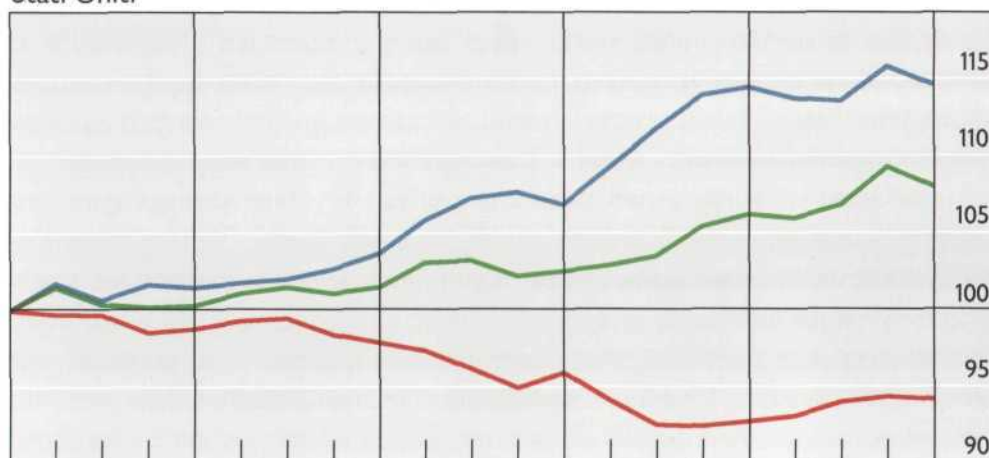
Sia la composizione merceologica che la distribuzione geografica dell'interscambio hanno influito sul modo in cui gli operatori hanno reagito ai cambiamenti delle condizioni macroeconomiche. In primo luogo, soprattutto a causa della quota relativamente modesta dei manufatti sulle esportazioni totali, gli Stati Uniti devono fronteggiare un'elasticità alquanto bassa delle esportazioni rispetto alle variazioni di reddito all'estero ed ai movimenti dei prezzi relativi; d'altra parte, l'elasticità delle importazioni USA è considerevolmente più elevata che in molti altri paesi industriali (si veda il Capitolo II). Per contro, in Giappone, dove praticamente la totalità delle esportazioni è costituita da manufatti, rispetto ad una quota del 40% dal lato delle importazioni, l'elasticità delle esportazioni è stata comparativamente alta, mentre le importazioni si sono mostrate piuttosto insensibili alle variazioni di reddito e di prezzo. L'esistenza di differenti elasticità dell'interscambio ha fatto sì che nel 1987 l'aggiustamento sia proceduto a ritmo lento, poiché in gran parte la variazione nel differenziale di crescita fra Stati Uniti e Giappone è derivata da un'accelerazione nell'espansione della domanda interna in Giappone, piuttosto che da un rallentamento nella crescita della domanda interna USA. In secondo luogo, la riduzione delle importazioni dei paesi debitori dell'America Latina a partire dal 1982 si è ripercossa particolarmente sugli

Costi di produzione e margini di profitto degli esportatori di Stati Uniti, Giappone e Germania; 1983-87. Stime

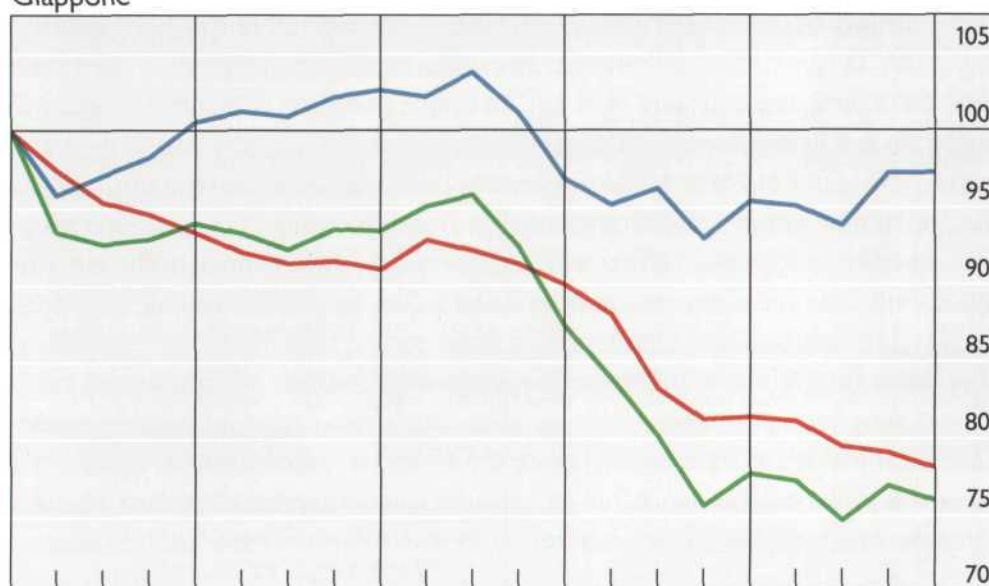
In moneta nazionale; quarto trimestre 1982 = 100

- costi di produzione degli esportatori¹
- valori unitari all'esportazione²
- margine di profitto³

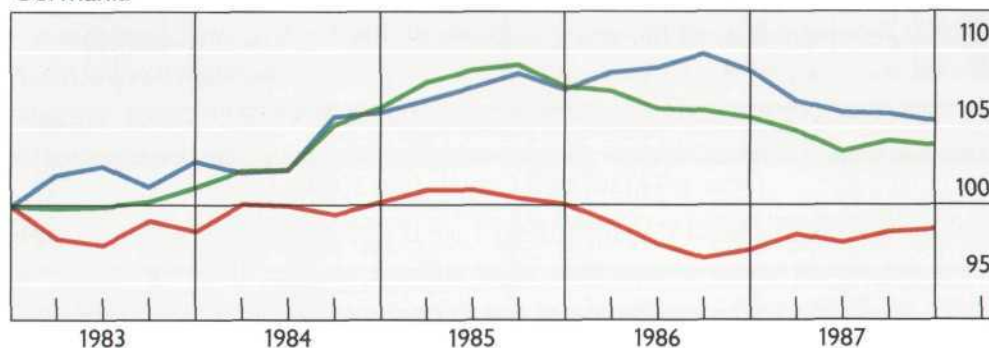
Stati Uniti



Giappone



Germania



¹ Stimati sulla base di una media dei costi unitari del lavoro (65%) e dei prezzi all'ingrosso delle materie prime (35%). ² Per gli Stati Uniti, prodotti non agricoli; per Giappone e Germania, prodotti manufatti.

³ Rapporto fra i valori unitari delle esportazioni ed i costi di produzione.

Stati Uniti, che rappresentano tradizionalmente il principale *partner* commerciale di quest'area. Nel 1987 le esportazioni USA verso tali paesi sono ammontate a soli \$ 35 miliardi, rispetto a \$ 43 miliardi del 1981. Se i paesi debitori fossero stati in grado di sostenere incrementi anche modesti del volume delle loro importazioni nel 1987, il disavanzo commerciale USA avrebbe potuto essere inferiore di \$ 20–25 miliardi. Infine, un altro fattore che tende a ritardare il manifestarsi dell'aggiustamento è costituito dalla dimensione enorme degli squilibri esistenti, la cui correzione richiede ingenti differenziali di crescita fra le esportazioni e le importazioni. Ad esempio, dato che attualmente le importazioni USA eccedono le esportazioni di circa il 65%, per conseguire un calo del disavanzo occorre che il tasso di crescita delle esportazioni superi quello delle importazioni di oltre i due terzi. Nel 1987, invece, le esportazioni e le importazioni in valore sono aumentate praticamente ad un ritmo identico.

... ed a cambiamenti inadeguati nella struttura dell'assorbimento interno

Poiché la crescita reale della domanda interna in Giappone e Germania supera dal 1986 quella del PNL, e poiché nel 1987 la domanda reale negli Stati Uniti si è accresciuta meno rapidamente del prodotto, tutti e tre i paesi hanno iniziato a realizzare un certo aggiustamento nella struttura dell'assorbimento interno in termini reali. Tuttavia, in parte per effetto di variazioni nelle ragioni di scambio, ma anche a causa di un sostegno inadeguato da parte delle politiche della domanda, le differenze fra i tassi di crescita della spesa e del prodotto sono state assai meno marcate in termini nominali. In effetti, come osservato nel Capitolo IV, in Giappone e in Germania l'eccedenza del risparmio nazionale sugli investimenti interni è leggermente diminuita in rapporto al PNL (di riflesso al corrispondente calo dell'avanzo corrente in relazione al PNL). Negli Stati Uniti, tuttavia, il divario risparmio/investimenti si è ulteriormente ampliato nel 1987, in quanto le consistenti riduzioni del disavanzo federale sono state più che compensate da un calo del risparmio privato. Questo andamento ovviamente non fa che confermare come, almeno nel breve periodo, non vi sia una relazione certa fra la posizione di bilancio e quella sull'estero, e come cambiamenti nell'indirizzo della politica fiscale possano innescare reazioni nel settore privato capaci tanto di rafforzare quanto di smorzare l'impatto della politica fiscale sugli squilibri esterni. La politica di bilancio resta comunque lo strumento più importante a disposizione delle autorità per incidere sull'equilibrio fra risparmio ed investimenti nel lungo periodo. Non ci si può attendere alcun miglioramento duraturo e sufficientemente grande degli squilibri esterni senza un'azione perseverante volta a correggere la situazione del bilancio pubblico, specialmente negli Stati Uniti.

Probabile maggiore aggiustamento nel prossimo futuro

Il 1987 potrebbe aver segnato un punto di svolta nel processo di aggiustamento esterno nei tre maggiori paesi industriali. Nelle due economie eccedentarie gli squilibri di parte corrente hanno iniziato a ridursi in corso d'anno, e negli Stati Uniti il disavanzo nominale ha toccato il punto di inversione verso la fine del 1987 e pare aver iniziato a contrarsi nel primo trimestre di quest'anno. Non vi sono praticamente dubbi che, sulla base degli indirizzi delle politiche in atto e degli attuali tassi di cambio, nel 1988–89 dovrebbe palesarsi un più deciso aggiustamento nelle posizioni esterne. E' tuttavia difficile prevederne la probabile entità e l'esatto profilo temporale. La maggior parte delle analisi empiriche indica che, pur con un significativo miglioramento degli squilibri esterni a medio termine, è probabile che un considerevole disavanzo corrente USA ed

eccedenze piuttosto ampie in Giappone e Germania persistano anche dopo che avranno sortito i loro effetti gli aggiustamenti sia alle variazioni passate dei tassi di cambio, sia alle modifiche nell'orientamento delle politiche.

Andamenti delle partite correnti negli altri paesi industriali

In parecchi altri paesi industriali la bilancia delle partite correnti si è indebolita nel 1987, anche se nella maggior parte dei casi il deterioramento si è avuto a partire da una posizione esterna abbastanza confortevole e non ha reso necessari immediati provvedimenti correttivi ufficiali. Tuttavia, alcuni paesi i cui disavanzi correnti in rapporto al PNL erano saliti a livelli insostenibili hanno adottato misure di aggiustamento, ed i deficit sono calati. Per l'insieme dei paesi industriali (escludendo Stati Uniti, Giappone e Germania) il saldo aggregato di parte corrente è passato da una posizione di equilibrio nel 1986 ad un disavanzo di \$ 20 miliardi nel 1987. Questo deterioramento deriva da un aumento di \$ 22,5 miliardi del deficit commerciale, cui ha fatto riscontro un più favorevole risultato nelle partite invisibili. Mentre nel 1986 i forti guadagni nelle ragioni di scambio avevano mascherato un peggioramento di fondo nella bilancia commerciale reale della maggior parte dei paesi, lo scorso anno l'ampliarsi del saldo commerciale negativo ha in misura crescente rispecchiato movimenti nei volumi dell'interscambio.

Come mostra il grafico di pagina 66, nel 1987 vi è stata una stretta relazione fra la dinamica della domanda interna nei singoli paesi industriali e il rispettivo saldo commerciale reale, giacché i paesi con tassi di crescita più elevati hanno mostrato i più forti deterioramenti nell'interscambio in volume. La rapidità con cui nel 1987 i differenziali di crescita della domanda si sono riversati sulle posizioni esterne, anche se raffrenata in alcuni casi dai movimenti dei prezzi relativi dei beni scambiati, mette bene in evidenza i limiti imposti dalle connessioni internazionali alle politiche della domanda finalizzate primariamente ad obiettivi interni.

Dopo gli Stati Uniti, la *Francia* è il paese che ha fatto registrare nel 1987 il maggiore deterioramento della bilancia corrente nell'ambito delle economie industriali. Per effetto soprattutto di un forte aumento del disavanzo commerciale, da \$2,3 miliardi nel 1986 a \$9,3 miliardi nel 1987, la bilancia delle partite correnti ha segnato un'inversione di flusso per \$7,5 miliardi, chiudendo con un deficit di \$4,5 miliardi. Dato il leggero miglioramento delle ragioni di scambio, l'andamento sfavorevole del commercio è dovuto principalmente ad un aumento delle importazioni reali del 7,5%, cioè doppio rispetto a quello delle esportazioni. Anche se in parte la bilancia commerciale francese nel 1987 ha rispecchiato l'evoluzione congiunturale – ad esempio il differenziale di crescita della domanda interna rispetto alla Germania, il suo principale *partner* commerciale, si è ampliato sensibilmente nell'ultima parte dell'anno – essa è parsa soffrire di debolezze strutturali in taluni comparti industriali, forse a causa della ripresa relativamente lenta degli investimenti produttivi negli ultimi anni.

Anche in *Italia* la bilancia commerciale ha subito un notevole peggioramento, in quanto l'eccedenza di \$4,2 miliardi registrata nel 1986 è scomparsa nel

Diffuso indebolimento delle posizioni esterne di parte corrente ...

... dovuto principalmente a fattori congiunturali

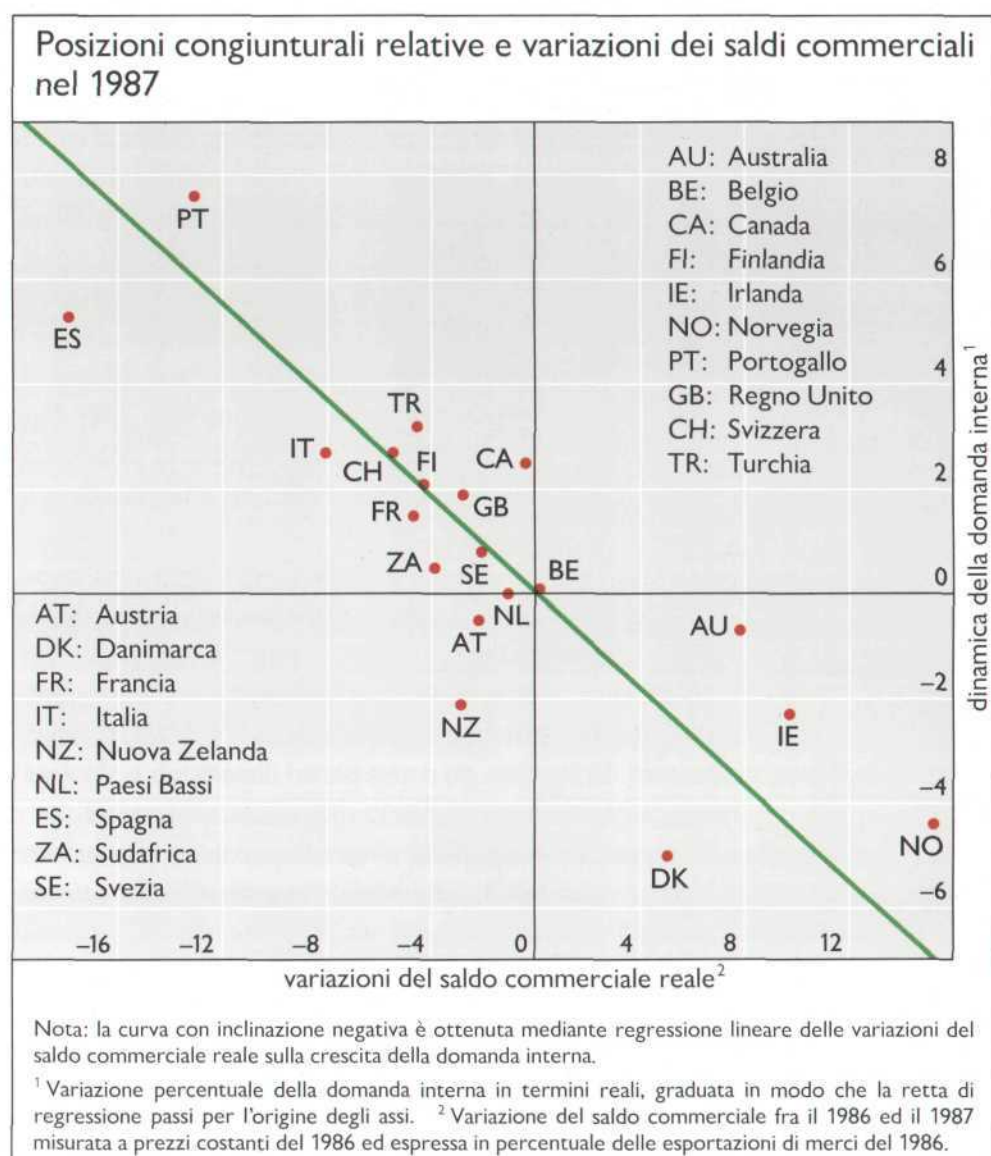
Saldi delle bilance dei pagamenti correnti

| Paesi ed aree | Saldo commerciale | | | Saldo delle partite invisibili | | | Saldo delle partite correnti | | |
|--|----------------------------|--------|--------|--------------------------------|-------|-------|------------------------------|--------|--------|
| | 1985 | 1986 | 1987 | 1985 | 1986 | 1987 | 1985 | 1986 | 1987 |
| | in miliardi di dollari USA | | | | | | | | |
| Paesi industriali | - 44 | - 6 | - 25 | - 5 | -10 | -23 | - 49 | - 16 | - 48 |
| Maggiori paesi industriali | - 40,0 | 0,1 | - 11,5 | -10,1 | -17,0 | -33,0 | - 50,1 | - 16,9 | - 44,5 |
| Canada | 12,4 | 7,5 | 7,8 | -13,3 | -14,2 | -15,1 | - 0,9 | - 6,7 | - 7,3 |
| Francia | - 5,3 | - 2,3 | - 9,3 | 5,3 | 5,3 | 4,8 | 0,0 | 3,0 | - 4,5 |
| Germania | 27,8 | 54,6 | 68,6 | -10,7 | -14,9 | -23,5 | 17,1 | 39,7 | 45,1 |
| Giappone | 56,0 | 92,8 | 96,4 | - 6,8 | - 7,0 | - 9,4 | 49,2 | 85,8 | 87,0 |
| Italia | - 6,1 | 4,2 | 0,1 | 2,6 | - 1,6 | - 1,2 | - 3,5 | 2,6 | - 1,1 |
| Regno Unito | - 2,7 | - 12,4 | - 15,9 | 7,1 | 12,5 | 12,9 | 4,4 | 0,1 | - 3,0 |
| Stati Uniti | -122,1 | -144,3 | -159,2 | 5,7 | 2,9 | - 1,5 | -116,4 | -141,4 | -160,7 |
| Altri paesi industriali | - 4,4 | - 5,7 | - 13,7 | 5,2 | 6,5 | 10,2 | 0,8 | 0,8 | - 3,5 |
| Australia | - 1,3 | - 2,1 | - 0,5 | - 7,4 | - 7,6 | - 8,2 | - 8,7 | - 9,7 | - 8,7 |
| Austria | - 4,3 | - 4,5 | - 4,5 | 4,1 | 4,6 | 4,4 | - 0,2 | 0,1 | - 0,1 |
| Danimarca | - 0,8 | - 1,2 | 0,8 | - 1,9 | - 3,1 | - 3,8 | - 2,7 | - 4,3 | - 3,0 |
| Finlandia | 0,8 | 1,5 | 1,2 | - 1,5 | - 2,4 | - 3,3 | - 0,7 | - 0,9 | - 2,1 |
| Grecia | - 5,1 | - 4,4 | - 5,6 | 1,8 | 2,7 | 4,3 | - 3,3 | - 1,7 | - 1,3 |
| Irlanda | 0,7 | 1,3 | 2,1 | - 1,3 | - 1,7 | - 1,8 | - 0,6 | - 0,4 | 0,3 |
| Islanda | 0,0 | 0,1 | 0,1 | - 0,1 | - 0,1 | - 0,1 | - 0,1 | 0,0 | 0,0 |
| Jugoslavia | - 0,6 | - 0,7 | 0,1 | 1,4 | 1,8 | 1,4 | 0,8 | 1,1 | 1,5 |
| Norvegia | 4,7 | - 1,7 | - 0,7 | - 1,6 | - 2,7 | - 3,5 | 3,1 | - 4,4 | - 4,2 |
| Nuova Zelanda | 0,1 | 0,2 | 0,6 | - 1,4 | - 1,5 | - 2,1 | - 1,3 | - 1,3 | - 1,5 |
| Paesi Bassi | 5,5 | 7,2 | 5,3 | - 0,3 | - 2,7 | - 2,1 | 5,2 | 4,5 | 3,2 |
| Portogallo | - 1,5 | - 1,7 | - 3,4 | 1,9 | 2,9 | 4,1 | 0,4 | 1,2 | 0,7 |
| Spagna | - 4,3 | - 6,3 | - 12,9 | 7,0 | 10,5 | 13,7 | 2,7 | 4,2 | 0,8 |
| Sudafrica | 5,8 | 7,2 | 7,2 | - 3,2 | - 4,0 | - 4,2 | 2,6 | 3,2 | 3,0 |
| Svezia | 2,5 | 5,3 | 4,4 | - 3,7 | - 4,3 | - 5,3 | - 1,2 | 1,0 | - 0,9 |
| Svizzera | - 3,2 | - 3,5 | - 5,0 | 8,3 | 10,2 | 12,0 | 5,1 | 6,7 | 7,0 |
| Turchia | - 2,9 | - 3,1 | - 3,3 | 1,9 | 1,6 | 2,3 | - 1,0 | - 1,5 | - 1,0 |
| UEBL ¹ | - 0,5 | 0,7 | 0,4 | 1,2 | 2,3 | 2,4 | 0,7 | 3,0 | 2,8 |
| Paesi dell'Europa orientale ² | 3 | 1 | 2 | - 1 | - 1 | 0 | 2 | 0 | 2 |
| Paesi in via di sviluppo | 47 | 8 | 52 | -71 | -48 | -51 | - 24 | - 40 | 1 |
| PVS esportatori di fonti di energia ³ | 66 | 14 | 46 | -63 | -44 | -47 | 3 | - 30 | - 1 |
| PVS non esportatori di fonti di energia | - 19 | - 6 | 6 | - 8 | - 4 | - 4 | - 27 | - 10 | 2 |
| Esportatori di manufatti ³ | - 14 | 1 | 14 | 9 | 12 | 13 | - 5 | 13 | 27 |
| Esportatori di materie prime ³ | 14 | 10 | 9 | -31 | -28 | -30 | - 17 | - 18 | - 21 |
| Altri PVS non esportatori di fonti di energia | - 19 | - 17 | - 17 | 14 | 12 | 13 | - 5 | - 5 | - 4 |
| Totale ⁴ | 6 | 3 | 29 | -77 | -59 | -74 | - 71 | - 56 | - 45 |

¹ Unione Economica del Belgio-Lussemburgo. ² Bulgaria, Cecoslovacchia, Polonia, Repubblica Democratica Tedesca, Romania, Ungheria e URSS. ³ Paesi le cui esportazioni rispettivamente di fonti di energia, di prodotti manufatti e di materie prime nel 1980 sono ammontate ad oltre il 50% del totale delle esportazioni di beni e servizi. ⁴ Pari alla discrepanza mondiale delle bilance dei pagamenti correnti.

Fonti: FMI, OCSE, statistiche nazionali e stime BRI.

1987. Il deterioramento si è prodotto per intero nel primo semestre, durante il quale la domanda interna è cresciuta del 5,5% in ragione annua, mentre è emerso un leggero avanzo nella seconda metà dell'anno con il rallentarsi dell'attività economica. In complesso d'anno, tuttavia, le importazioni reali sono cresciute di oltre il 10%, rispetto ad un aumento del 3,5% delle quantità esportate, le quali hanno risentito della lenta crescita dei mercati di esportazione e della peggiorata competitività internazionale dei produttori italiani.



La fortissima crescita della domanda interna, portatasi a quasi il 9% annuo nel secondo semestre del 1987, è la ragione principale dell'aumento di \$3,5 miliardi del disavanzo commerciale del Regno Unito. Ciò si è rispecchiato nel passaggio della bilancia corrente da una posizione equilibrata nel 1986 ad un deficit di \$3 miliardi nel 1987. Tuttavia, a differenza di quanto avvenuto nella maggior parte degli altri paesi, l'incremento dell'8,5% delle importazioni non petrolifere in volume si è accompagnato ad una espansione di quasi il 7% delle esportazioni reali non petrolifere, il che implica un considerevole guadagno di

quote di mercato all'estero. La crescita delle quantità esportate va attribuita in parte agli effetti ritardati della migliorata posizione concorrenziale associata alle precedenti variazioni di cambio, nonché forse all'accresciuto potenziale di offerta delle industrie britanniche.

L'eccezionale sostenutezza della domanda interna si è tradotta in forti aumenti delle importazioni reali anche in *Spagna*, *Portogallo* e *Finlandia*, dove i tassi di incremento sono saliti rispettivamente al 22, 18 e 9%. Il disavanzo commerciale della Spagna e del Portogallo si è ampliato in misura sostanziale, anche se i maggiori introiti netti nelle partite invisibili hanno attenuato il deterioramento della posizione esterna corrente. In Finlandia la contrazione dell'eccedenza commerciale reale è stata solo parzialmente compensata da un guadagno relativamente ampio nelle ragioni di scambio e, combinandosi con una marcata crescita degli esborsi netti nelle partite invisibili, ha dato luogo ad un peggioramento del deficit corrente. Nei *Paesi Bassi* e in *Svezia* l'andamento sfavorevole delle ragioni di scambio ha accentuato il deterioramento della bilancia commerciale reale, anche se l'eccedenza corrente olandese, pari a \$3,2 miliardi, è rimasta alquanto ampia. In *Canada* il disavanzo corrente si è leggermente ampliato, passando a \$7,3 miliardi, soprattutto a causa degli accresciuti esborsi per viaggi all'estero e dei maggiori pagamenti netti per redditi da capitale. L'avanzo mercantile è aumentato leggermente grazie agli andamenti favorevoli di prezzo delle materie prime non petrolifere. In termini reali, tuttavia, la bilancia commerciale ha mostrato un considerevole peggioramento in quanto il vigore della domanda interna ha fatto aumentare del 9% le importazioni reali, mentre l'incremento delle quantità esportate è salito soltanto di poco, situandosi intorno al 6%.

In due paesi, *Svizzera* e *Grecia*, un aumento alquanto ampio del deficit mercantile – di riflesso ad un netto peggioramento in termini reali – è stato più che compensato da crescenti introiti netti nelle partite invisibili, cosicché entrambi i paesi hanno registrato leggeri miglioramenti della bilancia corrente. L'*Irlanda* ha fatto segnare per la prima volta negli ultimi vent'anni un modesto saldo positivo di parte corrente.

Tre paesi industriali, *Danimarca*, *Australia* e *Norvegia*, che nel 1986 avevano registrato amplissimi disavanzi correnti in rapporto al PNL, hanno adottato provvedimenti correttivi interni nel corso del passato anno, ottenendo tutti e tre un notevole miglioramento del saldo commerciale reale. In Danimarca e Norvegia ciò è avvenuto soprattutto riducendo di circa il 3,5% il volume delle importazioni, mentre in Australia sono cresciute dell'8,5% le quantità esportate. Tuttavia, mentre la Norvegia e, in misura minore, l'Australia hanno subito perdite nelle ragioni di scambio, la Danimarca ha registrato un miglioramento del 4% nei propri prezzi relativi, che ha contribuito a far passare il saldo commerciale nominale da un disavanzo di \$1,2 miliardi nel 1986 ad un'eccedenza di \$0,8 miliardi nel 1987. Gran parte di questa inversione di flusso è dovuta ad una contrazione del passivo corrente.

Le stime provvisorie indicano che è aumentata leggermente l'eccedenza aggregata dei pagamenti correnti dei paesi dell'Europa orientale, da meno di \$0,5 miliardi nel 1986 a oltre \$1,5 miliardi nel 1987. Circa la metà di questo miglioramento è dovuta all'URSS, dove si stima che l'avanzo nelle transazioni correnti in valute convertibili sia cresciuto da \$0,5 a 1,5 miliardi. Questo andamento è

Miglioramento
nei paesi con
forti disavanzi

Andamenti
nell'Europa
orientale

interamente ascrivibile ad una consistente riduzione del deficit mercantile dell'URSS verso i paesi industriali occidentali, la quale ha più che compensato il calo nelle esportazioni di oro e la contrazione dell'eccedenza nel commercio con i PVS (esclusi gli scambi nel quadro di accordi bilaterali di compensazione). Fra gli altri paesi dell'Est europeo i maggiori proventi delle esportazioni hanno permesso all'Ungheria ed alla Bulgaria di ridurre di circa \$ 0,5 miliardi i disavanzi correnti in valute convertibili, portandoli rispettivamente a \$ 0,8 e 0,5 miliardi, mentre la Romania pare aver ampliato la propria eccedenza ad oltre \$ 2 miliardi. In Polonia il deficit di parte corrente si è leggermente ridotto scendendo al di sotto di \$ 0,5 miliardi; nella Repubblica Democratica Tedesca e in Cecoslovacchia, nonostante un certo peggioramento nel 1987, le bilance dei pagamenti correnti sono state pressoché in pareggio.

Andamento della posizione con l'estero nei paesi in via di sviluppo

La posizione esterna per l'insieme dei paesi in via di sviluppo è migliorata nettamente nel 1987, in quanto il saldo aggregato dei pagamenti correnti di questo gruppo è passato ad un leggero avanzo (si veda la tabella a pagina 65). Il cambiamento di segno nel saldo delle partite correnti – da un deficit di \$ 40 miliardi nel 1986 ad un'eccedenza di \$ 1 miliardo nel 1987 – è ascrivibile praticamente per intero ad un incremento del surplus dell'interscambio mercantile derivante dall'andamento favorevole delle ragioni di scambio e dall'ulteriore crescita delle esportazioni reali. Le ragioni di scambio per l'insieme dei PVS sono migliorate del 4% – rispetto alla perdita di ben il 23% nel 1986 – grazie soprattutto alla ripresa dei prezzi del petrolio dopo la forte caduta subita nel 1986. La crescita delle quantità esportate, pari al 7%, è risultata leggermente inferiore a quella del 1986, ma ha continuato ad eccedere considerevolmente l'espansione del commercio mondiale. L'aumento degli introiti per esportazioni nel 1987 ha contribuito ad alleviare i vincoli di bilancia dei pagamenti in numerosi PVS, consentendo loro, in quanto gruppo, di accrescere la domanda di importazioni del 2,5% in volume, rispetto ad una compressione cumulativa delle importazioni reali di quasi il 6% nei due anni precedenti.

Come negli anni passati, il quadro d'insieme delle bilance dei pagamenti dei PVS risulta da movimenti alquanto diffusi nella posizione esterna dei singoli paesi; nel 1987 si sono fatte più marcate le differenze fra i gruppi distinti in base all'orientazione delle esportazioni, alla concentrazione su determinati mercati, alla specializzazione merceologica ed al grado di accesso ai mercati finanziari. In effetti, il miglioramento della bilancia corrente aggregata dei PVS nel 1987 è interamente dovuto ai paesi esportatori di fonti di energia e ai paesi esportatori di manufatti. Per contro, il gruppo dei paesi che esportano in misura prevalente materie prime, il quale comprende oltre la metà dei PVS, ha subito un ulteriore deterioramento nella posizione corrente sull'estero.

Se da un lato il rincaro del petrolio ha determinato un considerevole miglioramento nelle ragioni di scambio (+11,5%) dei PVS esportatori di fonti di energia, dall'altro nel 1987 è calata leggermente la domanda di petrolio, e la crescita complessiva delle loro esportazioni in volume è rimasta stazionaria.

Netto rafforzamento della posizione aggregata di parte corrente...

...che maschera andamenti divergenti tra...

... i PVS esportatori di fonti di energia ...

La fragilità della posizione esterna, fortemente dipendente dalle condizioni del mercato mondiale del greggio, nonché l'esigenza di ridurre gli ampi e persistenti disavanzi del bilancio pubblico, ha costretto molti di questi paesi ad ulteriori sforzi di aggiustamento. Ancora una volta è stato compresso il volume delle importazioni (del 12%), per il sesto anno consecutivo. Assieme ai guadagni nelle ragioni di scambio la riduzione delle importazioni reali ha ampliato l'avanzo mercantile aggregato di ben \$ 32 miliardi; tale miglioramento si è rispecchiato in un calo del deficit complessivo di parte corrente da oltre \$ 30 miliardi nel 1986 a \$ 1 miliardo nel 1987.

... i paesi
esportatori di
manufatti ...

I PVS esportatori di manufatti – ossia i paesi le cui esportazioni di questi prodotti superavano nel 1980 il 50% delle loro esportazioni totali – hanno registrato, per il secondo anno consecutivo, una crescita delle quantità esportate di oltre il 16%. Tale risultato rimarchevole va ascritto soprattutto alla forte posizione concorrenziale di questi paesi, che ha permesso loro di ampliare la propria quota sui mercati relativamente dinamici dei prodotti della trasformazione industriale. Al tempo stesso, le loro ragioni di scambio sono migliorate del 3% cosicché, nonostante un considerevole aumento, pari all'11%, nei volumi importati, l'avanzo commerciale di questo gruppo di paesi si è accresciuto di \$ 13 miliardi. L'eccedenza corrente si è più che raddoppiata, passando a \$ 27 miliardi.

... fra i quali hanno
avuto un ruolo do-
minante i quattro
paesi di recente
industrializzazione
del Sud-Est asiati-
co...

Come nell'anno precedente, l'andamento della posizione esterna del gruppo di esportatori di manufatti è stato dominato dai quattro paesi di recente industrializzazione (NICs) del Sud-Est asiatico, ossia Hong Kong, Singapore, Corea del Sud e Taiwan. Benché il loro PIL sia soltanto pari a un terzo di quello totale dei PVS classificati come esportatori di manufatti, queste quattro

| Paesi di recente industrializzazione (NICs)*: saldi correnti | | | | | | |
|--|-----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Voci | Saldo aggregato | | | Taiwan | | |
| | 1985 | 1986 | 1987 | 1985 | 1986 | 1987 |
| in miliardi di dollari USA | | | | | | |
| Interscambio mercantile | 8,7 | 19,0 | 25,8 | 11,2 | 16,9 | 20,8 |
| Esportazioni | 108,6 | 130,1 | 175,1 | 30,5 | 39,5 | 53,2 |
| Importazioni | -99,9 | -111,1 | -149,3 | -19,3 | -22,6 | -32,4 |
| Servizi e trasferimenti (netti) | 1,8 | 4,4 | 5,1 | - 2,0 | - 0,7 | - 2,6 |
| Saldo corrente | 10,5 | 23,4 | 30,9 | 9,2 | 16,2 | 18,2 |
| <i>in percentuale del PIL</i> | <i>5,3</i> | <i>10,4</i> | <i>10,9</i> | <i>15,5</i> | <i>22,7</i> | <i>19,2</i> |
| * Corea del Sud, Hong Kong, Singapore e Taiwan. | | | | | | |

economie hanno totalizzato circa i tre quarti delle esportazioni complessive del gruppo e più dei due terzi delle importazioni totali. Nel corso dei due ultimi anni, questi quattro paesi hanno più che triplicato il loro avanzo corrente aggregato, portandolo, nel 1987, a \$ 30,9 miliardi (si veda la tabella precedente). Quasi la totalità di questo incremento è derivata da un'eccezionale espansione delle esportazioni nette. Nel 1986 la crescita delle esportazioni in volume, del 21%, ha superato quella delle importazioni reali di 3 punti percentuali e le ragioni di scambio sono migliorate del 5%; nel 1987, mentre la crescita delle esportazioni

reali si è mantenuta allo stesso tasso dell'anno precedente, la crescita delle importazioni reali è salita al 24,5%; il conseguente deterioramento della bilancia commerciale reale è stato tuttavia più che compensato dagli effetti di un miglioramento del 3% delle ragioni di scambio.

Le quattro economie perseguono un'analoga strategia di crescita trainata dalle esportazioni, ma differiscono nel grado di controllo esercitato sulle importazioni. Come mostra la tabella precedente, nel 1987 Taiwan ha realizzato la quota più elevata dell'eccedenza corrente aggregata dei quattro paesi ed è stato, in effetti, l'unico tra essi ad essere costantemente in avanzo da diversi anni. L'accumularsi delle eccedenze, unitamente agli afflussi di capitali a breve, hanno fatto rapidamente crescere le riserve valutarie di Taiwan. Il loro ammontare, pari a \$77 miliardi alla fine del 1987, risulta il più elevato del mondo. La Corea del Sud è divenuto uno dei principali paesi in surplus solo dopo il 1985, anno in cui la bilancia corrente ha mostrato per la prima volta un avanzo (\$4,6 miliardi e \$9,8 miliardi nel 1986 e nel 1987 rispettivamente). Gran parte degli introiti netti correnti è stata utilizzata per ridurre l'indebitamento del paese verso le banche all'estero. In entrambi i paesi la forte posizione esterna acquisita di recente è stata soprattutto il risultato del dinamico andamento delle esportazioni ottenuto grazie ai notevoli incrementi di produttività e, negli ultimi anni, ad una crescente sottovalutazione delle loro monete. Al tempo stesso, Taiwan e la Corea del Sud hanno mantenuto restrizioni valutarie e controlli sulle importazioni che solo negli ultimi tempi hanno iniziato ad essere allentati. Per contro, Hong Kong e Singapore non applicano restrizioni agli scambi, e la rapida crescita delle loro esportazioni si è generalmente accompagnata ad analoghi tassi di crescita delle importazioni. Di conseguenza, entrambe le economie sono incorse in lievi disavanzi commerciali che sono stati grosso modo compensati da saldi positivi dei servizi.

Il disavanzo corrente aggregato dei paesi esportatori di materie prime (ossia i PVS in cui più del 50% degli introiti per esportazioni nel 1980 è derivato da vendite di materie prime non petrolifere) si è ampliato per il secondo anno consecutivo, passando da \$18 miliardi nel 1986 a \$21 miliardi nel 1987. Poiché il saldo commerciale in termini reali è rimasto praticamente immutato – la crescita in volume delle esportazioni e delle importazioni ha mostrato una lieve accelerazione portandosi a circa il 5% – gran parte del deterioramento nella posizione esterna va imputato allo sfavorevole andamento dei prezzi durante lo scorso anno. Benché i corsi delle materie prime abbiano mostrato in media una ripresa durante il 1987, questo miglioramento è stato sopravanzato dalla crescita ben più accentuata dei prezzi dei manufatti, che ha fatto peggiorare di circa il 3% le ragioni di scambio dei paesi esportatori di materie prime.

... e i paesi
esportatori di
materie prime

La situazione esterna dei paesi fortemente indebitati: il processo di aggiustamento dal 1982

Sono trascorsi quasi sei anni dal momento in cui l'annuncio da parte del Messico di difficoltà nel servizio del debito ha segnato l'inizio della crisi debitoria internazionale. Fino ad allora la vulnerabilità a *shocks* esterni di molti paesi in via di sviluppo era stata dissimulata dalla vigorosa crescita economica in un contesto

Nei quindici
paesi fortemente
indebitati ...

fortemente inflazionistico, che aveva indotto sia i creditori esteri sia le autorità dei paesi mutuatari a sopravvalutare la capacità di questi paesi di far fronte al servizio del debito esterno anche in situazioni meno propizie. Lo sfavorevole contesto instauratosi agli inizi degli anni ottanta – con tassi di interesse in forte aumento, una caduta dei prezzi dei prodotti primari e il rallentamento della crescita economica mondiale – ha certamente influito sulla collocazione temporale dei problemi di servizio del debito. Tuttavia, alla luce delle difficoltà che il processo di aggiustamento ha incontrato dal 1982, non vi è dubbio che le radici del problema debitorio risiedevano allora, come tutt'oggi risiedono, nelle debolezze strutturali e in un'inappropriata gestione dell'economia in molti paesi debitori. Pertanto, prima o poi sarebbero comunque emerse difficoltà nel servizio del debito.

Benché una vasta gamma di paesi abbia incontrato problemi di debito, in un'ottica globale assumono particolare rilevanza gli sviluppi nei paesi a medio reddito fortemente indebitati. Questo gruppo di quindici paesi, cui era rivolta la strategia debitoria presentata dal Segretario al Tesoro degli Stati Uniti all'Assemblea annuale del Fondo Monetario Internazionale e della Banca Mondiale nel 1985 (nota come Piano Baker), concorre per quasi un terzo al PNL dell'insieme dei PVS, per un quinto al totale delle loro esportazioni di beni e servizi e, quel che più conta, al 40% circa del debito esterno di tutti i PVS. Si tratta di un gruppo alquanto eterogeneo, che comprende paesi come Messico, Nigeria e Venezuela, i quali dipendono prevalentemente dalle esportazioni di petrolio; Argentina e Filippine, che esportano soprattutto prodotti primari non petroliferi; e Brasile e Jugoslavia, che hanno raggiunto un notevole grado di diversificazione delle esportazioni.

... è migliorata la
posizione di
parte corrente ...

Alla stessa stregua di molti altri PVS, nel 1987 questo gruppo ha conseguito un significativo miglioramento della propria posizione sull'estero. Il disavanzo aggregato di parte corrente si è dimezzato, scendendo a \$ 7,6 miliardi, principalmente per effetto di una leggera accelerazione nella crescita delle esportazioni in volume e di un miglioramento del 2% delle ragioni di scambio, tradottisi in un aumento dell'eccedenza commerciale da \$ 20,8 miliardi nel 1986 a \$ 27,5 miliardi nel 1987. Il disavanzo nelle partite invisibili e nei trasferimenti è mutato solo di poco, in quanto un sensibile calo dei pagamenti per interessi è stato praticamente annullato dagli accresciuti esborsi per altri servizi. All'interno del gruppo, i più ampi miglioramenti del saldo corrente sono stati registrati dal Messico (\$ 5,5 miliardi) e dal Brasile (\$ 3 miliardi), mentre la posizione esterna degli altri paesi è rimasta in complesso sostanzialmente invariata.

.. ma l'incidenza
del debito sulle
esportazioni
resta estremamente
alta ...

Anche se i maggiori introiti delle esportazioni hanno consentito lo scorso anno di ridurre di 15 punti il rapporto tra il debito esterno dei paesi fortemente indebitati e le loro esportazioni di beni e servizi, sceso al 329%, la posizione esterna complessiva di questi paesi non solo continua ad essere precaria ma, considerato che nel 1982 tale indice di indebitamento era del 268%, appare anche considerevolmente peggiorata dall'inizio della crisi debitoria internazionale. Questo forte aggravamento dell'onere debitorio rispecchia, da un lato, un incremento del debito in essere, passato da \$ 380 miliardi nel 1982 a \$ 466 miliardi nel 1987 e, dall'altro, un'invarianza dei proventi delle esportazioni il cui livello nel 1987 è esattamente identico a quello del 1982. Oltre un quarto

(ossia \$ 24 miliardi circa) dell'incremento del debito estero va imputato agli effetti di cambio che hanno accresciuto il valore in dollari del debito denominato nelle valute che tra fine 1982 e fine 1987 si sono apprezzate nei confronti della moneta americana. Un ulteriore 25% circa ha trovato contropartita, per \$ 20 miliardi circa, in un aumento delle riserve ufficiali dei paesi fortemente indebitati durante tale periodo.

| Bilancia delle partite correnti e debito estero di quindici paesi fortemente indebitati ¹ | | |
|--|----------------------------|------------|
| Voci | 1982 | 1987 |
| | in miliardi di dollari USA | |
| Saldo delle partite correnti | - 50,7 | - 7,6 |
| Esportazioni di merci | 112,2 | 112,1 |
| Proventi per servizi | 29,7 | 29,7 |
| Importazioni di merci | -108,2 | -84,6 |
| Esborsi per servizi ² | - 43,2 | -38,2 |
| Esborsi per interessi | - 43,4 | -30,9 |
| Trasferimenti | 2,2 | 4,3 |
| Debito estero | 380 | 466 |
| <i>in percentuale sulle esportazioni di beni e servizi</i> | <i>268</i> | <i>329</i> |
| Poste per memoria: | | |
| Saldo mercantile reale ³ | 4 | 54 |
| Esportazioni di merci | 112 | 136 |
| Importazioni di merci | -108 | -82 |

¹ Argentina, Bolivia, Brasile, Cile, Colombia, Costa d'Avorio, Ecuador, Filippine, Jugoslavia, Marocco, Messico, Nigeria, Perú, Uruguay, Venezuela. ² Esclusi gli esborsi per interessi sul debito estero. ³ A valori unitari costanti dell'interscambio in base 1982.

Tuttavia, la causa fondamentale dell'accresciuto indice di indebitamento in questo gruppo di paesi sta nel fatto che essi non sono riusciti ad incrementare i proventi delle esportazioni. Un aumento delle vendite all'estero non solo avrebbe contribuito a ridurre direttamente tale indice, ma avrebbe anche consentito un più forte aggiustamento delle partite correnti, limitando in tal modo la necessità di far ricorso al finanziamento esterno. Il ristagno in termini nominali delle esportazioni tra il 1982 e il 1987 – periodo durante il quale le importazioni di beni e servizi dei paesi industriali si sono accresciute di oltre \$ 740 miliardi, ossia del 44% – è sintomatico di gravi carenze nelle strategie di aggiustamento dei paesi fortemente indebitati. Se l'insoddisfacente dinamica delle esportazioni può essere attribuita in parte ad un calo cumulativo di circa il 18% dei prezzi in dollari delle esportazioni (che riflette la prevalenza del petrolio e di altre materie prime nella gamma dei prodotti di esportazione di questi paesi), è altresì vero che la loro crescita in volume ha raggiunto in media solo il 3,5% all'anno ed è stata decisamente inferiore a quella di altri importanti gruppi di PVS. Data l'invarianza delle esportazioni in valore, quasi tutta la riduzione del disavanzo aggregato di parte corrente dei paesi in parola – da \$ 50,7 miliardi nel 1982 a \$ 7,6 miliardi lo scorso anno – è derivata da un calo di \$ 41,1 miliardi delle importazioni di beni e servizi. Ciò è in buona parte dovuto ad

... soprattutto a causa della mancata espansione delle esportazioni di questi paesi

una diminuzione di \$ 12,5 miliardi dei pagamenti per interessi, ma il contributo maggiore è derivato dai ridotti esborsi per importazioni di merci e altri servizi. Poiché i prezzi delle importazioni sono aumentati solo in misura trascurabile nel periodo 1982–87, questa riduzione è dovuta quasi esclusivamente ai drastici tagli nelle quantità importate.

Di conseguenza, nonostante seri sforzi di aggiustamento – in termini reali il saldo commerciale è migliorato di \$ 50 miliardi, implicando uno spostamento di risorse reali dal settore interno a quello estero corrispondente al 6% del PNL del 1982 – ben poco è stato fatto per porre le basi atte a conseguire una sostenibile posizione esterna e una più rapida crescita del prodotto. In sostanza, la debole dinamica delle esportazioni ha rispecchiato un lento ritmo di espansione della capacità produttiva, specie nel settore della trasformazione industriale. Tra gli inizi degli anni ottanta e il 1987 la quota del PIL di questi paesi destinata agli investimenti fissi lordi si è ridotta da quasi il 25 al 17%. In certa misura ciò è anche il risultato di una inadeguata mobilitazione del risparmio interno attraverso politiche finanziarie di incentivazione, ma anche dei reiterati sforzi per salvaguardare i livelli di consumo. In particolare, politiche di *stop and go* in campo fiscale e monetario hanno sovente compromesso i progressi compiuti nella fase iniziale delle strategie di aggiustamento.

I movimenti internazionali di capitali e il finanziamento degli squilibri di parte corrente nei paesi industriali

Il maggior ruolo svolto dai flussi di finanziamento ufficiali ...

Contrariamente al 1986, lo scorso anno i movimenti di capitali privati hanno contribuito meno a controbilanciare gli squilibri di parte corrente, mentre molto maggiore è stato il ruolo dei flussi di fondi ufficiali, dati i massicci interventi sui mercati dei cambi e le connesse variazioni nelle posizioni monetarie nette ufficiali. Ciò vale soprattutto per i tre paesi industriali maggiori: gli afflussi netti di capitali privati negli Stati Uniti sono stati lungi dall'essere sufficienti a coprire l'accresciuto disavanzo corrente USA; in Giappone e in Germania i deflussi netti di fondi privati si sono ridotti considerevolmente rispetto ai livelli del 1986, ed entrambi i paesi hanno avuto consistenti acquisizioni di riserve ufficiali. Un cospicuo volume di afflussi netti di capitali è stato tuttavia registrato anche da un ampio numero di paesi industriali con eccedenze relativamente modeste o disavanzi di parte corrente.

...in particolare negli Stati Uniti

Negli *Stati Uniti* gli afflussi netti di capitali privati (compresa la discrepanza statistica) sono complessivamente ammontati a \$ 104 miliardi nel 1987, con un calo solo modesto rispetto all'anno precedente. Tuttavia, poiché il disavanzo corrente si è ampliato a \$ 160,7 miliardi nel 1987, la quota del deficit finanziata dai flussi ufficiali – che ha avuto come principale contropartita un aumento di \$ 47,5 miliardi delle passività nei confronti delle autorità monetarie estere – è salita ad un terzo rispetto a meno di un quarto nel 1986 e alla virtuale assenza di finanziamenti ufficiali nel 1985. Inoltre, come si vedrà nel Capitolo VII, il deterioramento di \$ 56,7 miliardi nella posizione monetaria ufficiale netta degli Stati Uniti sottovaluta in misura considerevole il contributo effettivo delle banche centrali al finanziamento del disavanzo corrente USA nel 1987.

Come si può osservare dalla tabella, gli afflussi netti di fondi privati negli Stati Uniti sarebbero stati notevolmente minori se il loro calo non fosse stato compensato da una riduzione di entità analoga delle esportazioni di capitali da parte di residenti. Il rallentamento nei deflussi identificati di capitali di soggetti residenti – da \$ 96,3 miliardi nel 1986 a \$ 73 miliardi nel 1987 – è derivato principalmente da una netta contrazione delle posizioni creditorie delle banche a

...dove sono diminuiti gli acquisti di titoli USA da parte di non residenti

| Stati Uniti: bilancia dei movimenti di capitali | | | | | | | |
|---|-------|-------|----------------------------|---------|---------|---------|---------|
| Voci | 1985 | 1986 | 1987 ¹ | | | | |
| | | | anno | 1°trim. | 2°trim. | 3°trim. | 4°trim. |
| | | | in miliardi di dollari USA | | | | |
| Saldo dei movimenti di capitali ² | 122,2 | 108,1 | 104,0 | 19,6 | 26,3 | 42,7 | 15,4 |
| Afflussi di capitali | 131,8 | 180,5 | 155,1 | 11,4 | 38,0 | 66,7 | 39,0 |
| di cui: investimenti diretti | 19,0 | 25,1 | 40,6 | 7,7 | 9,5 | 12,3 | 11,1 |
| investimenti di portafoglio | 71,4 | 79,1 | 36,0 | 16,9 | 13,7 | 9,8 | - 4,4 |
| passività delle banche USA | 41,0 | 77,4 | 77,9 | -13,6 | 14,8 | 44,4 | 32,3 |
| Deflussi di capitali | -27,5 | -96,3 | -73,0 | 13,4 | -18,5 | -27,2 | -40,7 |
| di cui: investimenti diretti | -17,3 | -28,0 | -38,2 | -10,0 | - 5,6 | - 6,2 | -16,4 |
| investimenti di portafoglio | - 7,5 | - 3,3 | - 3,7 | - 1,4 | 0,4 | - 0,9 | - 1,8 |
| attività delle banche USA | - 1,3 | -59,0 | -33,4 | 25,7 | -15,7 | -20,1 | -23,3 |
| Capitali non identificati ³ | 17,9 | 23,9 | 21,9 | - 5,2 | 6,8 | 3,2 | 17,1 |
| Variazione netta della posizione monetaria ufficiale ⁴ | - 5,8 | 33,3 | 56,7 | 17,3 | 15,0 | 0,8 | 23,6 |
| di cui: passività verso istituzioni ufficiali estere | - 2,0 | 33,0 | 47,5 | 15,3 | 11,6 | 0,7 | 19,9 |

¹ Dati destagionalizzati. ² Compresi i flussi non identificati. ³ Discrepanza statistica nella bilancia dei pagamenti USA. ⁴ Esclusi gli aggiustamenti di cambio; il segno (-) indica un miglioramento.

¹ Dati destagionalizzati. ² Compresi i flussi non identificati. ³ Discrepanza statistica nella bilancia dei pagamenti USA. ⁴ Esclusi gli aggiustamenti di cambio; il segno (-) indica un miglioramento.

capitale statunitense verso stabilimenti esteri non collegati. Tali attività, che nel 1986 si erano ampliate di \$ 4,2 miliardi, lo scorso anno si sono ridotte di \$ 13,4 miliardi, soprattutto perché la domanda di attività in dollari delle banche estere è stata soddisfatta in misura crescente con depositi di riserve ufficiali in dollari sull'euromercato, nonché con fondi resi disponibili da banche giapponesi. Il calo degli afflussi identificati di capitali – da \$ 180,5 miliardi nel 1986 a \$ 155,1 miliardi nel 1987 – può essere fatto risalire essenzialmente alla forte contrazione degli acquisti di titoli USA, ammontati a poco più della metà (\$ 36 miliardi) di quelli effettuati nei due precedenti anni. Mentre la domanda estera di azioni USA, pari a \$ 15,4 miliardi, si è pressoché mantenuta allo stesso livello dell'anno precedente, l'interesse degli operatori esteri per le obbligazioni USA è scemato nel corso del 1987, dando luogo a vendite nette di titoli del Tesoro USA per \$ 6,1 miliardi (a fronte di acquisizioni nette per \$ 8,3 miliardi nel 1986), nonché ad un calo di \$ 27 miliardi dei nuovi acquisti di altri titoli USA. Il venir meno della domanda estera di obbligazioni USA pare essere stato indotto soprattutto dalla convinzione che un ampliamento di 1,5–2 punti a vantaggio del dollaro nel differenziale dei tassi a lungo termine rispetto allo yen e al marco tedesco non

Sostanziale
accumulazione
di attività verso
gli USA nei
portafogli privati
dal 1981

bastava a compensare il rischio di un ulteriore deprezzamento della moneta americana.

La crescente riluttanza degli investitori privati ad accrescere le loro posizioni creditorie verso gli Stati Uniti, manifestatasi nel corso del 1987, ha segnato una netta svolta rispetto alla decisa crescita della domanda di attività USA osservata negli ultimi anni. Stime provvisorie indicano che in media tra il 1981 e il 1986 quasi il 30% della crescita delle posizioni creditorie esterne mondiali (escluse le riserve monetarie ufficiali) è rappresentato da nuove attività verso gli Stati Uniti, acquistate per la maggior parte da investitori di altri paesi industriali. In effetti, la quota dei crediti verso gli Stati Uniti sul totale delle attività finanziarie detenute dal settore delle imprese nei paesi industriali è salita considerevolmente, pur restando nel complesso alquanto modesta (forse poco più del 3,5% a fine 1986). Benché sia difficile valutare l'importanza di questi cambiamenti nella composizione dei portafogli finanziari aggregati dal punto di vista del finanziamento futuro dei disavanzi correnti USA, la quota relativamente modesta delle attività verso gli Stati Uniti in rapporto al totale mondiale delle attività finanziarie può confortare la tesi secondo cui il mutato atteggiamento degli investitori privati nel 1987 rappresenta piuttosto una reazione transitoria all'assenza di segni evidenti di aggiustamento dello squilibrio esterno USA che non un più sostanziale cambiamento nelle scelte degli investitori provocato da una saturazione di attività USA.

Forti incrementi
delle riserve
ufficiali in
Giappone...

In Giappone le riserve ufficiali nette si sono accresciute di ben \$ 42,3 miliardi, un incremento triplo rispetto a quello registrato nel 1986. Pertanto, lo scorso anno quasi il 50% dell'eccedenza corrente del Giappone ha trovato contropartita in acquisizioni nette di attività ufficiali di riserva. Inoltre, poiché una

| Giappone: bilancia dei movimenti di capitali | | | | | | | |
|---|-------|--------|----------------------------|---------|---------|---------|---------|
| Voci | 1985 | 1986 | 1987 | | | | |
| | | | anno | 1°trim. | 2°trim. | 3°trim. | 4°trim. |
| | | | in miliardi di dollari USA | | | | |
| Capitali a lungo termine (saldo) | -64,5 | -131,5 | -136,5 | -32,2 | -44,3 | -22,0 | -38,0 |
| Investimenti all'estero | -81,8 | -132,1 | -132,8 | -37,5 | -39,6 | -33,1 | -22,6 |
| di cui: di portafoglio | -59,8 | -102,0 | -87,8 | -27,7 | -30,6 | -19,1 | -10,3 |
| Investimenti dall'estero | 17,3 | 0,6 | -3,7 | 5,3 | -4,7 | 11,1 | -15,4 |
| Capitali a breve termine (saldo) ¹ | 13,9 | 59,4 | 91,8 | 28,3 | 34,4 | 4,2 | 24,9 |
| di cui: settore bancario | 10,8 | 58,5 | 71,8 | 21,9 | 27,2 | -4,8 | 27,5 |
| settore non bancario | -0,9 | -1,6 | 23,9 | 1,4 | 6,5 | 9,8 | 6,2 |
| Variazione netta nella posizione monetaria ufficiale ² | 1,4 | -13,7 | -42,3 | -17,0 | -12,8 | -3,4 | -9,1 |

¹ Esclusi errori ed omissioni.
² Esclusi gli aggiustamenti di cambio; il segno (–) indica un miglioramento.

¹ Esclusi errori ed omissioni. ² Esclusi gli aggiustamenti di cambio; il segno (-) indica un miglioramento.

parte preponderante di tali acquisizioni si ritiene sia denominata in dollari, le autorità giapponesi hanno contribuito in misura significativa al finanziamento del disavanzo USA, sostituendosi in parte nel ruolo che i residenti privati, e soprattutto gli investitori istituzionali, avevano svolto negli anni precedenti. In effetti, benché il totale dei deflussi di fondi a lungo termine, pari a \$ 132,8 miliardi, sia stato pressoché identico a quello dell'anno precedente, la diversa struttura delle

transazioni che lo compongono sembra indicare un certo spostamento nelle scelte degli investitori giapponesi.

Mentre i residenti giapponesi hanno intensificato sia gli investimenti diretti sia gli impieghi a lungo termine all'estero, essi hanno invece ridotto di \$ 14,2 miliardi i nuovi investimenti in titoli esteri. Questa contrazione va imputata ad un calo ancor maggiore (\$ 20,1 miliardi) dei nuovi acquisti di obbligazioni in valuta estera. Nello stesso tempo, gli afflussi netti di capitali a breve sono balzati da \$ 59,4 miliardi nel 1986 all'eccezionale importo di \$ 91,8 miliardi nel 1987. La maggior parte di tali afflussi rappresenta fondi netti a breve – in buona parte in valuta – mutuati all'estero dalle banche, e trae verosimilmente origine dal desiderio degli investitori giapponesi di coprirsi dai rischi di cambio connessi ai loro investimenti esteri. La marcata divergenza fra deflussi netti a lungo termine e afflussi netti a breve ha cominciato a manifestarsi dalla metà del 1986, allorché le aspettative di guadagni in conto capitale, in un contesto di rendimenti obbligazionari decrescenti, paiono essere state controbilanciate da crescenti timori di perdite di cambio. Nel 1987 tali timori si sono temporaneamente attenuati, e gli alti differenziali di interesse paiono aver alimentato la domanda di obbligazioni in valuta estera fino ad agosto. Tuttavia, quando lo yen ha successivamente ripreso a rafforzarsi, la domanda di titoli in valuta si è ridotta drasticamente, nonostante un ulteriore ampliamento al 4,5% del differenziale di interesse tra dollaro e yen.

Anche in Germania la posizione monetaria ufficiale netta ha segnato una forte espansione di \$ 23,4 miliardi nel 1987, di cui la metà circa rappresentata da incrementi delle disponibilità in dollari, mentre la parte restante va attribuita a

...Germania...

| Germania: bilancia dei movimenti di capitali | | | | | | | |
|---|-------|-------|----------------------------|---------|---------|---------|---------|
| Voci | 1985 | 1986 | 1987 | | | | |
| | | | anno | 1°trim. | 2°trim. | 3°trim. | 4°trim. |
| | | | in miliardi di dollari USA | | | | |
| Capitali a lungo termine (saldo) | - 4,7 | 14,9 | -13,7 | 9,3 | 1,0 | -10,0 | -14,0 |
| Investimenti all'estero | -21,6 | -25,6 | -34,7 | - 7,9 | -8,2 | -10,0 | - 8,6 |
| Investimenti dall'estero | 16,9 | 40,5 | 21,0 | 17,2 | 9,2 | - 0,0 | - 5,4 |
| di cui: acquisti di titoli tedeschi ¹ | 13,1 | 34,0 | 17,9 | 13,5 | 7,9 | 0,5 | - 4,0 |
| Capitali a breve termine (saldo) ² | -11,3 | -51,5 | - 8,0 | -12,9 | -8,5 | 1,6 | 11,8 |
| di cui: settore bancario | -10,0 | -27,9 | - 3,9 | - 6,1 | -7,0 | 5,1 | 4,1 |
| settore privato non bancario | - 4,4 | -23,6 | - 5,7 | - 3,3 | -2,2 | - 4,6 | 4,4 |
| Variazione netta nella posizione monetaria ufficiale ³ | - 1,1 | - 3,1 | -23,4 | - 7,7 | -3,2 | 0,8 | -13,3 |

¹ Compresi i certificati di debito (*Schuldscheine*) rilasciati da enti pubblici. ² Compresi errori ed omissioni. ³ Esclusi gli aggiustamenti di cambio; il segno (-) indica un miglioramento.

¹ Compresi i certificati di debito (*Schuldscheine*) rilasciati da enti pubblici. ² Compresi errori ed omissioni. ³ Esclusi gli aggiustamenti di cambio; il segno (-) indica un miglioramento.

vendite di marchi nell'ambito dello SME. Il miglioramento della posizione ufficiale netta tedesca ha avuto luogo nonostante la marcata inversione nei movimenti di capitali a lungo termine dopo il secondo trimestre 1987, quando agli ingenti afflussi di fondi a lungo termine hanno fatto seguito deflussi. Questo capovolgimento va essenzialmente imputato ad una modifica alquanto repentina nell'atteg-

... e in molti altri
paesi industriali

giamento degli investitori esteri nei confronti dei titoli denominati in marchi tedeschi: dopo aver effettuato acquisti per \$ 21,4 miliardi nei primi sei mesi, gli investitori paiono aver riconsiderato le prospettive di guadagno connesse alle variazioni di cambio e ai movimenti dei tassi a lunga, ed hanno iniziato a cedere titoli tedeschi. Tuttavia, dato che una parte significativa dei precedenti investimenti in titoli tedeschi era stata finanziata con la raccolta di fondi a breve in marchi, l'inversione di flusso nelle transazioni di capitali a lungo termine dei non residenti a partire da metà anno si è tradotta in ampia misura in un riafflusso di fondi a breve in Germania.

Tra gli altri maggiori paesi industriali, *Regno Unito, Italia e Canada* hanno registrato lo scorso anno consistenti afflussi netti di capitali e miglioramenti della loro posizione monetaria ufficiale netta. Nel Regno Unito gli afflussi netti si sono più che triplicati, salendo a \$ 15,8 miliardi e, nonostante un deterioramento del saldo corrente, la posizione monetaria ufficiale netta si è rafforzata nella misura di \$ 13 miliardi. Il fattore di gran lunga più importante all'origine degli ampi afflussi netti di capitali è stata la marcata inversione nel saldo delle transazioni in titoli, da deflussi netti per \$ 27,5 miliardi nel 1986 ad afflussi netti per \$ 27,3 miliardi, che è dovuta, nella misura del 90%, a transazioni effettuate da residenti. Dopo anni di ininterrotti e crescenti investimenti di portafoglio all'estero – nel 1986 i nuovi acquisti di titoli esteri avevano infatti raggiunto un massimo di \$ 34,7 miliardi – gli investitori del Regno Unito hanno ceduto lo scorso anno un ammontare netto di \$ 14,4 miliardi delle loro disponibilità in titoli esteri, concentrando tutte le loro vendite nell'ultimo trimestre dell'anno. In Italia gli afflussi netti di capitali sono ammontati a \$ 6,5 miliardi nel 1987, a fronte di modesti deflussi netti nell'anno precedente. Questo cambiamento va attribuito quasi per intero ad un'espansione, da \$ 3,3 a 9,4 miliardi, dei prestiti esteri ottenuti da residenti, di cui quasi \$ 4 miliardi rappresentano un accresciuto indebitamento all'estero in valuta del Tesoro. In Canada gli afflussi netti di capitali sono aumentati di \$ 3,5 miliardi, per un totale di \$ 10,7 miliardi; un calo di \$ 5 miliardi negli afflussi netti di fondi a lungo termine è stato infatti più che compensato da cospicui afflussi netti a breve attratti dal livello dei tassi di interesse in Canada e dalla forza del dollaro canadese a partire dalla metà dell'anno.

La *Francia* costituisce la sola importante eccezione a questo quadro generale di accresciuti afflussi di capitali. I deflussi netti, complessivamente saliti da \$ 1,7 miliardi nel 1986 a \$ 4,3 miliardi nel 1987, hanno contribuito, in concomitanza con un deterioramento del saldo corrente, ad una contrazione di \$ 8,8 miliardi della posizione monetaria ufficiale netta. Tali deflussi vanno interamente attribuiti alle esportazioni nette di capitali a breve (\$ 10,7 miliardi) per il tramite delle banche.

Molti paesi industriali minori hanno parimenti ottenuto consistenti afflussi netti di capitali e sensibili miglioramenti della posizione monetaria ufficiale netta. In particolare, *Spagna, Danimarca e Finlandia* hanno registrato un volume senza precedenti di afflussi spontanei di fondi. In Spagna il saldo dei movimenti di capitali è passato da deflussi netti per \$ 1,6 miliardi nel 1986 ad afflussi netti per \$ 13,8 miliardi nel 1987, con un rafforzamento di entità pressoché analoga nella posizione monetaria ufficiale netta. La maggior parte degli afflussi dello scorso anno è rappresentata da investimenti esteri a lungo termine, e ciò fa ritenere che

l'ingresso nella Comunità Economica Europea e, in particolare, la prospettiva di un mercato comunitario unico entro il 1992, abbiano fortemente accresciuto l'attrattiva della Spagna per gli investitori esteri. In Danimarca gli afflussi netti di capitali si sono triplicati, portandosi a \$ 8 miliardi, per effetto di tassi di interesse elevati e di aspettative di cambio stabili dopo il riallineamento di gennaio nello SME, che hanno indotto ampi afflussi netti di capitali a lunga per il tramite del settore privato. In Finlandia l'allentamento delle restrizioni alla raccolta di fondi all'estero, dando origine a considerevoli afflussi di capitali a breve, è stata la principale causa dell'inversione nel saldo globale dei movimenti di capitali, da deflussi netti per \$ 0,6 miliardi ad afflussi netti di \$ 5,7 miliardi.

Il finanziamento esterno dei paesi in via di sviluppo

Il miglioramento dello scorso anno nella posizione aggregata di parte corrente dei paesi in via di sviluppo si è pienamente rispecchiato in un aumento di \$ 42 miliardi nelle loro riserve ufficiali complessive (escludendo gli aggiustamenti di cambio), che costituisce l'accumulazione di gran lunga più ampia dal 1980. Tuttavia, le acquisizioni di riserve si sono concentrate in un numero molto modesto di

Immutato nel complesso il flusso dei finanziamenti

| Paesi in via di sviluppo: finanziamento esterno stimato degli squilibri correnti per alcuni gruppi di paesi ¹ | | | | | | |
|--|--------------------------|----------------|---------------------------------|------|------------------------------|------|
| Voci | Esportatori di manufatti | | Esportatori di fonti di energia | | Esportatori di materie prime | |
| | 1986 | 1987 | 1986 | 1987 | 1986 | 1987 |
| in miliardi di dollari USA | | | | | | |
| Saldo delle partite correnti | 13 | 27 | -30 | -1 | -18 | -21 |
| Variazione delle attività sull'estero (= aumento) | -34 | -40 | 16 | -9 | -3 | 1 |
| Riserve ufficiali | -24 | -32 | 20 | -9 | -4 | -1 |
| Altre attività | -10 | -8 | -4 | 0 | 1 | 2 |
| Finanziamento esterno ² | 21 | 13 | 14 | 10 | 21 | 20 |
| Crediti da soggetti ufficiali | 2 | 2 | 11 | 10 | 16 | 17 |
| Crediti da soggetti privati | 14 | 9 | -3 | -2 | -3 | -5 |
| di cui: variazione delle passività verso le banche dichiaranti alla BRI | 3 ³ | 8 ³ | -1 | 0 | 2 | -7 |
| Prestiti del FMI | -1 | -2 | 2 | 1 | -1 | -2 |
| Altri afflussi (saldo) | 6 | 4 | 4 | 1 | 9 | 10 |
| Investimenti diretti | 2 | 3 | 4 | 5 | 2 | 3 |
| Altri, non classificati | 4 | 1 | 0 | -4 | 7 | 7 |

¹ Esclusi i PVS i cui introiti di parte corrente derivano per la maggior parte da servizi e trasferimenti.
² Pari alla somma del saldo corrente e della variazione nelle attività sull'estero, con segno invertito.
³ Escluse le posizioni debitorie delle banche situate a Hong Kong e Singapore.

Fonti: FMI, World Economic Outlook, aprile 1988; BRI, Evoluzione dell'attività bancaria e del mercato finanziario internazionale, maggio 1988.

PVS, mentre un'ampia maggioranza di essi ha continuato a far fronte a gravi difficoltà di finanziamento esterno. In effetti, per la maggior parte dei PVS le possibilità di attingere al risparmio estero per sostenere la crescita interna hanno continuato ad essere estremamente limitate e sono dipese quasi esclusivamente dai

Persistenza dei vincoli al finanziamento esterno in diversi gruppi di paesi

finanziamenti esterni erogati attraverso canali ufficiali. L'accesso al credito del settore privato estero è rimasto precluso alla maggior parte dei paesi, benché in taluni casi l'impiego di tecniche di finanziamento innovative (si veda il Capitolo V) abbia consentito di attenuare leggermente l'onere debitorio esterno nei confronti delle banche creditrici. Sebbene la situazione globale nel 1987 non sia stata molto dissimile da quella dell'anno precedente, vanno segnalati due sviluppi. Anzitutto è ulteriormente diminuita la fuga di capitali, e in alcuni paesi pare che i residenti abbiano iniziato a rimpatriare attività estere. In secondo luogo, dopo il forte aumento del 1986, lo scorso anno gli arretrati sul debito paiono essersi leggermente ridotti per il gruppo nel suo insieme, anche se in taluni paesi vi è stata un'ulteriore accumulazione.

Come si può rilevare dalla tabella di pagina 78, sia i vincoli al finanziamento esterno sia la configurazione dei flussi di fondi sono stati assai diversi a seconda dei singoli gruppi di PVS. I paesi classificati come esportatori di manufatti hanno conseguito per il secondo anno consecutivo rilevanti attivi di parte corrente e sono stati altresì in grado di accumulare ingenti riserve ufficiali. Sebbene ciò sia dovuto in misura significativa al saldo attivo e agli incrementi di riserve registrati da Taiwan, neppure gli altri paesi di questo gruppo hanno dovuto far fronte lo scorso anno a gravi problemi di finanziamento esterno. Quest'ultimo è stato per lo più ottenuto da fonti private, con un marcato aumento degli afflussi attraverso il canale bancario, mentre il ricorso all'indebitamento presso creditori ufficiali è stato alquanto modesto. Lo scorso anno anche i paesi esportatori di fonti di energia hanno beneficiato di un sostanziale rafforzamento della loro posizione di parte corrente che ha consentito loro di recuperare parte delle ingenti perdite di riserve subite l'anno precedente. Questo gruppo comprende sia i paesi creditori che in passato avevano accumulato una forte posizione patrimoniale attiva netta sull'estero, sia diversi paesi fortemente indebitati. Mentre i primi paiono aver finanziato i loro disavanzi correnti soprattutto riducendo le attività esterne, i secondi hanno dovuto fare prevalentemente ricorso al credito erogato da fonti ufficiali. Risulta inoltre che nel 1987 un certo numero di paesi di questo gruppo sia riuscito a ridurre i propri debiti arretrati.

Le più gravi difficoltà di finanziamento esterno sono state nuovamente incontrate da quei paesi i cui proventi delle esportazioni dipendono soprattutto dalle vendite di prodotti primari. Nel 1987 la posizione aggregata di parte corrente di questi paesi si è ulteriormente indebolita, ed è rimasta praticamente invariata la loro disponibilità di riserve. La quota di finanziamento esterno di gran lunga maggiore è rappresentata da crediti ottenuti da fonti ufficiali, mentre si è ridotto il debito verso i creditori privati, con una contrazione particolarmente forte delle passività verso le banche dichiaranti alla BRI. La riduzione dell'indebitamento verso le banche va ascritta in misura significativa alle tecniche di finanziamento innovative che hanno consentito la rimozione di crediti verso questi paesi dai bilanci delle banche. Nello stesso tempo, pare tuttavia che alcuni paesi del gruppo in parola abbiano ulteriormente accumulato arretrati di debito.

IV. Andamenti dei mercati finanziari nazionali

Aspetti salienti

Nel 1987 i mercati finanziari hanno attraversato un periodo di particolare turbolenza, che ha segnato il brusco arresto della protratta tendenza rialzista dei corsi azionari ed obbligazionari. Il collasso mondiale senza precedenti delle quotazioni azionarie nel mese di ottobre ha rappresentato l'evento più dirompente nel corso dell'anno. Tuttavia, anche prima della crisi di ottobre, si era assistito ad una notevole instabilità dei rendimenti obbligazionari a lungo termine. Lo scompiglio sui mercati finanziari contrasta fortemente con l'andamento generalmente pacato in termini di crescita economica e di inflazione nei paesi maggiori.

L'erraticità dei prezzi delle attività finanziarie è stata in parte il riflesso delle incertezze circa l'eliminazione dei persistenti squilibri di bilancia dei pagamenti e in particolare del disavanzo corrente degli Stati Uniti. Il forte calo del finanziamento privato di tale disavanzo, evidenziato dai massicci interventi ufficiali, ha fatto dubitare della sua sostenibilità ai livelli correnti dei prezzi delle attività. Sebbene l'Accordo del Louvre abbia conferito una certa stabilità ai mercati valutari durante parte dell'anno, a tratti sono emersi scetticismi circa la sua durevolezza e la volontà delle maggiori economie di coordinare le loro politiche. In siffatto contesto, i prezzi delle attività sono stati fortemente influenzati da aspettative di cambiamenti nelle politiche monetarie e fiscali, dalle prospettive di crescita complessiva e dall'evoluzione attesa dell'inflazione, mostrando talvolta di reagire in misura abnorme alle "notizie" contenute nei dati economici appena pubblicati.

La spiegazione più plausibile del crollo borsistico mondiale di ottobre va probabilmente ricercata nella combinazione di tre fattori: un cambiamento nella valutazione delle grandezze economiche fondamentali determinato dalle aspettative meno ottimistiche di crescita economica mondiale; l'improvvisa reazione dei mercati azionari innescata dalla consapevolezza di una precedente sopravvalutazione, ossia di una cosiddetta "bolla speculativa"; una temporanea disfunzione del mercato, ossia l'incapacità delle istituzioni di assorbire senza contraccolpi un'improvvisa forte discesa dei corsi e un ingente aumento degli ordini di vendita. La natura di questa disfunzione è stata oggetto di ampi studi in alcuni paesi, in particolare negli Stati Uniti e nel Regno Unito. Vi sono tuttavia importanti discordanze nei rapporti finora pubblicati, in termini sia di analisi sia di raccomandazioni. Per quanto riguarda queste ultime, vi è generale consenso soltanto sulla necessità di accrescere la capacità operativa del mercato azionario, di elevare i requisiti patrimoniali degli operatori primari e, più in generale, di migliorare il coordinamento fra i mercati organizzati.

Le banche centrali hanno reagito al crollo dei corsi azionari di ottobre assicurando un adeguato approvvigionamento di liquidità ai mercati, affinché le difficoltà immediate di cassa non si trasformassero in problemi di solvibilità. Tale

azione pare in effetti aver evitato il crearsi di una situazione di grave panico. Alcuni mercati, e in particolare i due maggiori, si sono ripresi dopo la settimana critica; altri, specialmente nell'Europa continentale, hanno subito ulteriori cali, ma nei primi mesi del 1988 gran parte dei mercati ha mostrato una tendenza al rialzo.

Lo scorso anno è proseguito il processo di deregolamentazione e ristrutturazione finanziaria. I minori vincoli posti all'attività sia delle banche sia delle altre istituzioni finanziarie hanno reso più acuta la necessità di una maggiore coerenza, a livello nazionale e internazionale, nella vigilanza e regolamentazione dei mercati bancari e mobiliari. Un passo concreto verso una maggiore armonizzazione della supervisione bancaria è rappresentato dalla proposta, formulata lo scorso anno dalle autorità di vigilanza dei maggiori paesi industriali, di introdurre un parametro comune, commisurato alla rischiosità degli impieghi, per l'adeguatezza patrimoniale delle banche. L'ampliamento delle operazioni consentite alle istituzioni finanziarie sui mercati nazionali ed esteri ha parimenti intensificato la concorrenza, accrescendo parallelamente le difficoltà connesse al rafforzamento dei requisiti prudenziali. Un'accresciuta concorrenza nel sistema bancario può spingere ad una maggiore assunzione di rischio oppure aggravare le difficoltà delle istituzioni già in posizione di debolezza. In pari tempo essa acuisce il difficile problema dell'equilibrio fra l'azione pubblica diretta a salvaguardare la solidità del sistema finanziario e l'esigenza di preservarne la natura concorrenziale.

La persistenza degli squilibri fra risparmio e investimento

Nei primi mesi del 1987 i mercati finanziari mostravano un apparente andamento ordinato. I tassi di interesse a lungo termine erano calati in Germania, Giappone e Regno Unito, mentre risultavano saliti di poco negli Stati Uniti. Inoltre, l'Accordo del Louvre, siglato in febbraio, aveva portato una certa calma sui mercati valutari. Tuttavia, durante tutto l'anno ha pesato negativamente sul clima di fondo il perdurare degli squilibri internazionali del 1986. Questi squilibri riflettevano un insufficiente aggiustamento nelle decisioni di risparmio e di investimento, in quanto il deficit del risparmio interno USA rispetto alla spesa interna per investimenti ha continuato a coesistere con eccedenze in Giappone e Germania. I timori suscitati dalla mancanza di indicazioni sufficientemente chiare di un miglioramento, lo scetticismo circa le misure correttive in atto ed attese sul piano delle politiche di bilancio ed il rinnovato pessimismo sulla reattività degli squilibri ai movimenti di prezzo delle attività, sono tutti fattori che hanno contribuito all'instaurarsi di un clima di disagio fra gli operatori del mercato finanziario. Ciò ha determinato una sensibilità talvolta abnorme dei prezzi delle attività finanziarie rispetto ad eventi singoli relativamente poco importanti.

L'evoluzione degli
squilibri...

Nel 1987 il divario fra il risparmio e gli investimenti interni negli Stati Uniti si è accresciuto ulteriormente, sia in termini assoluti sia relativamente al PNL. In rapporto al reddito esso si è ridotto leggermente in Germania e in misura sensibile in Giappone. Negli Stati Uniti, nonostante una significativa riduzione del fabbisogno netto del settore pubblico (in parte ascrivibile ad un temporaneo aumento delle entrate), il disavanzo corrente esterno è salito a \$ 161 miliardi,

anche a causa di una forte contrazione dell'eccedenza finanziaria netta del settore famiglie. Questa contrazione è ricollegabile all'ascesa dei corsi azionari, rimasti notevolmente al di sopra del livello di fine 1986 fino alla crisi di ottobre. Pertanto, confermando le indicazioni rilevate nella Relazione dello scorso anno, il 1987 ha mostrato negli Stati Uniti una correlazione negativa fra le plusvalenze azionarie ed il saggio di risparmio delle famiglie, che è sceso al di sotto del 3% nel terzo trimestre per poi risalire al 5% circa dopo di allora. Il fabbisogno netto

| Saldi finanziari dei settori* | | | |
|---|------------------------|------|------|
| Paesi e settori | 1980-85 | 1986 | 1987 |
| | in percentuale del PNL | | |
| Stati Uniti | | | |
| settore pubblico | -3,9 | -5,2 | -4,1 |
| estero | 0,9 | 3,4 | 3,5 |
| imprese non finanziarie | -0,7 | 0,3 | -0,3 |
| famiglie | 4,0 | 2,6 | 1,6 |
| Giappone | | | |
| settore pubblico | -6,3 | -4,2 | -1,4 |
| estero | -1,4 | -4,3 | -3,6 |
| imprese non finanziarie | -2,8 | -1,3 | -2,2 |
| famiglie | 9,8 | 10,2 | 7,9 |
| Germania | | | |
| settore pubblico | -2,6 | -1,2 | -1,7 |
| estero | -0,2 | -4,0 | -3,8 |
| imprese non finanziarie | -2,0 | -0,6 | -0,7 |
| famiglie | 3,7 | 5,1 | 5,2 |
| * Per il Giappone il settore pubblico comprende le imprese pubbliche e le cifre del 1987 sono stime BRI. Per la Germania il settore famiglie comprende il settore dell'edilizia residenziale. | | | |
| Fonti: conti finanziari nazionali. | | | |

del settore pubblico in rapporto al PNL è aumentato in Germania, mentre ha segnato un calo in Giappone, nonostante l'adozione di un pacchetto di provvedimenti di bilancio espansivi.

Il generale disagio dei mercati finanziari alla luce dell'evoluzione degli squilibri internazionali ha dato pochi segni di attenuazione sin verso la fine dell'anno. Soltanto allora è stato possibile discernere alcune chiare indicazioni di un miglioramento in termini nominali della bilancia corrente USA, cui si è aggiunto l'annuncio di concreti provvedimenti di politica fiscale volti a correggere gli squilibri. Il fatto che nella prima parte dell'anno una quota considerevole del disavanzo esterno abbia dovuto essere finanziata con fondi ufficiali ha accentuato i dubbi sulla sostenibilità dell'assetto corrente dei prezzi delle attività in assenza di un'azione diretta volta a correggere lo squilibrio finanziario dell'amministrazione federale. Tali dubbi sono stati talvolta accresciuti dalla mancanza di segnali chiari e coerenti delle autorità, che ha acuito i timori del mercato circa la volontà di cooperazione dei paesi maggiori.

Le turbolenze dello scorso anno sono state chiaramente collegate al perdurante processo di integrazione dei mercati finanziari internazionali e alla

...alimenta il clima di disagio nei mercati finanziari

La maggiore
mobilità dei
capitali può
ritardare
l'aggiustamento

crescente mobilità dei capitali, in corso da alcuni anni. Vi è motivo di ritenere che la maggiore integrazione possa talvolta ritardare, anziché favorire, il processo di aggiustamento degli squilibri internazionali. In linea di principio la mobilità dei capitali permette di realizzare la distribuzione temporale desiderata del consumo, accrescendo le possibilità di finanziamento esterno dei paesi e/o riducendone il costo. Per le stesse ragioni essa consente tuttavia di differire gli aggiustamenti interni eventualmente necessari.

Ma, soprattutto, un'elevata mobilità dei capitali può agire sui prezzi delle attività in senso sfavorevole all'aggiustamento esterno. In risposta ai differenziali internazionali di interesse, i flussi di fondi possono essere la principale determinante di breve periodo delle variazioni dei cambi, e ciò in modo alquanto indipendente dall'assetto esistente delle bilance correnti, come ha mostrato l'apprezzamento della moneta americana nei primi anni ottanta, e più di recente quello della sterlina. Con il tempo, tuttavia, le aspettative circa la sostenibilità dello squilibrio esterno e le sue implicazioni per la dinamica futura del tasso di cambio tendono a divenire predominanti e determinano il premio richiesto dagli investitori esteri per detenere attività denominate nella moneta del paese in questione. Quando ciò si verifica, i dubbi sulla sostenibilità dello squilibrio possono dar luogo a fasi di forte variabilità di tale premio e quindi del valore delle attività, come indica l'esperienza dell'anno scorso sui mercati dei cambi, delle obbligazioni e delle azioni.

Andamento
deludente
del risparmio

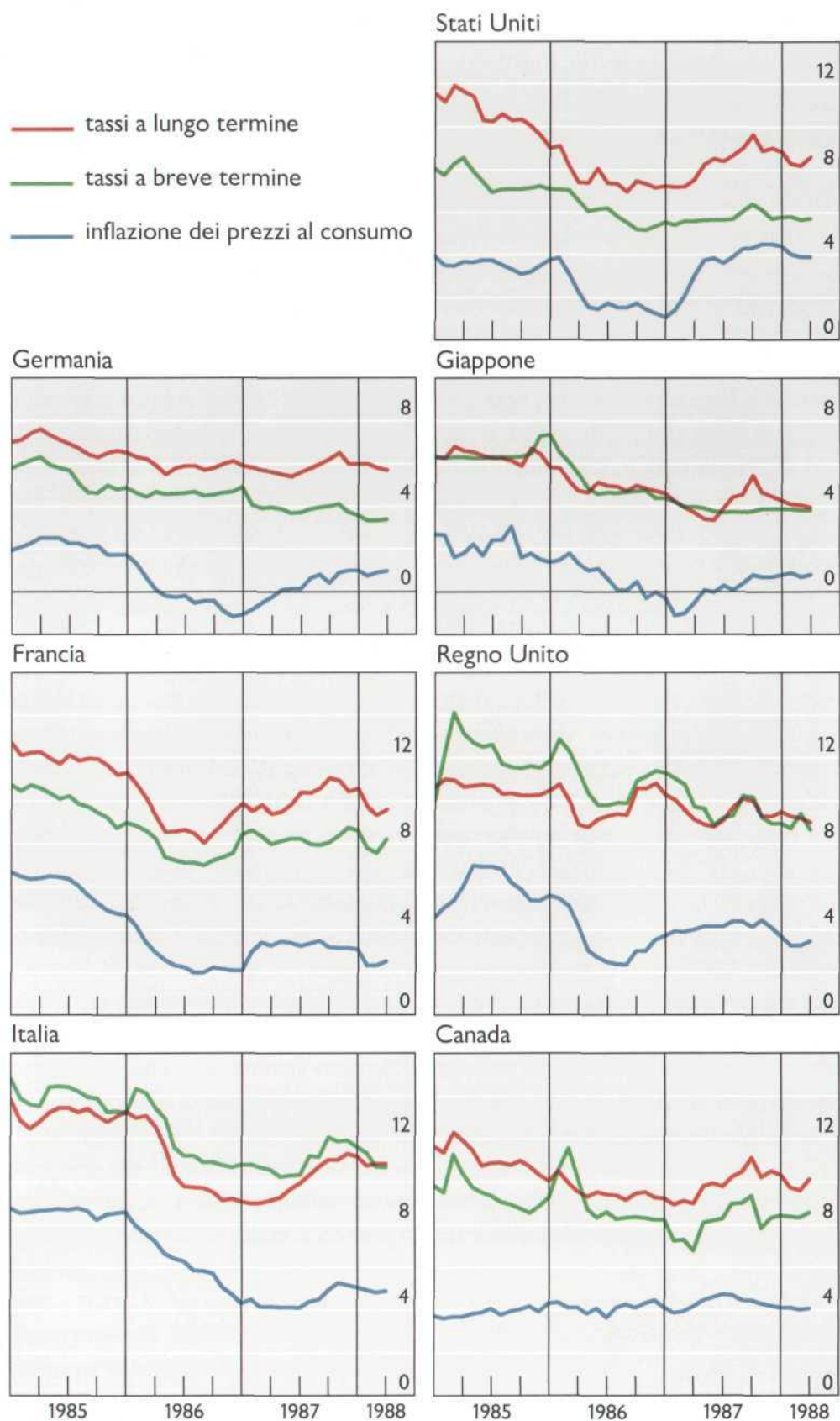
In tale clima di incertezza ha suscitato giustificati timori il fatto che l'andamento del risparmio privato non sia riuscito a favorire l'aggiustamento esterno. In particolare, diversi osservatori hanno evocato la sconcertante possibilità che la fisionomia del risparmio, soprattutto negli Stati Uniti e in Giappone sia in larga misura determinata da fattori di lungo periodo, cioè strutturali, e sia quindi relativamente insensibile alle variazioni dei prezzi delle attività. Taluni hanno sostenuto che la tendenza calante della propensione al risparmio negli Stati Uniti potrebbe trarre origine da sviluppi quali il crescente livello dei consumi della popolazione più anziana, il miglioramento dei sistemi di assicurazione privati e pubblici e l'allentamento dei vincoli di liquidità collegato al più agevole e meno costoso accesso al credito. In Giappone, per contro, la quota di risparmio relativamente elevata, anche se in parte sovrastimata da convenzioni contabili, è stata attribuita a fattori quali l'alto tasso di crescita economica, la combinazione degli elevati prezzi delle abitazioni e dei terreni e di un accesso limitato al credito, una forte tendenza ad accantonare disponibilità da trasmettere in eredità e, fino alla loro recente abolizione, considerevoli incentivi fiscali al risparmio. Questi argomenti, nella misura in cui sono empiricamente validi, possono contribuire a spiegare come non sia possibile contare sui soli movimenti dei prezzi delle attività per correggere gli attuali ampi squilibri nei pagamenti e come si possano produrre significative "iperreazioni" dei prezzi suddetti in mancanza di decisivi aggiustamenti nella posizione finanziaria netta del settore pubblico.

Tassi di interesse

Nel 1987 si è assistito al venir meno di due tendenze seguite dai tassi di interesse per gran parte degli anni ottanta. Anzitutto, ha avuto termine una fase protratta

Tassi di interesse nominali e inflazione; 1985-88*

Dati mensili, in percentuale



* Rendimenti obbligazionari e tassi del mercato monetario di strumenti rappresentativi. L'inflazione è misurata come variazione percentuale dei prezzi al consumo su dodici mesi.

Interruzione
di due tendenze
favorevoli

di calo dei tassi a lungo termine nella maggior parte dei paesi industriali. Inoltre, è aumentata in parecchi paesi l'instabilità dei tassi, in particolare dei rendimenti obbligazionari. Sia l'aumento sia la variabilità di tali rendimenti si pongono in netto contrasto con la relativa stabilità nell'economia reale.

Come mostra il grafico precedente, nella prima metà del 1987 sia i tassi di interesse a breve che quelli a lungo termine hanno segnato una svolta al rialzo in quasi tutti i maggiori paesi, in molti casi dopo essere scesi ai livelli più bassi dalla metà degli anni settanta. Negli Stati Uniti e in Canada i tassi si trovavano ai valori minimi fin dall'inizio dell'anno. Negli altri paesi maggiori, eccetto la Francia, la soglia inferiore è stata raggiunta in aprile o maggio, allorché i tassi in Canada e negli Stati Uniti stavano salendo fortemente. La seconda parte del 1987 si è distinta per il movimento pressoché parallelo dei tassi nei paesi considerati: una crescita durante tutta l'estate, un picco poco prima del crollo borsistico di ottobre ed un movimento discendente protrattosi fino agli inizi di quest'anno. Tuttavia, nel primo trimestre del 1988 soltanto nel Regno Unito i rendimenti obbligazionari risultavano decisamente inferiori a quelli di un anno prima. In aprile e in maggio nella maggior parte dei paesi i tassi di interesse hanno nuovamente mostrato una tendenza al rafforzamento.

Dato il permanere di tassi di inflazione bassi o moderati in molte economie, i rendimenti reali sono rimasti elevati rispetto ai parametri storici. Per contro, i tassi a breve sono saliti meno dei rendimenti obbligazionari o sono persino calati, così da determinare alcune riduzioni in termini reali, soprattutto in Germania e Giappone.

| Rendimenti obbligazionari meno tassi di interesse a breve* | | | | | | | |
|--|-------------|----------|----------|---------|-------------|--------|--------|
| Periodi | Stati Uniti | Giappone | Germania | Francia | Regno Unito | Italia | Canada |
| 1985 | 3,14 | -0,13 | 1,43 | 1,97 | -1,71 | -0,78 | 1,61 |
| 1986 | 1,70 | -0,03 | 1,32 | 1,43 | -1,10 | -1,37 | 0,55 |
| 1987 I | 1,66 | -0,09 | 1,55 | 1,26 | -0,93 | -1,65 | 1,90 |
| II | 2,68 | -0,23 | 1,72 | 1,72 | -0,31 | -0,67 | 1,65 |
| III | 2,83 | 1,08 | 2,08 | 2,68 | 0,04 | -0,79 | 1,50 |
| IV | 3,26 | 0,59 | 2,07 | 2,08 | 0,33 | -0,65 | 2,16 |
| 1988 I | 2,69 | 0,21 | 2,46 | 1,69 | 0,24 | -0,11 | 1,42 |

* In punti percentuali. Tassi rappresentativi: Stati Uniti, *Treasury bonds* decennali e *Treasury bills* a tre mesi; Giappone, titoli di Stato a lungo termine e tasso del mercato Gensaki a tre mesi; Germania, titoli a lungo termine del settore pubblico e tasso interbancario a tre mesi; Francia, titoli a lungo termine del settore pubblico e tasso interbancario a tre mesi; Regno Unito, titoli di Stato ventennali e tasso interbancario a tre mesi; Italia, titoli a lungo termine del settore pubblico e BOT a tre mesi; Canada, titoli di Stato con scadenza superiore a dieci anni e *Treasury bills* a tre mesi.

Curve dei
rendimenti
più ripide

Le curve dei rendimenti, come mostra la tabella precedente, hanno in genere accentuato la loro inclinazione con l'ascesa dei tassi nel terzo trimestre del 1987. Una parziale inversione ha fatto seguito nell'ultima parte dell'anno, anche se agli inizi del 1988 in tutti i paesi maggiori il differenziale positivo fra i rendimenti obbligazionari ed i tassi del mercato monetario si manteneva più ampio che nel 1986 e nella prima parte del 1987. Lo scorso anno, e più marcata-

mente nel primo trimestre del 1988, si è manifestato un netto contrasto fra la curva relativamente piatta in Giappone e quella assai più inclinata in Germania.

Il profilo dei rendimenti obbligazionari è modellato sia dagli sviluppi macroeconomici correnti – prodotto, inflazione e politica monetaria e fiscale – sia dalle aspettative degli investitori circa le condizioni future. Il peso assunto dagli investitori esteri in molti mercati obbligazionari nazionali ha reso altresì determinanti le aspettative sull'evoluzione dei tassi di cambio. I fattori legati alle aspettative paiono aver svolto un ruolo cruciale lo scorso anno, in quanto non è possibile associare l'ascesa e la maggiore variabilità dei rendimenti obbligazionari a sviluppi inattesi dal lato della crescita economica reale o dell'inflazione. Sebbene le aspettative non siano osservabili direttamente, durante lo scorso anno è possibile individuare abbastanza chiaramente taluni periodi in cui i cambiamenti nel clima del mercato hanno condotto a variazioni dei tassi di interesse. Due di questi episodi, la caduta del dollaro nel marzo 1987 ed il collasso dei valori azionari nell'ottobre, hanno colpito simultaneamente gli investitori di tutto il mondo, causando variazioni strettamente connesse dei corsi obbligazionari nella quasi totalità dei mercati.

Le aspettative di variazioni dei cambi hanno esercitato un influsso particolarmente forte nel primo semestre 1987. I rendimenti obbligazionari negli Stati Uniti si sono mossi in senso inverso al valore del dollaro; analogamente, negli altri paesi maggiori i rendimenti sono calati allorché le monete nazionali si sono apprezzate nei confronti del dollaro e viceversa. Questa dinamica è stata accentuata dalla caduta della moneta americana, particolarmente nel marzo e nell'aprile 1987, che si è accompagnata ad una netta divergenza dei rendimenti obbligazionari statunitensi rispetto a quelli giapponesi ed europei. Mentre nei mesi di maggio e giugno il dollaro si è stabilizzato sui mercati valutari, l'impatto del precedente deprezzamento si è fatto sentire sui tassi di interesse a lungo termine. I rendimenti sui titoli del Tesoro USA a lunga scadenza sono saliti di quasi 150 punti-base fra gennaio e maggio, mentre quelli sui titoli di Stato giapponesi hanno perso un intero punto percentuale. I tassi a lunga in Germania hanno segnato una flessione di circa 50 punti-base.

Questi andamenti fanno ritenere che la debolezza del dollaro abbia indotto talvolta gli investitori internazionali a rivedere i loro giudizi sul valore futuro della moneta americana. Essi hanno richiesto un premio crescente nei tassi di interesse del dollaro su quelli delle altre valute per compensare l'atteso ulteriore deprezzamento e l'accresciuto rischio connesso alla detenzione di attività in dollari in un contesto più incerto. Il sensibile ampliamento dei differenziali di rendimento nel corso dell'anno, in particolare nel segmento a lungo termine, può essere osservato nella tabella seguente. Alla fine del secondo trimestre 1987 il differenziale fra i tassi di interesse a lungo termine delle attività in dollari ed i rendimenti in Giappone e in Germania era salito di 100 punti-base e più rispetto al 1986.

Tali differenziali si sono ristretti leggermente fra metà maggio e metà agosto, un periodo in cui il dollaro è rimasto stabile e non vi sono stati interventi significativi, facendo ritenere che vi fosse un'accresciuta fiducia nell'Accordo del Louvre. Tuttavia, a seguito di nuove fasi di debolezza del dollaro, innescate dalla pubblicazione di dati deludenti sulla bilancia commerciale USA, lo scarto si è

Influsso
determinante
dei mutamenti
delle aspettative
sui rendimenti
obbligazionari

Aspettative
in termini di
tasso di cambio

nuovamente ampliato ed è rimasto tale anche nei primi mesi del 1988. Il "premio" di interesse sulle attività in dollari, particolarmente nel segmento a breve, fa ritenere che la ripresa e successiva stabilità del valore esterno del dollaro nella prima parte del 1988 siano dovute più al mantenimento di differenziali di tasso di interesse da parte delle autorità che non ad un cambiamento di fondo nell'atteggiamento del mercato verso il dollaro. La persistenza del premio, data la riluttanza in Giappone e Germania a ridurre ulteriormente i tassi a breve, già ai minimi del dopoguerra, potrebbe introdurre una certa rigidità nella struttura mondiale dei tassi di interesse, nel senso che l'unico "grado di libertà" chiaramente disponibile sarebbe un aumento dei tassi negli Stati Uniti.

| Differenziale positivo di interesse degli strumenti in dollari, riferito ai tassi a breve ed ai rendimenti di titoli pubblici* | | | | |
|--|----------|---------|----------|---------|
| Periodi | Giappone | | Germania | |
| | a breve | a lunga | a breve | a lunga |
| 1985 | 1,00 | 4,28 | 2,04 | 3,76 |
| 1986 | 1,01 | 2,74 | 1,38 | 1,77 |
| 1987 I | 1,47 | 3,21 | 1,39 | 1,49 |
| II | 1,86 | 4,77 | 1,81 | 2,84 |
| III | 2,30 | 4,05 | 2,12 | 2,87 |
| IV | 1,98 | 4,65 | 1,77 | 2,96 |
| 1988 I | 1,88 | 4,37 | 2,35 | 2,58 |

* Tassi negli Stati Uniti meno tassi corrispondenti in Giappone e Germania, in punti percentuali. Si veda la nota della tabella di pagina 85 per gli strumenti considerati.

Aspettative in termini di inflazione e di politica monetaria

Nella seconda metà del 1987 l'attenzione del mercato obbligazionario si è focalizzata sull'inflazione e sulle politiche monetarie. I rendimenti obbligazionari nelle principali valute sono diventati reattivi ad aumenti del prezzo dell'oro, del petrolio e delle materie prime industriali. Il tasso sui *federal funds* USA è salito da circa il 6,4% in aprile al 7,2% in settembre, indicando un inasprimento della politica, mentre i rendimenti in Giappone sono fortemente cresciuti verso la fine della primavera, quando la Banca del Giappone ha deciso di non abbassare ulteriormente il saggio di sconto. Queste perturbazioni si sono trasmesse rapidamente agli altri mercati nazionali obbligazionari.

Sia i tassi di interesse che le aspettative di inflazione hanno subito un considerevole contraccolpo dalla caduta mondiale dei corsi azionari nell'ottobre 1987. I rendimenti sui titoli di Stato sono prontamente discesi in seguito all'allentamento delle condizioni monetarie e anche perché gli investitori hanno cercato rifugio in attività più sicure. Tale flessione dei tassi di interesse si è diffusa alla maggior parte delle altre obbligazioni di prim'ordine, poiché gli investitori hanno ritenuto che recessione e deflazione costituissero un esito più probabile che non una ripresa dell'inflazione. I tassi si sono mantenuti lungo un *trend* calante nella maggior parte dei paesi fino agli inizi di quest'anno, essendosi rafforzate le aspettative di un rallentamento della crescita economica e della permanenza di tassi di inflazione bassi o moderati nei maggiori paesi industriali. Nella primavera di quest'anno, le indicazioni di una crescita più sostenuta del previsto ed il riemergere di timori circa l'inflazione hanno annullato parte del calo dei tassi.

Lo scorso anno i tassi di interesse a lungo termine hanno manifestato una variabilità particolarmente elevata. La tabella seguente evidenzia per quattro paesi la misura in cui si è accresciuta lo scorso anno la variabilità dei rendimenti obbligazionari. La tabella mostra l'escursione (differenza fra massimo e minimo) dei rendimenti durante l'anno, l'escursione stessa in percentuale del rendimento medio e la variazione del rendimento nell'arco dell'anno. Nel formare le aspettative circa la variabilità, gli operatori del mercato valutano probabilmente le oscil-

Accresciuta
variabilità
dei rendimenti

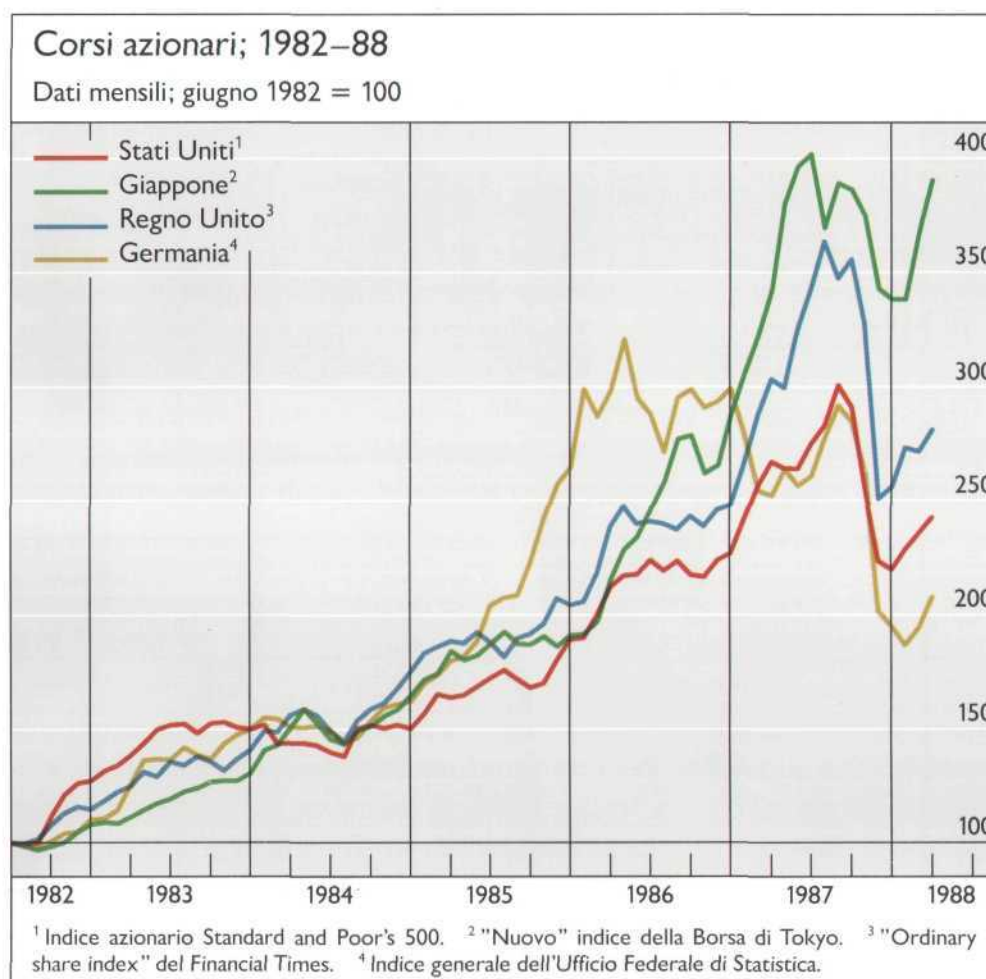
| Variabilità dei rendimenti di titoli pubblici negli Stati Uniti, in Giappone, Germania e Regno Unito* | | | | | | |
|---|---|---|--|---|---|--|
| Anni | Escursione in punti base (massimo – minimo) | Escursione in percentuale della media annua | Variazione da gennaio a dicembre in punti base | Escursione in punti base (massimo – minimo) | Escursione in percentuale della media annua | Variazione da gennaio a dicembre in punti base |
| | Stati Uniti | | | Giappone | | |
| 1980 | 306 | 26,7 | 204 | 180 | 19,5 | 91 |
| 1981 | 275 | 19,8 | 115 | 122 | 14,1 | – 88 |
| 1982 | 406 | 31,2 | –406 | 103 | 12,8 | – 36 |
| 1983 | 147 | 13,2 | 137 | 84 | 11,3 | – 84 |
| 1984 | 207 | 16,6 | – 19 | 97 | 14,3 | – 64 |
| 1985 | 260 | 24,5 | –212 | 97 | 15,3 | – 46 |
| 1986 | 208 | 27,1 | –208 | 120 | 24,3 | –120 |
| 1987 | 244 | 29,1 | 190 | 210 | 49,9 | 3 |
| | Germania | | | Regno Unito | | |
| 1980 | 160 | 18,8 | 80 | 166 | 11,9 | – 48 |
| 1981 | 210 | 20,2 | 60 | 291 | 19,5 | 232 |
| 1982 | 200 | 22,3 | –200 | 488 | 37,9 | –399 |
| 1983 | 90 | 11,1 | 60 | 163 | 14,5 | –153 |
| 1984 | 120 | 15,4 | –120 | 200 | 17,7 | 38 |
| 1985 | 130 | 18,9 | – 60 | 109 | 9,9 | – 72 |
| 1986 | 80 | 13,5 | – 40 | 261 | 26,1 | – 70 |
| 1987 | 110 | 18,8 | 20 | 166 | 17,4 | – 63 |

* In base ai dati mensili sui tassi indicati nella nota in calce alla tabella di pagina 85.

lazioni sia assolute che relative dei tassi di interesse, nonché la loro velocità e direzione. L'escursione relativa dovrebbe fornire un'indicazione approssimata della percezione, da parte degli investitori, dell'entità delle variazioni dei tassi; essa è anche valida come misura tecnica della "ampiezza" della distribuzione dei tassi di interesse. Nel 1987 i rendimenti obbligazionari hanno fatto segnare un'ampia escursione, con una più elevata variabilità in tre dei quattro paesi considerati. Particolarmente forte è stato l'aumento della variabilità sul mercato giapponese, con un'escursione relativa del 50% sul rendimento medio in corso d'anno. E' altresì significativo che, a differenza di quanto avvenuto nel 1982 o nel 1986, la più forte variabilità si sia spesso associata lo scorso anno a rendimenti crescenti, amplificando presumibilmente i suoi effetti sulle decisioni degli investitori.

Corsi azionari: valutazione delle grandezze economiche fondamentali, "bolle speculative" o disfunzione del mercato?

Il collasso simultaneo dei corsi azionari nelle borse di tutto il mondo è stato ovviamente l'aspetto più sensazionale degli sviluppi dei mercati finanziari nel corso del 1987. I prezzi delle azioni non hanno però affatto costituito l'unica espressione delle tensioni finanziarie, poiché anche i mercati obbligazionari e valutari hanno subito importanti contraccolpi durante l'anno. Ma l'andamento dei primi assume un risalto del tutto eccezionale se si considera il clima rialzista prevalso a livello internazionale nei precedenti cinque anni, durante i quali i mercati azionari sono apparsi relativamente insensibili alle tensioni economiche.



La questione fondamentale sollevata dagli eventi dell'ottobre scorso è se la caduta dei corsi azionari abbia rispecchiato un giustificato cambiamento nelle aspettative del mercato circa l'evoluzione dell'economia mondiale, oppure una brusca correzione di una precedente sopravvalutazione alimentata da spirali speculative e da eccessivi ottimismo circa le grandezze economiche fondamentali, oppure ancora una temporanea "disfunzione" del meccanismo del mercato. Di fatto è probabile che tutti e tre i fattori vi abbiano svolto un ruolo.

Benché durante il primo semestre del 1987 perdurasse nel complesso una tendenza orientata al rialzo, gli andamenti si presentavano molto differenziati a livello dei singoli paesi. La tabella alla pagina seguente mostra che quattro dei

Prezzi nominali
delle azioni
nel 1987

| Indici azionari (inizio 1987 = 100) | | | | | | | | |
|-------------------------------------|--|-------------|--------------|-----------|-------------------|-----------------------|--------------------|--------------------------------|
| Paesi | Dimensione relativa del mercato ¹ | Inizio 1986 | Massimo 1987 | | Minimo post-crisi | | 11 maggio 1988 | |
| | | indice | indice | mese | indice | mese | indice | recupero relativo ² |
| Stati Uniti | 38,5 | 86,5 | 138,3 | agosto | 91,9 | dicembre | 104,0 | 26 |
| Giappone | 31,3 | 67,0 | 144,5 | giugno | 108,2 | gennaio ³ | 138,9 | 84 |
| Regno Unito | 8,9 | 86,6 | 147,2 | giugno | 94,1 | novembre | 107,5 | 25 |
| Canada | 3,2 | 94,9 | 134,9 | agosto | 93,1 | ottobre | 105,9 | 31 |
| Germania | 4,0 | 96,1 | 100,2 | gennaio | 58,7 | gennaio ³ | 62,7 | 10 |
| Francia | 2,6 | 66,3 | 115,6 | marzo | 63,1 | gennaio ³ | 78,6 | 30 |
| Italia | 2,5 | 64,2 | 107,0 | aprile | 59,1 | febbraio ³ | 69,4 | 21 |
| Svizzera | 2,2 | 93,9 | 108,4 | ottobre | 67,0 | novembre | 71,1 | 10 |
| Paesi Bassi | 1,4 | 91,8 | 120,0 | agosto | 69,0 | novembre | 85,1 | 32 |
| Spagna | 0,8 | 65,0 | 156,2 | ottobre | 96,5 | dicembre | 129,2 | 55 |
| Belgio | 0,6 | 71,9 | 132,1 | agosto | 85,6 | dicembre | 115,0 | 63 |
| Australia | 2,1 | 68,1 | 156,8 | settembre | 78,3 | novembre | 95,6 | 22 |
| Hong Kong | 1,0 | 68,5 | 154,3 | ottobre | 74,0 | dicembre | 99,0 | 31 |
| Singapore | 0,3 | 69,6 | 168,9 | agosto | 78,6 | dicembre | 108,4 | 33 |
| Taiwan | 0,3 | 80,4 | 449,7 | ottobre | 221,1 | dicembre | 448,0 ⁴ | 99 |
| Corea del Sud | 0,2 | 59,9 | 192,6 | dicembre | 167,2 | novembre | 240,4 ⁴ | — ⁵ |

¹ Capitalizzazione (misurata all'inizio del 1987 in dollari USA) espressa come quota percentuale della capitalizzazione complessiva dei paesi riportati in tabella. ² Variazione dell'indice rispetto al minimo post-crisi in percentuale della variazione dell'indice stesso dal massimo del 1987 al minimo suddetto. ³ 1988. ⁴ 13 maggio 1988. ⁵ Non applicabile in quanto il massimo del 1987 è successivo alla crisi di ottobre.

Fonti: per gli Stati Uniti, indice Standard and Poor's 500; per il Regno Unito, "ordinary share index" del Financial Times; per il Giappone, "nuovo" indice della Borsa di Tokyo; per la Germania, indice generale della Frankfurter Allgemeine Zeitung; per gli altri paesi, indici rappresentativi.

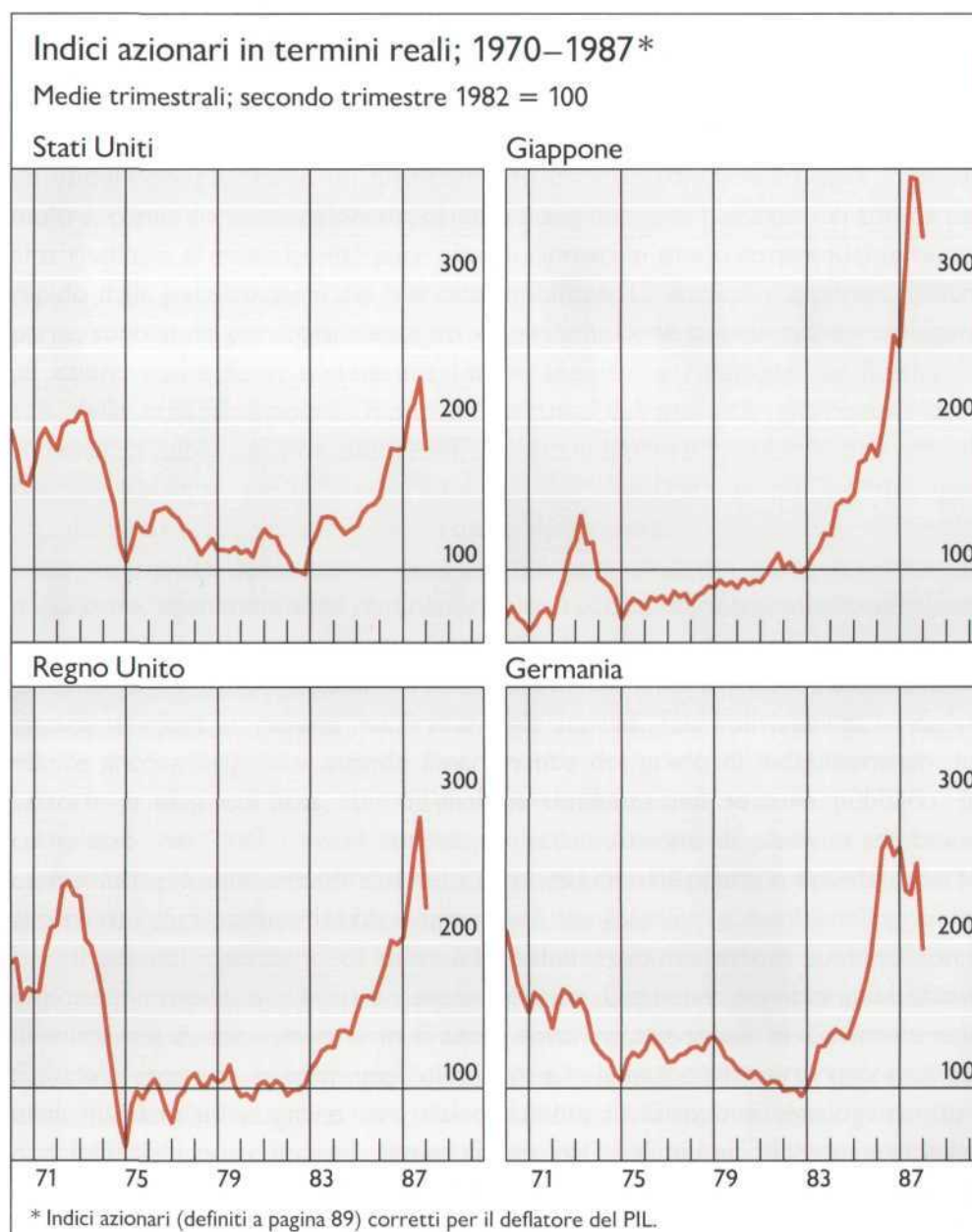
cinque maggiori mercati (Stati Uniti, Regno Unito, Giappone e Canada) ed un gruppo di mercati minori dell'Europa e dell'Estremo Oriente avevano fatto segnare forti incrementi degli indici durante il primo semestre 1987, protrattisi in alcuni casi fino all'ottobre. Per contro, nei principali mercati dell'Europa continentale (Germania, Francia, Italia e Svizzera) l'aumento dei corsi azionari era stato relativamente modesto o addirittura nullo. Tuttavia, a prescindere dagli andamenti precedenti, quasi tutti i mercati sono stati colpiti dal crollo, e le quotazioni sono scese a valori minimi corrispondenti a perdite comprese fra il 25 e il 50% rispetto alle punte del 1987. Analogamente, a metà maggio 1988 tutti i mercati avevano recuperato terreno rispetto ai minimi post-crisi, anche se la ripresa è stata più modesta in Germania e Svizzera. Il mercato di Tokyo si segnala per aver fatto registrare uno dei maggiori aumenti nel primo semestre 1987, la minore perdita rispetto al massimo toccato nel 1987 e, proporzionalmente, una delle più robuste riprese dopo la crisi.

L'ascesa degli indici nominali dei corsi azionari dai primi anni ottanta è stata straordinaria; il grafico della pagina seguente mostra tuttavia che, per la maggioranza dei paesi, gran parte di tale aumento ha rappresentato un ritorno dei corsi azionari reali ai livelli degli inizi degli anni settanta, dopo una protratta fase di debolezza che va generalmente dal 1973 al 1982. L'andamento delle quotazioni azionarie in termini reali durante gli anni settanta è alquanto enigmatico, dato il

Recupero dei prezzi reali delle azioni negli anni ottanta

livello generalmente basso dei tassi di interesse reali. Una spiegazione plausibile è che i bassi valori reali delle azioni siano stati il riflesso di una combinazione di fattori fondamentali, quali le scarse prospettive di crescita economica, l'elevato rischio ed il basso saggio di remunerazione delle immobilizzazioni tecniche a seguito del primo *shock* petrolifero, unitamente ad errori di valutazione legati all'inflazione, che nel complesso hanno portato gli investitori a sottovalutare le azioni.

A partire dal 1982 la ripresa della crescita economica reale, il calo dell'inflazione e dei tassi di interesse e la moderazione salariale hanno contribuito a migliorare nettamente le prospettive dei profitti reali nei paesi industriali. Al tempo stesso, è probabile che la più bassa inflazione sia servita ad eliminare errori di valutazione del capitale azionario, mentre in alcuni paesi sono stati adottati provvedimenti fiscali volti ad incoraggiare l'investimento in capitale di rischio. Nel complesso, questi fattori hanno più che compensato il parallelo incre-



mento dei saggi di rendimento minimi derivante dall'ascesa dei tassi di interesse reali, e quindi i corsi azionari in termini reali hanno preso a salire rapidamente in tutti i maggiori mercati. Gli andamenti divergenti delle quotazioni azionarie reali evidenziatisi a partire dal 1986 possono in parte essere spiegati dagli effetti delle variazioni dei tassi di cambio reali (tendenti ad accrescere la redditività attesa nei settori dei beni scambiabili degli Stati Uniti, Canada e Regno Unito rispetto a quelli dell'Europa continentale) e dai differenti tassi di crescita interna (con una tendenza anche in questo caso a favorire la redditività relativa delle imprese canadesi e britanniche). Nondimeno, è notevole il fatto che i rapidi aumenti dei corsi in termini reali sul mercato azionario giapponese siano continuati nel 1986-87 nonostante l'erosione dei margini di profitto degli esportatori.

Cause del crollo di borsa

E' possibile individuare tre fattori alla base della caduta precipitosa dei valori azionari dello scorso autunno. Anzitutto, vi erano incertezze sul modo in cui si sarebbero risolti gli squilibri nei pagamenti internazionali. Durante il mese di ottobre le aspettative del mercato erano indubbiamente depresse dal crescente timore che gli sforzi per stimolare la domanda interna in taluni paesi e per ridurre il disavanzo federale negli Stati Uniti si stessero dimostrando inadeguati, nonché dall'evidenza che gli squilibri nominali nei pagamenti correnti reagivano meno del previsto al precedente deprezzamento del dollaro. Questi sviluppi possono a loro volta aver suscitato timori di una recessione e quindi di una minore crescita reale degli utili societari, come conseguenza di un immediato innalzamento dei tassi di interesse USA a difesa del dollaro, oppure per effetto di una successiva stretta monetaria indotta da una recrudescenza dell'inflazione a seguito della "caduta libera" della moneta americana. Il modo in cui la questione degli squilibri commerciali ha improvvisamente pervaso la psicologia del mercato potrebbe ricollegarsi alla crescente frustrazione causata dalla sua manifesta intrattabilità, dalla consapevolezza dell'avvenuto spostamento da fonti private a fonti ufficiali nel finanziamento del disavanzo USA e dalla continua minaccia di misure protezionistiche negli Stati Uniti. Questi timori hanno evidenziato la necessità del coordinamento delle politiche ed hanno acuito il nervosismo del mercato ogniqualvolta tale coordinamento appariva carente. Inoltre, il deterioramento della situazione debitoria internazionale durante il primo semestre 1987 ha probabilmente contribuito ad accrescere l'incertezza generale a riguardo delle prospettive economiche.

L'analisi che precede lascia comunque insoluti alcuni interrogativi. Il primo riguarda l'eccezionale dimensione e la portata globale del tracollo di ottobre, le quali implicano una straordinaria uniformità nel modo in cui le aspettative sono improvvisamente cambiate in un numero molto ampio di paesi, e al tempo stesso paiono del tutto sproporzionate al peso delle notizie immediatamente precedenti la crisi. Il secondo interrogativo deriva dalle inchieste dirette effettuate subito dopo il crollo borsistico, le quali indicherebbero che sia i piccoli che i grandi investitori consideravano sopravvalutato il mercato azionario USA prima del 19 ottobre. Ciò si è accompagnato nel Regno Unito (ma non negli Stati Uniti medesimi) ad un volume eccezionalmente ampio di nuove emissioni azionarie

La mancanza di progressi negli squilibri dei pagamenti può aver innescato timori di recessione...

...ma ciò non costituisce una spiegazione completa

nell'estate scorsa, il che potrebbe indicare che anche le società consideravano in un certo senso sopravvalutato il mercato.

Le "bolle speculative" sono una spiegazione diffusa...

Queste circostanze fanno ritenere che un secondo fattore, cioè la presenza di "bolle speculative", abbia svolto un ruolo importante nella crisi di ottobre, avendo in precedenza sospinto i corsi azionari ad un livello superiore a quello giustificato dalle grandezze economiche fondamentali. Tali "bolle speculative" possono prodursi allorché una forte ascesa dei prezzi genera diffuse aspettative di un'ulteriore crescita, quanto meno nel breve periodo, innescando un processo autoalimentantesi di progressiva lievitazione delle quotazioni. Con il crescere del grado di sopravvalutazione crescono parimenti le pressioni tendenti ad una drastica correzione verso il basso, cosicché alla fine è sufficiente un piccolo *shock* esterno per causare un collasso dei prezzi. Tale comportamento pare corrispondere in effetti all'evoluzione dei corsi nella maggior parte dei principali mercati azionari durante il 1987 (con l'eccezione di quei mercati europei che hanno toccato il massimo nel 1986) ed è divenuto una delle spiegazioni favorite della crisi. Inoltre, si potrebbe sostenere che gli sviluppi sul piano istituzionale durante gli anni ottanta sono stati tali da prolungare la durata di eventuali fenomeni di spirale speculativa. Il crescente volume degli scambi nei mercati a pronti, l'introduzione dei mercati a termine sugli indici di borsa, lo sviluppo di tecniche di copertura dinamiche come la *portfolio insurance* e, più di recente, la possibilità di trattazione continua nell'arco di 24 ore istituita per alcuni fra i principali titoli, sono tutti fattori che hanno alimentato la percezione di una crescente liquidità nei mercati azionari. Tale percezione può indurre gli investitori a continuare a partecipare al mercato nonostante la consapevolezza di una persistente sopravvalutazione, se essi ritengono di potersi disimpegnare rapidamente nel momento in cui la "bolla" scoppia.

...ma le indicazioni di una sopravvalutazione non sono univoche

Tuttavia, vi è il rischio di attribuire troppa importanza al ruolo di tali fenomeni speculativi, sia perché l'evidenza empirica della loro esistenza nei mercati finanziari è tutt'altro che acquisita, sia perché un esame dell'andamento dei rendimenti relativi nel corso degli anni ottanta non fornisce alcuna prova conclusiva che i mercati azionari fossero nettamente sopravvalutati prima della crisi di ottobre. Il differenziale di rendimento riportato nel grafico a pagina 95 è dato dal rendimento nominale su obbligazioni a lungo termine meno il rendimento azionario in termini di dividendo. Tale differenziale è positivo da molti anni; in teoria il suo valore può ritenersi correlato positivamente alle aspettative in termini di inflazione e di crescita reale degli utili e correlato negativamente alla presunta rischiosità relativa delle azioni. Le differenze di misurazione riducono la significatività di un raffronto internazionale dei differenziali; tuttavia, una comparazione storica a livello dei singoli paesi può fornire alcuni elementi chiarificatori sulla questione della sopravvalutazione. In tutti i paesi considerati vi è stato un certo ampliamento del differenziale prima della crisi di ottobre, ma ciò non autorizza a concludere che le aspettative in termini di crescita degli utili reali fossero eccessive, specie se una parte di tale ampliamento nel 1987 ha rispecchiato un rialzo delle aspettative di inflazione, che è stato correttamente incorporato nei corsi azionari.

Il rapporto prezzo/utile di oltre 70 rilevabile sul mercato giapponese prima della crisi (rispetto a 22 per gli Stati Uniti e 17 per il Regno Unito) è stato spesso

citato come prova di sopravvalutazione, sia in termini assoluti sia relativamente agli altri mercati. Benché il rapporto in Giappone possa in effetti aver rispecchiato un certo grado di sopravvalutazione, è improbabile che questa sia stata così elevata come appare da una pura e semplice comparazione delle cifre. Le procedure contabili e tributarie in Giappone tendono a tradursi in una sottovalutazione dell'utile operativo e nell'accumulazione di riserve occulte attraverso la contabilizzazione degli immobili e delle partecipazioni azionarie ai costi di acquisizione. Si aggiunga che i tassi di interesse relativamente ridotti in Giappone giustificano comunque un basso rendimento in termini di utili (cioè un elevato rapporto prezzo/utile). Inoltre, la prevalenza di partecipazioni intersocietarie tende ad amplificare la crescita della capitalizzazione totale di mercato derivante da incrementi di valore del capitale azionario delle singole imprese. Nella misura in cui questi incrementi non sono accompagnati da un aumento degli utili a bilancio, l'effetto netto è un'ulteriore crescita del rapporto fra capitalizzazione di mercato e utili.

La terza probabile determinante della crisi borsistica è stata la temporanea disfunzione di taluni meccanismi del mercato innescata da un calo iniziale delle quotazioni. E' possibile individuare diversi fattori alla base di tale disfunzione: ordini di vendita indifferenti al valore dei titoli azionari, falsi segnali di prezzo derivanti dal volume enorme degli scambi con le connesse anomalie tecniche e procedurali, e l'incapacità o non volontà di operare in un periodo di crisi del mercato da parte degli investitori con una strategia orientata al valore attuale dei futuri flussi di cassa. Tutti questi fattori possono aver determinato una caduta dei corsi a livelli talmente bassi da trasformare la percezione delle stesse grandezze economiche fondamentali, convalidando così il nuovo livello dei prezzi. I grandi progressi compiuti nella rapidità delle comunicazioni e nelle tecniche di contrattazione possono paradossalmente aver reso più probabile il verificarsi di un tale evento. Il paragrafo seguente considera più in dettaglio il ruolo dei fattori istituzionali durante la settimana critica.

La temporanea disfunzione del mercato come probabile causa concorrente

Il crollo borsistico di ottobre

Lunedì 19 ottobre 1987 la Borsa di New York (NYSE) subiva la più forte caduta dei corsi mai registrata in un solo giorno. L'indice Dow Jones calava del 22,6%, con una perdita in valori azionari per oltre 500 miliardi di dollari. Il giorno seguente, dopo una breve ripresa iniziale, l'indice precipitava di circa il 12% nello spazio di sole due ore. Nel pomeriggio il mercato riusciva infine a recuperare, facendo chiudere la giornata con un rialzo del 5,9%, dopo essere andato assai vicino alla chiusura totale ed aver rischiato, secondo le parole del Rapporto Brady, un collasso completo del sistema finanziario. Questo rischio è stato sventato soprattutto in virtù degli energici interventi delle autorità monetarie. Sebbene gli Stati Uniti abbiano costituito l'epicentro della crisi, tutti i mercati del mondo con pochissime eccezioni, ne sono stati colpiti, facendo registrare in molti casi un calo senza precedenti nell'arco di una sola giornata.

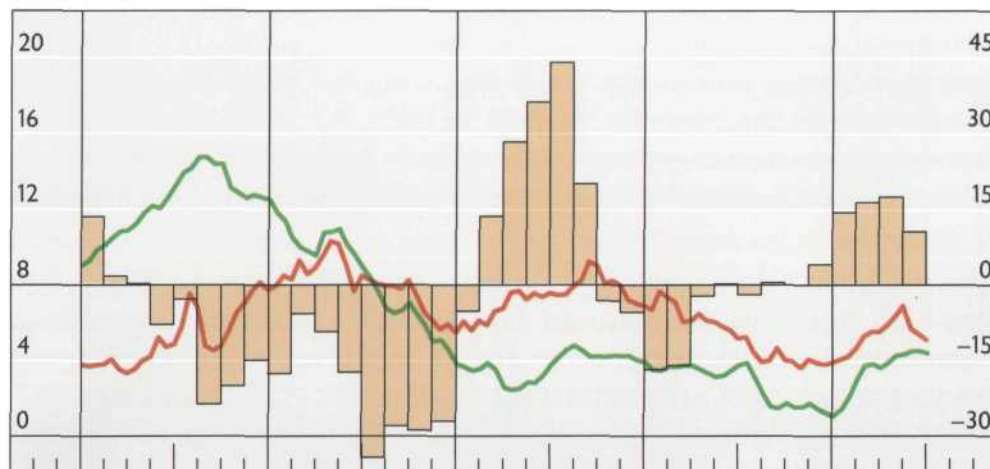
Collasso senza precedenti nei corsi

Data l'eccezionale natura dirompente e la dimensione globale del collasso dei corsi azionari, è importante analizzare quali fattori istituzionali possano aver

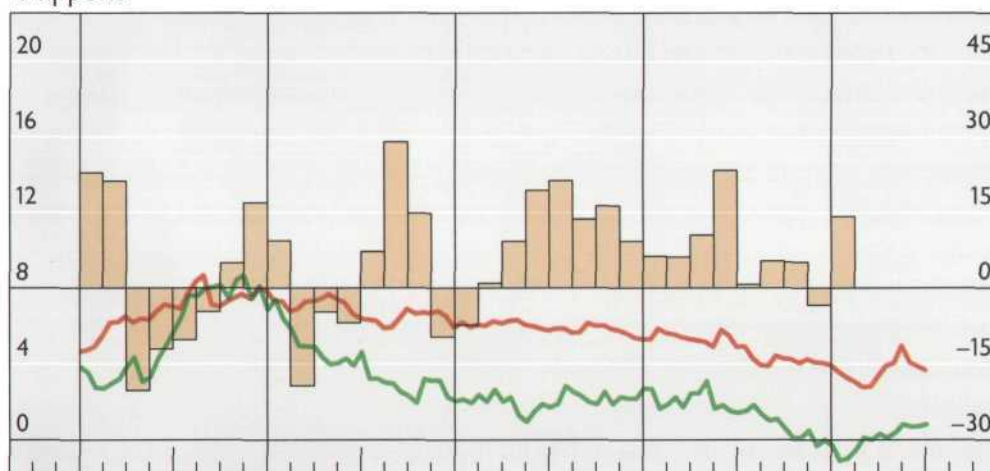
Parametri valutativi dei corsi azionari; 1979–1987

- differenziale di rendimento¹, in punti percentuali (ordinata di sinistra)
- inflazione, in percentuale² (ordinata di sinistra)
- variazione reale dei profitti, in percentuale³, (ordinata di destra)

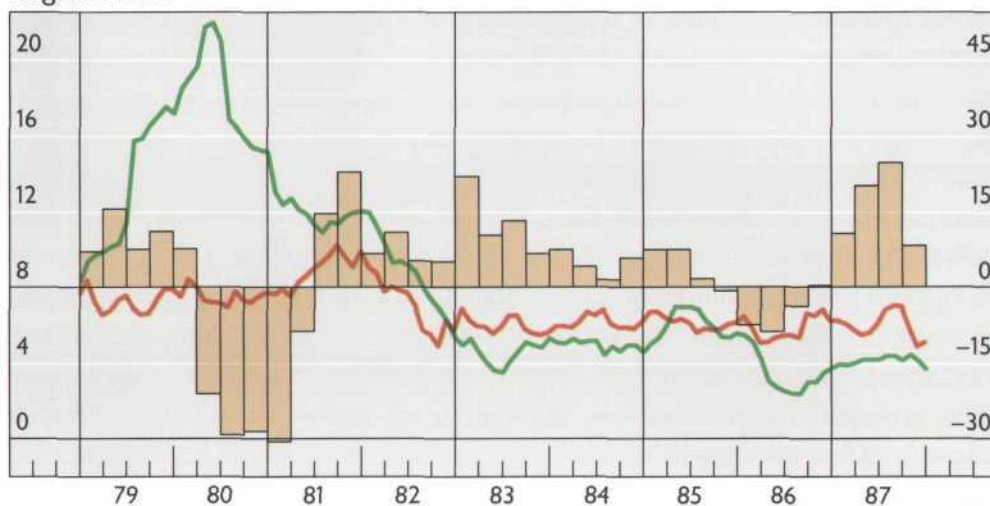
Stati Uniti



Giappone



Regno Unito



¹ Rendimento nominale di obbligazioni a lungo termine meno rendimento azionario in termini di dividendo.

² Variazione su dodici mesi dei prezzi al consumo. ³ Variazione su quattro trimestri dei profitti societari nominali lordi di imposta (per il Regno Unito, profitti al lordo delle imposte di tutte le imprese private e pubbliche) corretta per il deflatore del PIL.

contribuito ad una disfunzione del mercato, accelerando e, in molti casi, amplificando la caduta oltre misura dei corsi in quei giorni critici. In tale contesto gli sviluppi recenti che meritano una particolare attenzione sono l'interazione fra il mercato azionario e quello dei *futures* sugli indici di borsa e la crescente istituzionalizzazione dei portafogli e delle negoziazioni in titoli azionari.

La crisi negli Stati Uniti

Il ruolo dei mercati a termine su indici di borsa è stato oggetto di attenta disamina per almeno tre motivi. In primo luogo, a metà 1987 il valore nominale delle transazioni giornaliere in *futures* azionari aveva superato del 50% quello del NYSE. In secondo luogo, i mercati degli strumenti a termine erano divenuti indispensabili per l'attuazione di nuove strategie, note genericamente come *program trading*, quali l'assicurazione del portafoglio e l'arbitraggio automatico sugli indici. Infine, se da un lato questi mercati consentono di trattare strumenti che sono ottimi succedanei delle azioni, essi presentano caratteristiche nettamente differenti, in termini di *leverage* e di modalità negoziale, rispetto a quelle presenti nel mercato a pronti (cioè il mercato delle azioni), il che fa sorgere seri interrogativi sulla loro interazione.

Particolare attenzione è stata dedicata al potenziale amplificativo sulle variazioni dei prezzi che comportano i programmi di assicurazione del portafoglio, specie in connessione con l'elevato grado di *leverage* nei mercati degli strumenti a termine, in quanto questa strategia prevede acquisti o vendite automatiche in presenza di quotazioni crescenti ovvero calanti, a prescindere dal valore sottostante delle azioni. Questo potenziale, minimizzato nel rapporto della "Commodities Futures Trading Commission" (CFTC), è stato invece considerato significativo dai rapporti del NYSE, della "Securities and Exchange Commission" (SEC) e della Commissione Brady. L'evidenza empirica fa ritenere che la tecnica di assicurazione del portafoglio abbia costituito un'importante determinante della rapidità, e probabilmente della dimensione, della caduta dei corsi. Sia il 19 che il 20 ottobre hanno avuto luogo vendite eccezionalmente ampie e concentrate da assicurazione del portafoglio sui mercati a termine (cfr: tabella a pagina 97). Queste vendite hanno contribuito a determinare un calo record nella quotazione dei *futures* e quindi uno scarto negativo destabilizzante fra l'indice a termine e quello a pronti. Questo sconto ha, a sua volta, convogliato un ammontare senza precedenti di vendite da assicurazione del portafoglio sul mercato a pronti. Le forti perdite subite sulle posizioni attive nette nei contratti a termine, dell'ordine di \$ 6 miliardi il lunedì 19, combinate con l'esigenza immediata di far fronte ai margini di garanzia addizionali a causa del sistema di liquidazione differenziale giornaliera, possono aver esacerbato le vendite forzate in borsa. Inoltre, vi sono indicazioni che un certo numero di operatori ha venduto azioni in anticipazione delle pressioni al ribasso dovute alle vendite da assicurazione del portafoglio, come sarebbe stato logico se essi avessero ritenuto sopravvalutati i corsi. Si è stimato che, data la flessione dei corsi nella settimana precedente, l'accumulo di programmi di assicurazione del portafoglio non eseguiti equivallesse ad un valore compreso fra \$ 8 e 14 miliardi all'apertura del lunedì.

Il ruolo delle tecniche di arbitraggio sugli indici durante i giorni di crisi è

Le vendite derivanti da assicurazione del portafoglio sopraffanno i mercati

Gli arbitraggi sugli indici trasmettono pressioni alla vendita sul NYSE

stato oggetto di valutazioni assai discordi. Assumendo posizioni bilanciate nei due mercati, gli arbitraggisti assicurano normalmente che la differenza fra gli indici a termine ed a pronti uguagli il costo di detenzione delle azioni, ossia la differenza tra il tasso di interesse a breve e il saggio di dividendo. Tuttavia, durante la crisi, l'arbitraggio non è riuscito ad impedire il formarsi di un cospicuo e persistente sconto dei *futures* sull'indice a pronti. Lunedì 19 ciò è derivato da ritardi nell'esecuzione degli ordini, da restrizioni poste alla vendita allo scoperto e da un'accre-

| Vendite derivanti da <i>program trading</i> nei giorni della crisi borsistica | | | | | | |
|---|-------------------------|---|---|-----------------------------|---|---|
| Voci | New York Stock Exchange | | | Chicago Mercantile Exchange | | |
| | totale vendite | punte massime nel corso della giornata ¹ | totale vendite in rapporto al volume normale pre-crisi ² | totale vendite | punte massime nel corso della giornata ¹ | totale vendite in rapporto al volume normale pre-crisi ² |
| in percentuale del volume S&P 500 ³ | | | | | | |
| 19 ottobre 1987 | | | | | | |
| Assicurazione del portafoglio ⁴ | 9 | 31 | 32 | 16–26 | 44 | 32–53 |
| Arbitraggio su indici ⁵ | 9 | 27 | 30 | – 6 ⁶ | 1 ⁶ | –12 ⁶ |
| Totale | 18 | 43 | 62 | 10–20 | 28 | 21–41 |
| 20 ottobre 1987 | | | | | | |
| Assicurazione del portafoglio ⁴ | 2 | 14 | 8 | 25–31 | 41 | 35–44 |
| Arbitraggio su indici ⁵ | 1 | 2 | 3 | 0 ⁶ | 0 ⁶ | – 1 ⁶ |
| Totale | 3 | 15 | 11 | 25–31 | 42 | 34–43 |

¹ Punte massime di vendite calcolate per periodi di mezz'ora. ² Per il NYSE, volume medio giornaliero in settembre (stime); per il CME, volume medio giornaliero nel periodo gennaio-settembre. ³ Per il NYSE, numero di azioni; per il CME, numero di contratti. Nel caso dei *futures* il volume comprende i contratti sia degli operatori primari che dei clienti. ⁴ Allorché è indicato un intervallo di valori la prima cifra si riferisce alle stime SEC e la seconda alle stime delle vendite derivanti da programmi istituzionali di copertura contenuti nel rapporto del Chicago Mercantile Exchange. Le punte massime sono calcolate sulla base delle stime SEC. ⁵ Compresa le sostituzioni di indici. ⁶ Vendite nette. Allorché la differenza fra gli indici a termine e a pronti è inferiore al costo di finanziamento della posizione, gli arbitraggisti acquistano *futures* e vendono i titoli sottostanti.

Fonti: US Securities and Exchange Commission, The October Market Break; Commodities Futures Trading Commission, Final Report on Stock Index and Cash Market Activity during October 1987; Rapporto preliminare della Commissione di inchiesta nominata dal Chicago Mercantile Exchange; stime BRI.

sciuta percezione di rischio; il martedì successivo da restrizioni poste all'utilizzo dei programmi di arbitraggio da parte dei membri della borsa di New York. Il Rapporto NYSE fa ricadere in parte la responsabilità per il crollo di lunedì sull'eccezionale volume di vendite derivanti da arbitraggio sugli indici che ha effettivamente avuto luogo nonostante le difficoltà operative (cfr. tabella di pagina 98). Per contro, il Rapporto Brady sostiene che è stato proprio l'insuccesso delle procedure di arbitraggio nel "chiudere" lo sconto a termine ciò che ha fatto precipitare gli eventi. Il Rapporto sottolinea l'effetto destabilizzante esercitato da tale sconto sulle aspettative degli altri investitori, in quanto indicativo del

futuro valore dell'indice a pronti, o in quanto fonte di aspettative di ulteriori vendite di arbitraggisti. Il Rapporto della SEC, d'altra parte, non prende posizione su questo aspetto. Più in generale, non sembra ragionevole attribuire una grande parte di responsabilità della crisi alle strategie di arbitraggio, poiché queste si sono limitate a trasmettere passivamente pressioni in vendita dai mercati a termine a quelli a pronti. Piuttosto, l'attenzione dovrebbe concentrarsi sull'origine delle vendite di copertura sui mercati dei *futures* – derivanti in prevalenza dalle strategie di assicurazione del portafoglio – e su quei meccanismi che hanno artificialmente ampliato lo sconto a termine.

Uno di questi meccanismi è rappresentato dall'interazione di forti differenze nelle procedure di *market-making* fra il mercato a pronti e quello a termine. Gli operatori primari hanno reagito in modo molto differenziato agli ampi sbilanci negli ordinativi all'apertura di lunedì. Gli operatori specializzati (*specialists*) della Borsa di New York hanno differito l'apertura, in quanto essi sottostanno all'impegno di smorzare le oscillazioni di prezzo. Nel contempo, a Chicago il sistema di contrattazione continua alle grida ha reso possibile un'immediata caduta dei corsi. Tale comportamento divergente sui due mercati ha amplificato lo sconto a termine, ha sovraccaricato l'arbitraggio sugli indici, ha peggiorato ulteriormente il clima di diffusa incertezza e, più in generale, ha aumentato il potenziale di flussi transattivi destabilizzanti fra i mercati.

Oltre a differire nelle procedure di contrattazione, i mercati a pronti e dei *futures* non hanno un comune sistema di compensazione ed impongono distinti margini di garanzia agli operatori. Il Rapporto Brady, in particolare, giunge alla

Gli ordinamenti istituzionali accentuano le distorsioni informative

| Concentrazione delle transazioni nei giorni della crisi borsistica | | | | |
|---|---|----------|-----------------------------|----------|
| Maggiori dieci operatori | New York Stock Exchange | | Chicago Mercantile Exchange | |
| | vendite | acquisti | vendite | acquisti |
| | in percentuale del valore totale delle transazioni del NYSE | | | |
| 19 ottobre 1987 | 15,2* | 8,7 | 26,7 | 18,7 |
| 20 ottobre 1987 | 7,1 | 9,7 | 25,3 | 25,7 |
| * I maggiori quattro operatori hanno totalizzato il 14% delle vendite complessive. | | | | |
| Fonte: Report of the Presidential Task Force on Market Mechanisms (Rapporto Brady). | | | | |

conclusione che questo assetto istituzionale ha creato una non necessaria domanda di credito ed ha offuscato l'affidabilità di fondo dei potenziali mutuatari, acuendo così i problemi di liquidità, rendendo più difficile l'assunzione di posizioni nette da parte degli operatori primari, accentuando l'erraticità dei corsi e richiedendo in definitiva un maggiore intervento da parte delle autorità monetarie.

La crisi di ottobre ha altresì dimostrato chiaramente il potenziale effetto destabilizzante della concentrazione delle decisioni connessa alla crescente istituzionalizzazione dei mercati azionari. Fra il 1981 e il terzo trimestre 1987 la quota detenuta dai fondi pensione e dai fondi comuni di investimento sul totale delle azioni in essere è salita da meno del 20% a circa il 27%. Questa tendenza si è accompagnata ad un aumento delle contrattazioni in "blocchi" (ossia di grande ammontare unitario) da circa il 30% a circa il 50% del volume degli scambi del

Vendite particolarmente massicce di investitori istituzionali

NYSE. I rapporti mostrano che gli ampi sbilanci negli ordinativi del lunedì critico sono attribuibili alle vendite da parte di un numero sorprendentemente ristretto di istituzioni, mentre vi è stata una ben maggiore dispersione dal lato degli acquisti (cfr. tabella a pagina 98). I sistemi di *market-making* sono stati pertanto sottoposti a forti sollecitazioni. Queste istituzioni sono altresì gli utilizzatori finali delle procedure di assicurazione del portafoglio ed hanno costituito un canale primario attraverso cui la crisi si è propagata a livello mondiale.

La crisi globale

Il crollo si
propaga...

La dimensione globale della crisi borsistica è rispecchiata dai fortissimi cali, in molti casi senza precedenti, dei corsi azionari registrati su scala mondiale nei giorni 19 e 20 ottobre. Un'analisi del profilo temporale della crisi a livello internazionale non lascia molti dubbi sul fatto che il crollo dei valori azionari ha avuto origine negli Stati Uniti. Fra i principali meccanismi di trasmissione agli altri centri finanziari figurano gli ordini di vendita degli investitori americani e di altri operatori non residenti (principalmente istituzioni finanziarie) nei mercati esteri, reazioni uniformi degli intermediari finanziari internazionali, e in particolare dei *market-makers*, operanti su una pluralità di centri, nonché la brusca revisione delle aspettative sui corsi azionari operata dai residenti sui rispettivi mercati nazionali, per effetto dell'ampiezza e della rapidità della caduta sulla piazza newyorkese, notoriamente il mercato azionario più liquido del mondo.

| La crisi borsistica globale | | | | | |
|--|------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------------|
| Paesi | Variazioni dei corsi | | | | |
| | settimana pre-crisi | 19 ottobre 1987 | 20 ottobre 1987 | 21 ottobre 1987 | settimana della crisi |
| variazioni percentuali misurate sulle quotazioni in chiusura | | | | | |
| Stati Uniti | - 9,1 | -20,4 | 5,3 | 9,1 | -12,2 |
| Giappone | - 0,2 | - 5,3 | -12,1 | 9,4 | -12,0 |
| Regno Unito | - 2,4 | -10,1 | -11,7 | 6,1 | -23,0 |
| Canada | - 4,8 | - 9,1 | 0,0 | - 0,4 | -14,4 |
| Germania | - 2,8 | - 7,1 | - 5,1 | 6,8 | -11,7 |
| Francia | - 8,3 | - 4,7 | - 5,8 | 5,4 | - 9,2 |
| Italia | - 1,0 | - 5,7 | - 4,4 | 3,7 | -10,4 |
| Svizzera | - 2,4 | -10,8 | - 4,6 | 5,7 | -16,6 |
| Paesi Bassi | - 4,6 | - 7,8 | - 8,4 | 4,2 | -15,0 |
| Spagna | - 5,0 | - 1,6 | - 5,7 | - 1,7 | -12,3 |
| Belgio | - 4,9 | -10,5 | - 0,5 | 8,5 | - 6,1 |
| Australia | - 3,4 | - 3,7 | -25,0 | 1,2 | -29,3 |
| Hong Kong* | - 2,6 | - 2,3 | chiuso | chiuso | chiuso |
| Singapore | - 4,3 | -12,1 | -20,9 | giorno festivo | -30,8 |
| Taiwan | -10,6 | 3,2 | - 4,7 | - 4,5 | -18,5 |
| Corea del Sud | 0,9 | 0,6 | - 2,4 | 0,4 | 0,5 |

* Alla riapertura del mercato di Hong Kong il 26 ottobre 1987, la caduta dell'indice dei corsi rispetto alla precedente chiusura è stata del 33,3%.

Fonte: cfr. tabella a pagina 90.

I rapporti indicano che, in contrasto con quanto avvenuto negli Stati Uniti, un fattore importante del crollo delle quotazioni in diversi altri paesi è stato l'ingentissimo ammontare di vendite di operatori non residenti. Queste sono consistite principalmente in vendite da parte di investitori istituzionali che si trovavano di fronte a problemi di liquidità sui propri mercati nazionali, oppure che hanno preferito liquidare disponibilità secondarie, particolarmente nei paesi in cui potevano essere realizzati sostanziali guadagni di cambio. I rapporti riferiscono che vi sono state vendite di fondi comuni USA sul mercato londinese il mattino di lunedì, prima dell'apertura della Borsa di New York. Nel mese di ottobre le vendite nette di azioni estere da parte di residenti statunitensi sono ammontate a \$ 2 miliardi rispetto ad un volume medio di acquisti netti mensili di \$ 0,2 miliardi fra gennaio e settembre. Data la loro forte esposizione in azioni estere, anche le istituzioni con sede nel Regno Unito hanno avuto un ruolo preminente come venditrici nette.

...in parte per le vendite di non residenti

Il prezzo delle quote-parti dei pochi fondi comuni per gli investimenti di non residenti nella Corea del Sud ed a Taiwan, i cui mercati sono per il resto chiusi agli stranieri, hanno subito cali di gran lunga superiori a quelli degli indici dei mercati interni. Anzi, in netto contrasto con l'andamento delle borse di Hong Kong e Singapore, l'indice azionario del mercato sudcoreano ha persino segnato un aumento durante la settimana di crisi. Analogamente, la percezione di una sopravvalutazione dei corsi da parte degli investitori esteri può spiegare il fatto che nel mese di ottobre essi sono stati i soli venditori netti sul mercato giapponese, per un ammontare di 2.000 miliardi di yen pari a quattro volte e mezzo la media mensile del periodo gennaio-settembre. Durante la sola settimana della crisi hanno avuto luogo vendite per oltre 1.000 miliardi di yen. Il fabbisogno precauzionale di liquidità potrebbe spiegare in parte le consistenti vendite effettuate da non residenti in paesi a valuta forte con efficienti sistemi di compensazione e con liquidazione ravvicinata come Germania, Paesi Bassi e Svizzera, contrariamente all'Italia e persino al Regno Unito, dove la liquidazione dei contratti è quindicinale. In Germania le vendite di non residenti sono ammontate in ottobre a DM 3,6 miliardi, a fronte di una media di acquisti netti mensili per DM 0,5 miliardi nei nove mesi precedenti.

I sistemi di contrattazione sono stati sottoposti a forti sollecitazioni in tutti i centri del mondo, e la relativa difficoltà nell'eseguire le transazioni sembra aver in parte determinato la distribuzione delle vendite a livello internazionale. La chiusura della Borsa di Hong Kong pare aver convogliato ingenti vendite sui mercati australiano e di Singapore. L'aumento delle vendite è risultato minimo laddove esistevano, e sono stati applicati con rigore, importanti dispositivi di sicurezza istituzionali – limiti di prezzo e sospensione delle contrattazioni – come in Giappone, Francia e Spagna. All'estremo opposto, il volume si è triplicato in alcuni mercati con procedura d'asta che non prevedono durevoli sospensioni delle trattazioni o limiti di prezzo, come la Germania ed i Paesi Bassi. In confronto, l'aumento del volume delle transazioni non è stato particolarmente forte nei mercati condotti da *dealers* come la Borsa di Londra e il NASDAQ di New York, in cui vi sono state difficoltà nel contattare telefonicamente gli operatori per concludere le transazioni, ed i sistemi automatici di esecuzione dei contratti sono stati interrotti a causa del rapido variare dei corsi (NASDAQ).

L'influsso dei dispositivi di sicurezza...

... e dei mercati
dei *futures*

L'esperienza a livello internazionale fa altresì ritenere che nei periodi di crisi i mercati a termine possano produrre effetti destabilizzanti sui mercati a pronti, anche in assenza di tecniche di arbitraggio automatico, che peraltro non trovano largo impiego nei mercati al di fuori degli Stati Uniti. Fra questi, Hong Kong è l'unico dove sono ben sviluppati i mercati dei *futures* su indici azionari, con un volume di scambi che prima della crisi era quasi doppio rispetto a quello del mercato azionario a pronti. Ed è stato proprio a Hong Kong che la crisi ha raggiunto una portata sistemica, con perdite record associate ad elevate posizioni di *leverage* che hanno fatto sorgere lo spettro di massicce insolvenze ed hanno determinato una chiusura protratta dei mercati a pronti e a termine. Nel Regno Unito, a Singapore (indice Nikkei di Tokyo) e in Australia, dove i mercati dei *futures* sono ancora in un primo stadio di sviluppo, l'effetto destabilizzante è stato meno forte e si è probabilmente limitato all'impatto negativo prodotto sulle aspettative dallo sconto spesso considerevole con cui sono stati quotati i contratti a termine.

La gestione
della crisi

Il modo in cui è stata affrontata la crisi dagli organi di borsa e dalle autorità monetarie si presenta alquanto diverso da paese a paese. Una politica comune delle autorità monetarie è stata quella di assicurare il necessario apporto di liquidità al sistema nell'intento di evitare che difficoltà immediate di cassa si traducessero in dissesti a catena (si veda il Capitolo VI). Questa esigenza è apparsa più acuta nei paesi con sistemi bancari basati sulla separatezza funzionale delle istituzioni (come gli Stati Uniti) e con mercati dei *futures* sviluppati (come Stati Uniti e Hong Kong). Nella maggior parte dei paesi le autorità di borsa hanno elevato i margini di garanzia sulle posizioni a termine nell'intento di rassicurare il mercato a riguardo del rischio di credito. In Giappone, tuttavia, al fine di ridurre le vendite "forzate" indotte dalle richieste di integrazione dei margini di garanzia, le autorità hanno abbassato questi ultimi ed hanno ampliato i limiti prudenziali fissati per i crediti garantiti da valori azionari. Questi provvedimenti paiono essere stati adottati nel quadro di un più ampio programma di sostegno che prevede una concertazione fra il ministro delle finanze e le quattro grandi società di intermediazione finanziaria. Attraverso tali misure potrebbe essere stato ridotto alla fonte il bisogno di un'immissione diretta di liquidità.

Insegnamenti da trarre ed implicazioni in termini di regolamentazione

Cinque insegna-
menti da trarre
dalla crisi
borsistica

L'esperienza vissuta sul piano nazionale ed internazionale durante la crisi borsistica di ottobre induce ad alcune riflessioni. In primo luogo, è probabile che fossero stati sopravvalutati i vantaggi derivanti dalla diversificazione internazionale dei portafogli. Il processo di internazionalizzazione dei mercati azionari può aver reso meno importante le specificità nazionali nella valutazione delle azioni, allorché in tempi di crisi il bisogno di liquidità può rendere necessarie vendite generalizzate soprattutto da parte di intermediari finanziari operanti in più mercati. In secondo luogo, la forte disomogeneità nelle procedure di contrattazione e nel quadro normativo ed istituzionale per strumenti altamente sostituibili può avere effetti dirompenti in periodi di crisi. Essa può determinare incontrollabili flussi speculativi fra i vari mercati, distorcere i segnali di prezzo e/o di quantità, rendere più difficile la distinzione fra problemi di liquidità ed insolvenza

e, più generalmente, accrescere l'incertezza e pregiudicare la capacità del sistema finanziario di reagire a *shocks* avversi. Questi problemi si sono palesati a livello sia nazionale (l'interazione fra i mercati a pronti ed a termine) sia internazionale (la concentrazione delle vendite di non residenti in diversi centri e la diversione delle vendite in seguito alla chiusura di Hong Kong). In terzo luogo, la concentrazione potenziale dell'attività di contrattazione nelle mani di un limitato numero di istituzioni, persino in mercati di grandi dimensioni come il NYSE, può sottoporre a sollecitazioni eccessive i sistemi di *market-making*, accrescere l'instabilità di breve periodo ed avere un impatto sproporzionato sulla formazione dei prezzi. In quarto luogo, la diffusa adozione di strategie di investimento meccanicistiche, insensibili ai valori fondamentali, può contribuire ad amplificare le fluttuazioni dei corsi. Infine, la crisi ha posto in evidenza come la liquidità sia soltanto in parte una proprietà collegata alle procedure di contrattazione (sistema di *market-making*, strumenti telematici), in quanto essa riposa in definitiva sulla percezione dei valori delle attività. In tale contesto, la proliferazione di nuovi strumenti di traslazione del rischio può, attenuando la percezione del nesso fra il rischio individuale e quello sistemico, indurre gli operatori del mercato ad un esagerato senso di sicurezza.

Nei rapporti sulla crisi di ottobre è possibile riscontrare una certa area di convergenza per quanto riguarda le sue cause. Tutti i fattori sopradetti vi sono menzionati, anche se differisce notevolmente il peso loro attribuito. Assai minore concordanza è ravvisabile nelle raccomandazioni per una riforma dei mercati. I soli due punti in cui vi è unanimità di giudizio riguardano l'esigenza di aumentare la capacità operativa del sistema ed i requisiti patrimoniali degli operatori primari. Oltre a ciò, si riconosce concordemente il bisogno di un maggiore coordinamento nelle procedure di compensazione e di vigilanza fra il mercato a pronti e quello a termine, ma non vi è uniformità di vedute sulla portata desiderabile di tale coordinamento, né sulla sua attuazione. Anche a riguardo dei dispositivi di sicurezza, come i limiti alle variazioni di prezzo e le sospensioni delle contrattazioni, vi sono pareri nettamente contrastanti. Taluni li considerano destabilizzanti, nel senso che essi possono dar luogo ad una corsa alle vendite prima che venga raggiunta la soglia prefissata (nel caso dei limiti di prezzo) ed impedire la copertura allorché questa è massimamente necessaria (limiti di prezzo e sospensioni). Altri li considerano preferibili all'inevitabile caos che, in assenza di restrizioni, le massicce transazioni determinano durante i momenti di crisi. Gli studi sono comunque concordi nell'affermare che, qualora fossero adottate, le modifiche dovrebbero essere coordinate fra i vari mercati sul piano nazionale e, idealmente, su quello internazionale. E' in questo spirito che il Gruppo di lavoro costituito dal Presidente Reagan ha recentemente proposto l'adozione di limiti di variazione dei corsi sui mercati a pronti ed a termine, al raggiungimento dei quali scatterebbero sospensioni generalizzate temporanee delle contrattazioni. Pur con le notevoli eccezioni dei rapporti della CFTC, del Chicago Mercantile Exchange (CME) e dello Stock Exchange di Londra, è stata raccomandata una maggiore coerenza nel livello di *leverage* fra i mercati azionari e quelli che trattano strumenti derivati. E' stata prestata attenzione all'obiettivo di armonizzare i margini di garanzia fra i vari mercati, innalzando quelli sugli strumenti derivati ed adottando margini consolidati che corrispondano all'espo-

Sostanziali
discordanze nelle
raccomandazioni

sizione netta complessiva degli operatori sui diversi mercati. Tuttavia, vi è ben poca comunanza di vedute sul significato preciso di tale "coerenza" e sulla realizzabilità delle proposte, in particolare di quelle concernenti i margini consolidati. L'adozione sperimentale in Francia di questi ultimi per i mercati degli strumenti a termine e delle opzioni potrebbe costituire un utile punto di partenza.

Per quanto riguarda le nuove strategie di contrattazione, le proposte concernenti l'arbitraggio sugli indici vanno dalla proibizione in situazioni critiche (NYSE) a modifiche per migliorarne l'efficienza (Rapporto Brady e dello Stock Exchange di Londra). Per contro, pur riconoscendo generalmente che le strategie di assicurazione del portafoglio hanno avuto un ruolo nella crisi di ottobre, è stato argomentato che, data la possibilità di attuare tali strategie in vari modi e su una pluralità di mercati, esse possono essere scoraggiate soltanto in via indiretta, elevandone i costi (ad esempio, con più alti margini di garanzia sui contratti a termine).

L'ampio ventaglio di raccomandazioni avanzate non consente a questo stadio di prevedere quali proposte saranno in definitiva adottate. Vi è peraltro il rischio che si producano fenomeni di competizione fra i mercati, cioè che determinati centri finanziari cerchino di trarre profitto dalle eventuali restrizioni imposte nei mercati concorrenti. Come già nel 1929, la percezione della necessità di provvedimenti dipenderà probabilmente dall'evoluzione futura dell'economia reale. Tuttavia, non va sottovalutato il pericolo di inazione o di risposte non coordinate.

Dall'epoca della crisi sono state intraprese diverse iniziative unilaterali dai singoli organi di borsa. Alcuni provvedimenti appaiono senz'altro in linea con gli obiettivi di un approccio coordinato, come il potenziamento della capacità di contrattazione del NYSE e, probabilmente, l'innalzamento dei margini di garanzia sui mercati degli strumenti a termine. Altri, per contro, non fanno che ampliare la disomogeneità delle regolamentazioni fra i mercati, come ad esempio l'introduzione, negli Stati Uniti, di limiti alle variazioni di prezzo nel mercato a termine ma non in quello a pronti. Altri ancora sembrano voler affrontare i sintomi piuttosto che le cause prime, come l'introduzione di restrizioni all'arbitraggio sugli indici, senza prestare molta attenzione alla desiderabilità di una convergenza dei meccanismi di *market-making* fra il mercato azionario e quello degli strumenti a termine.

Mercati e flussi finanziari in un periodo turbolento

Istituzioni e attività dei mercati

Le recenti turbolenze nei mercati valutari, obbligazionari e azionari hanno comportato ingenti perdite per molti operatori, in particolare per gli intermediari finanziari nel settore mobiliare. Il brusco arresto della fase ascendente dei corsi obbligazionari ha innescato un processo di ridimensionamento generalizzato dell'attività delle istituzioni finanziarie. I casi di ritiro da certi mercati, o di riduzione del volume delle operazioni, si sono poi fatti più numerosi con il collasso del mercato azionario. Questo ridimensionamento è stato probabil-

Rischio di
reazioni non
appropriate

Ridimensiona-
mento dell'attività
delle istitu-
zioni finanziarie

mente tanto maggiore in quanto è preceduto da un protratto periodo di rapida espansione, a livello nazionale ed internazionale, incoraggiata dal clima rialzista e dalla deregolamentazione. Ciò aveva comportato una serrata concorrenza, esagerate spese generali, eccessi di capacità in diversi mercati e, in alcuni casi, inadeguate procedure di controllo del rischio. Un esempio di queste tendenze è stato il sovraffollamento del mercato britannico dei titoli di Stato sulla scia del "Big Bang", dove il numero dei *market-makers* era salito da cinque a ventisette, una cifra da molti considerata insostenibile nel lungo periodo.

L'incidenza delle perdite per operazioni in titoli subite dalle istituzioni finanziarie è dipesa dalla loro esposizione nei mercati più duramente colpiti. I fondi comuni hanno sofferto le maggiori perdite di portafoglio; anche il valore e, in taluni casi, il numero delle quote si sono fortemente ridotti in seguito agli *shocks* subiti dai mercati. Fatto più importante, le perdite sono state particolarmente gravi per le società di intermediazione finanziaria, specie negli Stati Uniti e fra quelle impegnate nell'attività di sottoscrizione, di *market-making* in azioni e di arbitraggio del rischio al tempo della crisi. Nel settore bancario si ritiene che le perdite patrimoniali siano state considerevoli in paesi come la Germania, la Svizzera e il Giappone, dove le banche detengono importanti partecipazioni azionarie. Il loro impatto immediato è stato tuttavia limitato, grazie ai guadagni non realizzati cumulati in precedenza. Inoltre, in taluni casi le perdite sono state parzialmente compensate da plusvalenze sul portafoglio obbligazionario dopo il crollo borsistico di ottobre e/o da profitti operativi sui mercati obbligazionari e dei cambi. Nel Regno Unito, dove le banche avevano fatto ingresso sul mercato mobiliare a partire dal "Big Bang", vi sono state pesanti perdite nelle attività di sottoscrizione e di *market-making* in azioni. Per contro, negli Stati Uniti le banche sono state protette dall'assenza di azioni nei loro portafogli.

Le perdite sofferte lo scorso anno durante il periodo di turbolenza dei mercati hanno indebolito gli intermediari finanziari, e soprattutto gli operatori primari. Assieme a quelle subite dagli investitori finali ed alla diffusa percezione di una maggiore instabilità dei corsi, tali perdite hanno comportato una netta riduzione dello spessore, della liquidità e dei livelli di attività di diversi mercati. Ad aprile l'attività su alcuni mercati sembrava essere ritornata ai livelli pre-crisi. Nondimeno, i proventi per commissioni si sono spesso decisamente assottigliati per effetto dei più bassi corsi, e non è ancora affatto chiaro se sarà ripristinata la precedente tendenza crescente. Pertanto, nella misura in cui la continuazione di tale tendenza costituiva la base delle precedenti decisioni strategiche e di investimento delle imprese finanziarie, è possibile che si prepari un ulteriore ridimensionamento in questo settore. Al tempo stesso, la necessità di trovare fonti di reddito in un contesto meno favorevole può esacerbare le pressioni concorrenziali in talune aree ad elevato rischio ritenute potenzialmente più remunerative.

Le turbolenze hanno prodotto effetti differenziati sul volume degli scambi nei vari mercati secondari (cfr. tabella a pagina 105). Nel mercato obbligazionario giapponese i quantitativi trattati sono notevolmente più ridotti dopo il collasso dei corsi nel maggio 1987. Negli altri paesi il volume degli scambi si è notevolmente accresciuto durante il mese della crisi di borsa, e nel Regno Unito e in Germania esso ha raggiunto livelli analoghi nel primo trimestre di quest'anno. Per contro, l'attività sul mercato obbligazionario USA è fortemente calata in novembre e

Le perdite subite a causa delle turbolenze sui mercati...

...hanno avuto finora effetti non univoci

Mercati obbligazionari ed azionari

Quantitativi trattati nei maggiori mercati mobiliari secondari; 1986–88

| Periodi | Obbligazioni ¹ | | | | Azioni ² | | | |
|------------------------|----------------------------|-----------------|-------------|------------------|---------------------|----------|-------------|----------|
| | Stati Uniti | Giappone | Regno Unito | Germania | Stati Uniti | Giappone | Regno Unito | Germania |
| | medie mensili (1987 = 100) | | | | | | | |
| Anno 1986 | 87 | 52 | 36 | n.d. | 75 | 75 | 52 | n.d. |
| gennaio–maggio 1987 | 108 | 151 | 102 | 101 | 97 | 122 | 93 | 89 |
| giugno–settembre 1987 | 94 | 75 | 92 | 88 | 95 | 96 | 112 | 117 |
| ottobre 1987 | 127 | 54 | 108 | 147 | 147 | 113 | 113 | 133 |
| novembre–dicembre 1987 | 78 | 46 | 109 | 99 | 94 | 45 | 86 | 77 |
| gennaio–marzo 1988 | 92 | 60 ³ | 107 | 156 ⁴ | 95 | 91 | 72 | 105 |

¹ Valore complessivo in moneta nazionale delle transazioni in titoli di Stato (per il Giappone sono comprese anche le transazioni in obbligazioni societarie). ² Numero delle azioni trattate per Stati Uniti, Giappone e Regno Unito (per quest'ultimo limitatamente alle transazioni dei clienti); per la Germania, valore in marchi degli scambi deflazionato con l'indice azionario tedesco. ³ Gennaio–febbraio 1988. ⁴ Nella misura di circa il 5% l'aumento rispetto ai livelli del 1987 è attribuibile alla nuova definizione dei quantitativi trattati introdotta all'inizio del 1988.

Fonti: statistiche nazionali.

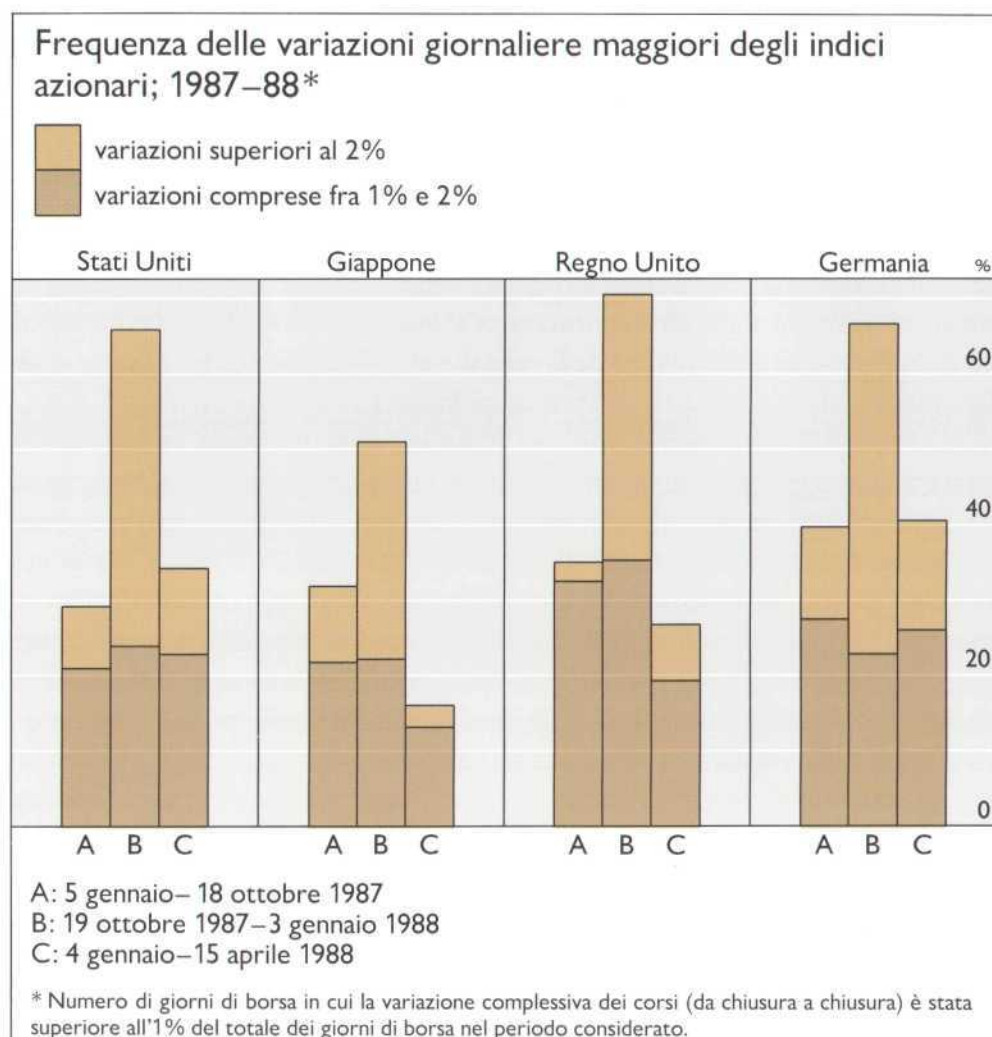
dicembre ed ha continuato a mostrarsi debole nei primi tre mesi del 1988. I mercati azionari, dopo il volume relativamente elevato di transazioni avutosi in ottobre, sono stati depressi nei due mesi successivi. Ciò si è accompagnato ad indicazioni di una riduzione delle transazioni in blocchi negli Stati Uniti e di un netto deterioramento negli indicatori qualitativi del mercato nel Regno Unito (ampliamento dello scarto denaro-lettera e riduzione della dimensione media delle transazioni quotate). Con l'eccezione del Regno Unito (dove i quantitativi trattati prima della crisi erano probabilmente gonfiati dall'accanita concorrenza per l'acquisizione di quote di mercato) i volumi delle contrattazioni azionarie nel primo trimestre 1988 si sono avvicinati alla media del 1987. Analogamente, la variabilità dei corsi (espressa in termini di frequenza delle variazioni giornaliere superiori al 2%) è a grandi linee ritornata ai livelli pre-crisi (cfr. grafico a pagina 106). Nondimeno, altre misure della qualità del mercato indicano, sia negli Stati Uniti sia a Londra, il persistere di una certa fragilità.

Strumenti
derivati

L'attività in strumenti finanziari derivati si è mostrata relativamente depressa dopo gli *shocks* subiti dai mercati, in netto contrasto con la precedente espansione. Tuttavia, la sola evidenza di una riduzione duratura riguarda i mercati dei *futures* e delle opzioni sugli indici azionari negli Stati Uniti e ad Hong Kong. Nel caso degli Stati Uniti, il volume dei principali tipi di contrattazioni in questi mercati nel primo trimestre 1988 risulta dimezzato rispetto al livello di settembre, mentre a Hong Kong l'ammontare dei *futures* trattati è sceso di ben il 98%. Questa forte caduta deriva dalle gravi perdite a fronte delle posizioni di copertura e speculative subite in tutti i mercati durante la crisi di ottobre, dai successivi incrementi dei margini di garanzia e, negli Stati Uniti, dal ridotto ricorso alle strategie di *program trading*, specie a quelle di assicurazione del portafoglio. La delusione per l'andamento dei mercati degli strumenti derivati rispetto alle aspettative createsi durante il periodo di ascesa dei corsi è stata particolarmente acuta nel caso delle opzioni su titoli azionari, con la scoperta che una parte dei sottoscrittori finali al dettaglio di opzioni che sostenevano il mercato non era di fatto pienamente consapevole dei rischi connessi.

Un'area di attività in cui la turbolenza pare aver avuto un impatto depressivo di durata sorprendentemente breve è quella delle ristrutturazioni societarie, comprese le acquisizioni con ampio ricorso al finanziamento creditizio. Dopo una breve stasi in novembre e dicembre, l'ondata di fusioni e acquisizioni ha ripreso slancio. Negli Stati Uniti durante i mesi di gennaio e febbraio sono state annunciate operazioni di questo tipo per un totale di \$70 miliardi rispetto ad un controvalore di meno di \$50 miliardi nel corrispondente periodo del 1987. Questa riviviscenza è dovuta in parte ai prezzi più attrattivi delle azioni, come indica la collocazione temporale dei tentativi di acquisizioni ostili compiuti nell'Europa continentale, segnatamente in Belgio e Francia, dove tali manovre erano state rare in passato. Più importante è tuttavia il fatto che esse sono state incoraggiate dalla disponibilità e dal minor costo dei finanziamenti. Gli investitori paiono aver fatto ritorno al mercato delle *junk bonds* (obbligazioni ad alto rendimento e di bassa qualità). Il differenziale di rendimento di questi titoli rispetto ai *Treasury bonds* è aumentato fortemente subito dopo la crisi, ma da allora esso pare essere ridisceso a livelli analoghi a quelli presenti all'inizio del 1987. Da parte delle società di intermediazione finanziaria e delle banche commerciali vi è stata un'abbondante offerta di prestiti di prefinanziamento, sotto lo stimolo dell'elevata remuneratività attesa di tali operazioni, nonché della necessità di potenziare i

Le ristrutturazioni societarie riprendono slancio



proventi. Un'accresciuta esposizione in questo settore potrebbe essere fonte di problemi, data la connessa elevata rischiosità.

Flussi di finanziamento e debito dei settori

Le emissioni azionarie rispecchiano l'andamento dei corsi

Nella maggior parte dei paesi le nuove emissioni azionarie hanno rispecchiato le alterne vicende del mercato, espandendosi durante la fase rialzista e riducendosi drasticamente dopo la crisi di ottobre, come conseguenza dei prezzi assai meno attrattivi e/o della percezione di una maggiore illiquidità. Inoltre, sono stati differiti i programmi di privatizzazione in diversi paesi, segnatamente Francia e Germania. La principale eccezione al profilo evolutivo generale è costituita dagli Stati Uniti, dove nei primi tre trimestri il moderato incremento delle emissioni azionarie lorde è stato soverchiato dal proseguimento della tendenza ai ritiri di azioni dal mercato in connessione ad acquisizioni di controllo.

Continua il processo di cartolarizzazione

In contrasto con il marcato spostamento nei mercati internazionali dei capitali dal finanziamento obbligazionario verso i prestiti bancari (si veda il Capitolo V), nel 1987 pare essere proseguito il processo di cartolarizzazione sui mercati interni, ossia la tendenza all'utilizzo crescente di valori mobiliari nelle operazioni di prestito. Negli Stati Uniti è ulteriormente salita la quota delle emissioni obbligazionarie sul finanziamento esterno complessivo delle imprese. Inoltre, come dianzi menzionato, persino il segmento di mercato dei titoli a più alto rischio e di bassa qualità pare essersi ripreso in modo sorprendentemente rapido dalle perturbazioni del mercato mobiliare. Le società giapponesi, d'altra parte, sono state particolarmente attive nell'emissione di obbligazioni collegate ad azioni, anche se vi è stata una temporanea forte riduzione dei flussi sulla scia della crisi di ottobre. Inoltre, l'apertura del mercato giapponese della *commercial paper* nel novembre 1987 ha dato ulteriore impulso al processo di cartolarizzazione.

I rischi di un'eccessiva accumulazione del debito sembrano essersi accentuati

La Relazione dello scorso anno metteva in risalto i rischi inerenti all'elevato tasso di crescita dell'indebitamento in molti dei maggiori paesi industriali. In particolare, un aumento del rapporto debito/reddito del settore privato, se non compensato da un miglioramento in termini di valore e di liquidità delle attività patrimoniali, implica di norma una maggiore vulnerabilità di fronte a cambiamenti avversi nei flussi di cassa e nei prezzi delle attività. Tale vulnerabilità tende ad essere ancora maggiore quando l'incremento del grado di indebitamento del settore privato coesiste con un'analogha tendenza nel settore pubblico. In complesso, nel 1987 i rischi connessi all'accumulazione di passività sembrano essersi fatti più acuti per effetto della combinazione degli andamenti del ricorso al credito e della caduta dei corsi azionari.

Il quadro riguardante gli indici di indebitamento del settore pubblico non è cambiato in misura significativa rispetto al 1986. Essi hanno segnato un'ulteriore flessione nel Regno Unito e in Francia, sono rimasti stabili in Germania e in Canada e sono ancora saliti negli Stati Uniti e in Italia. Le cifre provvisorie disponibili indicano un possibile calo del quoziente in Giappone. Analogamente, i quozienti debito/reddito nel settore privato hanno dato ben pochi segni di voler scendere dagli elevati livelli raggiunti, e in molti casi sono addirittura aumentati, come è avvenuto in particolare negli USA per il settore delle imprese. Sono stati

espressi timori circa la crescita particolarmente rapida del credito alle famiglie nel Regno Unito, sia al consumo sia per il finanziamento di abitazioni. Il credito alle famiglie si è accresciuto sensibilmente anche in Canada, Italia e Giappone. Sono state manifestate preoccupazioni anche a riguardo dell'utilizzo del credito per finanziare attività puramente speculative, soprattutto in azioni e proprietà immobiliari. Queste inquietudini sono state particolarmente forti in Giappone, sì da indurre la banca centrale ed il ministero delle finanze ad intervenire presso le istituzioni finanziarie per invitarle a non erogare prestiti per investimenti immobiliari speculativi.

In queste circostanze – e se si prescinde dal Giappone – assume particolare rilevanza il minor valore delle azioni dopo la crisi borsistica. Anche se in diversi paesi, fra cui gli Stati Uniti e il Regno Unito, l'impatto è stato smorzato dall'ingente aumento cumulato in precedenza, il collasso dei corsi azionari ha comportato un deterioramento della posizione patrimoniale delle famiglie e delle imprese. I detentori di portafogli azionari hanno visto ridursi la possibilità di compensare riduzioni del *cash flow* mediante lo smobilizzo di attività. Questo problema, aggravato dalla crescente percezione di erraticità ed illiquidità dei mercati azionari, potrebbe essere particolarmente acuto nel caso delle ristrutturazioni societarie ampiamente finanziate con credito.

La regolamentazione finanziaria: tendenze ed implicazioni nel 1987

Liberalizzazione finanziaria

In tutti i paesi maggiori è continuato il processo di deregolamentazione e di ristrutturazione dell'attività finanziaria. I controlli diretti su tale attività, come i massimali di tasso di interesse, le limitazioni ai flussi di capitali ed il divieto di usare specifici strumenti, permangono soltanto in pochi paesi maggiori, e la loro portata si è ulteriormente ridotta lo scorso anno. In Giappone l'ammontare minimo dei depositi bancari a tassi di interesse collegati al mercato è stato abbassato a yen 10 milioni (circa \$ 80.000). Inoltre, con effetto dal 1° aprile 1988, il Giappone ha posto fine al sistema "maruyu" di depositi a risparmio esenti da imposta, ponendo su un piede di maggiore parità le differenti opzioni di investimento delle famiglie. L'Italia si appresta ad allentare i vincoli sulle transazioni di capitale con l'estero, in forza della nuova legislazione approvata nel novembre scorso. Agli inizi del 1987 la Francia ha completato lo smantellamento dei controlli quantitativi sul credito. In Germania è stato ridotto da due settimane a due giorni il termine di preavviso prescritto per l'emissione di euroobbligazioni in marchi.

Nel corso del 1987 vi è stata l'apertura di numerosi nuovi mercati finanziari o l'ampliamento di quelli esistenti. In novembre ha preso avvio in Giappone un mercato della *commercial paper*. E' significativo che tanto le società di intermediazione mobiliare quanto le banche commerciali siano state autorizzate a sottoscrivere tali strumenti. Sul mercato degli strumenti a termine di Londra è iniziata la trattazione di titoli di Stato giapponesi. Una nuova sezione di borsa per la negoziazione di *futures* ed opzioni è stata aperta di recente in Svizzera, e nuovi contratti sono stati aggiunti al listino degli strumenti a termine della borsa di Parigi.

Prosegue il
processo di
liberalizzazione

Più estesi ambiti operativi consentiti alle istituzioni finanziarie

In parte come conseguenza dell'evoluzione ora descritta, la Germania, uno dei primi paesi ad avviare il processo di liberalizzazione, si caratterizza ora per una gamma relativamente ristretta di strumenti finanziari a breve. Ad esempio, la Germania è l'unico dei sette paesi maggiori senza fondi comuni di mercato monetario e, unitamente all'Italia, senza un mercato attivo della *commercial paper* e dei *financial futures*. Questi strumenti non sono specificatamente vietati in Germania, ma la tassa sugli scambi in titoli rende il primo non concorrenziale, mentre la normativa in materia di contratti aleatori fa sì che i contratti a termine non siano giuridicamente vincolanti. Sono però in vista cambiamenti, in quanto si stanno attualmente considerando provvedimenti legislativi che renderebbero possibili entro il 1989 sia il mercato degli strumenti a termine e delle opzioni, sia i fondi comuni di mercato monetario.

Nella misura in cui vengono rimossi i controlli diretti sull'attività finanziaria, l'attenzione tende a focalizzarsi su altri tipi di vincoli, ed in particolare sulle restrizioni poste agli ambiti operativi delle varie istituzioni del settore finanziario. Questi limiti sono sempre più visti come un impaccio che soffoca la concorrenza ed impedisce alle imprese finanziarie di accedere proficuamente ad attività complementari, ed essi sono stati in certa misura allentati in molti dei paesi maggiori. Tuttavia, in alcuni paesi lo smantellamento di tali vincoli procede con lentezza.

In Giappone, ad esempio, soltanto di recente è stato affrontato il complesso di regolamentazioni che definisce l'area operativa consentita alle varie istituzioni finanziarie. La separazione fra l'attività bancaria e quella in titoli ha subito una certa erosione dal momento in cui alle banche è stato concesso di sottoscrivere *commercial paper*. Le grandi banche e le banche regionali, cui da lungo tempo non era consentita la raccolta di fondi con scadenze superiori a 2-3 anni, alla fine del 1987 sono state autorizzate ad emettere obbligazioni a più lungo termine collegate ad azioni, il che favorirà il reperimento dei mezzi propri addizionali richiesti per ottemperare ai nuovi criteri internazionali di adeguatezza patrimoniale. A partire dall'autunno di quest'anno le casse di risparmio cooperative (Sogo) potranno trasformarsi in banche commerciali. Tuttavia, non è ancora stato stabilito alcun programma per la rimozione di molte altre restrizioni all'attività bancaria, come i limiti di scadenza della raccolta e degli impieghi e l'esclusione della maggior parte delle banche commerciali dalle operazioni fiduciarie. L'ampliamento delle operazioni in titoli consentite alle banche è oggetto di ulteriori riflessioni, probabilmente anche in attesa di decisioni a questo riguardo negli Stati Uniti.

Negli Stati Uniti, benché lo scorso anno siano state prese limitate iniziative per abbassare le barriere fra l'attività bancaria e le altre operazioni finanziarie, le prospettive di riforme veramente di vasta portata sono alquanto incerte. Le autorità di vigilanza hanno concesso a talune banche commerciali una limitata facoltà di sottoscrivere *commercial paper*, obbligazioni assistite da garanzia su attività proprie e da ipoteche edilizie, ed un più ampio ventaglio di titoli di enti pubblici locali. Tuttavia, l'entrata in vigore di tale liberalizzazione è stata differita fino al 1 marzo 1988 da una moratoria decisa dal Congresso; successivamente, le banche si sono mosse con cautela a causa delle incertezze sulle decisioni definitive in sede legislativa.

La normativa attualmente all'esame del Congresso allenterebbe le restrizioni che separano l'attività bancaria da quella di sottoscrizione di valori mobiliari contenute nella legge Glass-Steagall. L'abrogazione della legge, nel presupposto di adeguati controlli prudenziali, è stata perorata dal Federal Reserve Board e dagli altri organi di vigilanza bancaria. In ogni caso, la maggior parte delle proposte considerate non comporta una completa abrogazione: infatti, è previsto che l'autorizzazione alle banche a sottoscrivere azioni societarie possa essere negata o differita; e una delle proposte di legge limiterebbe poi i nuovi poteri di sottoscrizione alle aree già approvate dagli organi di controllo.

Il Canada e molti paesi europei hanno ulteriormente ridotto le barriere che separano le diverse istituzioni finanziarie. Il cosiddetto "Little Bang" in Canada ha rimosso molti dei diaframmi preesistenti fra le banche, gli intermediari in valori mobiliari, le società fiduciarie e le assicurazioni. Qualsiasi istituzione, finanziaria o non, è stata autorizzata ad effettuare operazioni in titoli; alla fine del 1987 cinque grandi banche canadesi si erano già consociate con operatori mobiliari. In Italia, nel febbraio dello scorso anno le istituzioni creditizie sono state autorizzate a sottoscrivere il capitale di società di intermediazione finanziaria. Nel Regno Unito il "Big Bang" del 1986 aveva già liberalizzato l'attività finanziaria, eliminando la distinzione fra mediatori (*brokers*) ed operatori in proprio (*jobbers*) e consentendo alle banche commerciali di accedere all'attività di intermediazione mobiliare. In Francia sono state privatizzate diverse grandi banche e società finanziarie, riducendo così in misura sostanziale il ruolo del settore pubblico in quest'area. In Germania è stato consentito alle banche ed alle società di investimento mobiliare giapponesi di agire da capofila nell'emissione di euroobbligazioni in marchi. Nel gennaio di quest'anno la Commissione Europea ha avanzato proposte per una regolamentazione comune dell'attività bancaria nella CEE da attuare nel 1990. Queste proposte prevedono l'eliminazione della maggior parte delle restrizioni geografiche alle operazioni bancarie nell'ambito della CEE, unitamente ad una maggiore armonizzazione delle leggi bancarie nazionali.

Vigilanza

I rischi insiti in un ampliamento degli ambiti operativi consentiti alle istituzioni ed ai mercati finanziari sono da lungo tempo oggetto di dibattito e motivano sempre più l'esigenza di un rafforzamento della vigilanza. Un'espressione assai significativa di tale esigenza è costituita dalla decisione presa dalle banche centrali e dagli organi di vigilanza bancaria dei maggiori paesi industriali di proporre uno schema comune, basato sulla ponderazione del rischio, per valutare l'adeguatezza patrimoniale delle banche attive a livello internazionale. La proposta, elaborata dal Comitato per la regolamentazione bancaria e le procedure di vigilanza (noto anche come "Comitato Cooke") con sede a Basilea, ha aperto nuovi orizzonti almeno per due aspetti. In primo luogo, è stata proposta una definizione comune della base di capitale, che attribuisce una posizione di preminenza al capitale azionario. Inoltre, per molti dei paesi interessati i requisiti patrimoniali sarebbero per la prima volta esplicitamente commisurati alla rischiosità dei portafogli, ivi comprese le esposizioni "fuori-bilancio". La proposta prevede che entro il 1992 le banche attive internazionalmente detengano una base di capitale minima pari

Rafforzate le
norme di vigilanza

all'8% dell'attivo corretto in base al rischio e costituita almeno per il 4% da capitale azionario, in modo da offrire ai depositanti un significativo margine di sicurezza.

Il progetto è attualmente oggetto di consultazioni in vista della conclusione di un accordo finale, prevista per l'estate di quest'anno. Indipendentemente dalla sua formulazione definitiva, tale accordo dovrebbe comportare un rafforzamento dei criteri prudenziali nell'attività bancaria, in quanto le banche di diversi paesi sarebbero tenute a potenziare il capitale o a limitare la crescita degli impieghi per ottemperare ai requisiti proposti. Parimenti importante, in una prospettiva più ampia, è il fatto che le autorità di vigilanza di dodici paesi con sistemi bancari differenti abbiano potuto addivenire ad un accordo di principio su criteri standard comuni, stabilendo un esempio per la futura cooperazione in materia di supervisione finanziaria.

La proposta del "Comitato Cooke" è parimenti degna di nota in quanto espressione della generale tendenza verso un più stretto controllo prudenziale dei mercati e degli operatori finanziari. Quasi tutti i sette paesi maggiori hanno di recente deciso – o proposto – di rendere più stringenti i requisiti patrimoniali delle banche. In Canada la regolamentazione delle attività bancaria ed assicurativa è stata posta sotto l'autorità di un unico organo. Nel Regno Unito sono stati gradualmente istituiti organismi di autoregolamentazione nei vari settori dell'attività finanziaria, compresi i mercati mobiliari internazionali, in precedenza scarsamente regolamentati. In Francia la normativa sulla trasparenza finanziaria è stata resa più severa, e in diversi paesi, come Regno Unito, Giappone, Germania, Francia e Svizzera si stanno inasprendo le sanzioni contro l'*insider trading*.

Necessaria una maggiore cooperazione internazionale

Sebbene questi provvedimenti possano in certa misura discostarsi dalla precedente tendenza liberalizzatrice, essi non vanno in alcun caso qualificati come "riregolamentazione". Piuttosto, in presenza di mercati più liberi, i responsabili della gestione delle istituzioni finanziarie sono maggiormente chiamati a condurre politiche improntate alla prudenza, stante che le stesse forze di mercato agiscono da restrizione e controllo. Ad esempio, la richiesta di aumentare la base di capitale delle banche dovrebbe indurre coloro che forniscono tale capitale – azionisti e creditori postergati – ad esercitare un'accresciuta sorveglianza sulla gestione delle banche medesime. Tuttavia, l'integrazione dei mercati finanziari mondiali può rivelarsi un serio vincolo alle iniziative degli organi di controllo, facendo risaltare l'esigenza di un consesso internazionale per la consultazione e la cooperazione fra le autorità di vigilanza dei singoli paesi. Finora esistono soltanto forme circoscritte di cooperazione, come il "Comitato Cooke" per la vigilanza bancaria ed i contatti bilaterali fra gli organi nazionali preposti alla regolamentazione del mercato mobiliare.

Alcune implicazioni

Le ultime pagine hanno descritto in sintesi due aspetti presenti nell'evoluzione recente della regolamentazione finanziaria: la tendenza, per quanto riguarda la liberalizzazione, ad ampliare la sfera di attività consentita alle istituzioni finanziarie, ed il rafforzamento della vigilanza prudenziale. Queste due tendenze sono naturalmente correlate, in quanto la vigilanza preventiva si sostituisce a restri-

zioni più dirette. Al tempo stesso è già possibile individuare alcune aree in cui comincia a manifestarsi una certa tensione fra l'ulteriore liberalizzazione ed il mantenimento di requisiti prudenziali.

Possono, ad esempio, sorgere tensioni quanto alla combinazione ottimale delle operazioni finanziarie nell'ambito delle singole istituzioni. Da tempo le autorità di vigilanza considerano essenziali talune divisioni e barriere. Una ragione è che può rendersi necessaria una protezione contro l'esposizione comune a perdite da parte di diverse unità collegate; un'altra ragione è l'esigenza di costituire barriere a salvaguardia di eventuali conflitti di interesse. Gli sforzi per il mantenimento di queste barriere possono però entrare in conflitto con le misure che consentono alle istituzioni finanziarie di impegnarsi proficuamente in una più ampia gamma di attività. Queste ultime iniziative mirano ad accrescere l'efficienza e la concorrenza nel sistema, nonché a migliorarne l'assetto prudenziale stimolando l'investimento di capitale fresco.

Il problema sta naturalmente nel trovare un giusto equilibrio fra i suddetti due obiettivi, ossia il mantenimento di barriere protettive e l'espansione della potestà operativa delle istituzioni finanziarie. Affinché ci si possa avvalere di queste più ampie facoltà è necessario che la loro combinazione nell'ambito di una singola impresa dia luogo ad un certo beneficio economico e sia sufficientemente sgravata da vincoli normativi. Gli effetti di sinergia economica – ossia i benefici derivanti dalla combinazione di differenti categorie di operazioni – fra l'attività bancaria tradizionale e quella di sottoscrizione di titoli, oppure fra le operazioni finanziarie e quelle commerciali, dipendono necessariamente dai collegamenti operativi esistenti fra queste attività, come la messa in comune delle risorse e del repertorio clienti, la strategia congiunta di *marketing*, o la coordinazione dell'attività di investimento e di negoziazione al fine di bilanciare i rischi. Ma, data la loro natura, questi collegamenti sono anche quelli che le autorità di vigilanza possono desiderare di limitare allo scopo di "isolare" eventuali perdite e di impedire conflitti di interesse. Questo dilemma è reso evidente dal dibattito in corso negli Stati Uniti sulla riforma della legge Glass-Steagall. A tale riguardo si propone per ragioni prudenziali che la combinazione dell'attività bancaria e in titoli sia permessa soltanto nell'ambito di un gruppo societario, e che siano sottoposte a regolamentazione le transazioni fra la banca e le sue consociate operanti sul mercato mobiliare. Questa regolamentazione sarebbe in alcuni casi più stringente di quella che disciplina le operazioni fra imprese non collegate, facendo sorgere alcune perplessità sulla redditività di siffatte combinazioni.

L'accresciuta concorrenza è un altro dei benefici attesi dall'attenuazione delle barriere, che può essere fonte di dilemma per le autorità di vigilanza. Molte delle barriere che in passato hanno protetto le istituzioni finanziarie dalla concorrenza sono state rimosse o è previsto che lo siano. Ciò accresce le tensioni concorrenziali aumentando il novero delle aree in cui le imprese possono operare. Se da un lato la concorrenza ha senz'altro aspetti positivi, in particolare una maggiore efficienza nell'allocazione del capitale e nella produzione di servizi finanziari, dall'altro una sua intensificazione pone di per sé maggiori sollecitazioni alle aziende. Inoltre, alle banche è richiesto nel contempo di rafforzare la loro base patrimoniale. Poiché l'espansione comporta assorbimento di capitale, sono posti severi limiti alla capacità delle banche di intraprendere nuove attività.

Le prescrizioni prudenziali potrebbero limitare la redditività di nuovi ambiti operativi

La concorrenza può deteriorare ulteriormente la posizione delle istituzioni più deboli

Questa tensione potrebbe acuire il divario esistente fra banche deboli e forti. Sul piano internazionale le maggiori agenzie di *rating* praticano ormai una distinzione fra le banche situate in Canada e nei maggiori paesi europei, che tendono ad avere una solida base di capitale ovvero quote di mercato ampie e protette nei rispettivi ambiti nazionali, e le istituzioni operanti sia in Giappone, dove i coefficienti patrimoniali sono bassi e la deregolamentazione è fonte di problemi di aggiustamento, sia negli Stati Uniti, dove l'esposizione verso i mutuatari del Terzo Mondo è relativamente forte, molte banche commerciali maggiori hanno una debole base di capitale e la concorrenza è particolarmente intensa. Anche all'interno degli Stati Uniti si sta ampliando il divario fra numerose banche regionali in espansione da un lato, con poche attività a rischio ed una forte presenza sui rispettivi mercati locali, e le grandi banche nazionali dall'altro.

Date queste disparità, la concorrenza potrebbe ostacolare gli sforzi delle autorità diretti ad elevare i requisiti prudenziali. La più intensa concorrenza può tradursi in un'accentuazione delle difficoltà esistenti nel settore bancario, difficoltà che in taluni casi hanno già reso necessaria l'assistenza degli organi di vigilanza. Quest'ultima può a sua volta far sorgere problemi di *moral hazard*, ossia il fenomeno per cui l'apprestamento di tutele assicurative o di altre forme di garanzia governativa tende ad incoraggiare l'assunzione di maggiori rischi nel resto del sistema. Inoltre, data la dimensione delle esposizioni interbancarie nella maggior parte dei paesi e la vulnerabilità delle banche di fronte a crisi di fiducia del pubblico, la solidità del sistema bancario può venire a dipendere in misura sproporzionata dalla situazione dell'istituzione più debole.

Un esempio di questo dilemma si è avuto negli Stati Uniti questa primavera, allorché una grande banca commerciale ed un importante istituto di risparmio hanno richiesto l'assistenza finanziaria degli organi pubblici. Dato che i loro problemi erano di solvibilità piuttosto che di illiquidità, il credito erogato dalla banca centrale non poteva costituire un rimedio sufficiente. Le dimensioni di queste istituzioni e l'entità delle loro operazioni con il resto del sistema finanziario comportavano chiari rischi sistemici nel caso di fallimento. Di fatto erano messi a repentaglio gli stessi fondi di assicurazione pubblici che tutelavano le loro passività in depositi, in quanto in tutti e due i casi il dissesto dell'istituzione avrebbe fatto sorgere ingenti passività per il rispettivo fondo di assicurazione. Ad entrambe le istituzioni è stata infine accordata una garanzia governativa su tutte le passività, comprese quelle eccedenti il massimale assicurato.

Con il proseguire del processo di liberalizzazione finanziaria, e la connessa ulteriore erosione delle barriere poste fra le diverse categorie di istituzioni finanziarie, è probabile che si intensifichi la tensione fra concorrenza e redditività da un lato, e le prescrizioni prudenziali dall'altro. Certo, è prematuro affermare che la liberalizzazione ha ormai raggiunto i limiti ragionevolmente consentiti dai requisiti di sicurezza e di solidità del sistema. Né si può affermare che la liberalizzazione è sempre in conflitto con la stabilità; la rimozione delle restrizioni poste alle istituzioni finanziarie può accrescere la loro stabilità permettendo la diversificazione e la copertura dei rischi. Nondimeno, considerazioni di ordine prudenziale pongono dei limiti alla liberalizzazione; questi limiti hanno assunto un peso crescente nel dibattito sulle politiche, e la loro importanza è senz'altro destinata ad accrescersi in futuro.

V. I mercati internazionali dei capitali

Aspetti salienti

Nel 1987 i mercati internazionali dei capitali hanno operato in un contesto sempre più difficile, caratterizzato da rapidi mutamenti nelle condizioni di mercato e da forti incertezze circa l'evoluzione dei tassi di interesse e dei cambi. Nondimeno, data l'intensa attività nel primo semestre dell'anno, il volume di nuovi fondi intermediati dai mercati internazionali ha continuato ad espandersi vigorosamente. Al netto degli effetti di cambio, delle duplicazioni e della sovrapposizione tra i diversi comparti del mercato, la crescita, stimata a \$ 315 miliardi ossia al 12%, è stata decisamente superiore agli incrementi di \$ 245 e 175 miliardi registrati rispettivamente nel 1986 e 1985. Tuttavia, a differenza di quanto è avvenuto negli anni precedenti, l'espansione dell'attività creditizia non ha riguardato tutti i settori. Mentre il credito bancario internazionale si è accelerato, l'attività di emissione sui mercati obbligazionari internazionali ha segnato una forte contrazione.

Il principale fattore alla base della ulteriore espansione nel volume complessivo del nuovo finanziamento internazionale è stato il processo di internazionalizzazione in atto nei mercati dei capitali, sotto il perdurante influsso delle precedenti innovazioni, della deregolamentazione e delle nuove tecnologie. Per contro, la dinamica di fondo della domanda e dell'offerta pare aver svolto un ruolo più modesto. L'attività si è concentrata più che mai nell'area dichiarante, mentre i crediti ai paesi esterni all'area, tranne poche eccezioni, hanno subito un ulteriore rallentamento. Gli ampi squilibri di parte corrente tra i principali paesi industriali hanno ovviamente dato ampio spazio ai flussi internazionali di fondi, ma l'attività sui mercati internazionali ha talvolta accresciuto il fabbisogno di finanziamento di fonte ufficiale anziché ridurlo, dato che i maggiori prenditori di fondi non sono stati i residenti dei principali paesi in disavanzo, bensì quelli dei maggiori paesi eccedentari.

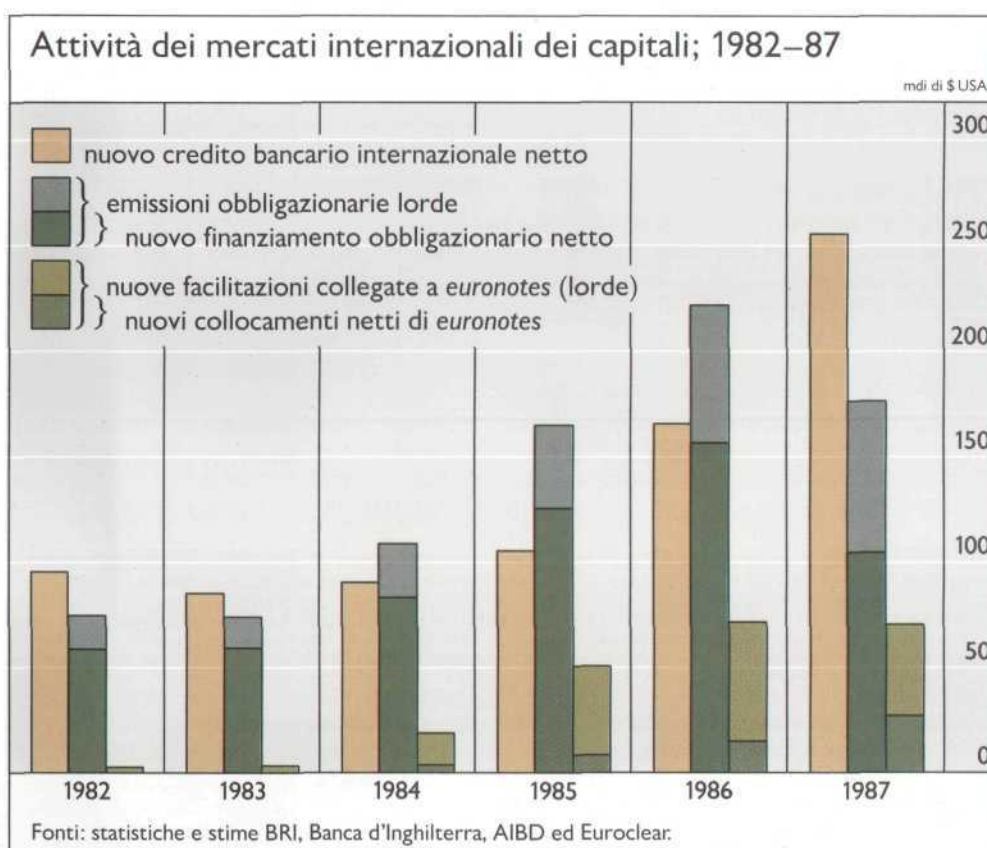
Il quadro della situazione debitoria internazionale nel 1987 si presenta composito. Dopo il forte deterioramento del 1986, gli indici di indebitamento sono leggermente migliorati, ma nei paesi debitori in posizione critica la situazione economica di fondo è progredita di poco, né vi sono stati segni di ripresa dei crediti "spontanei" a favore di questi paesi. Nondimeno, dopo alcuni accenni iniziali di contrasto, tra i paesi creditori e debitori è stato ristabilito uno spirito di fattiva collaborazione. Le conversioni del debito e i regolamenti con sconto sul valore nominale hanno assunto un'importanza crescente, e sono state poste in essere nuove iniziative per l'erogazione ai paesi debitori più poveri di fondi ufficiali a condizioni di favore.

Il quadro di insieme

Nel 1987 si è osservato un significativo spostamento nella composizione dei flussi creditizi internazionali a scapito del mercato mobiliare a lungo termine e a favore

Forte espansione
del credito
bancario interna-
zionale

dell'intermediazione bancaria e del finanziamento con titoli a breve termine. Il nuovo credito bancario internazionale netto, che già nel 1986 aveva registrato una fortissima espansione, si è ulteriormente accresciuto del 55%, toccando un nuovo massimo storico di \$ 255 miliardi. A questa espansione si è accompagnata una netta ripresa del mercato dei prestiti consorziali, dove il volume delle nuove facilitazioni si è pressoché riportato ai livelli registrati agli inizi di questo decennio. Nello stesso tempo, in parte a causa della crisi nel comparto delle obbligazioni a tasso variabile (FRN), le banche hanno ridotto la loro attività sia di emissione che di investimento sul mercato obbligazionario, cosicché la sovrapposizione tra finanziamento bancario e obbligazionario è notevolmente diminuita.



Il volume di strumenti a breve e a medio termine emessi nel quadro delle facilitazioni per l'emissione di *euronotes*, comprendenti quelle in appoggio all'*eurocommercial paper*, ha registrato un forte aumento, da \$ 29 a 53 miliardi. Vi è stato tuttavia un leggero rallentamento delle nuove facilitazioni concordate.

In contrasto con l'esuberanza del settore bancario internazionale, l'ammontare delle nuove emissioni annunciate sul mercato obbligazionario internazionale ha subito per la prima volta in sei anni un'importante contrazione, scendendo a circa \$ 175 miliardi, con una flessione di poco più del 20% rispetto alla punta massima di \$ 220 miliardi circa del 1986. Al netto degli ammortamenti previsti e dei rimborsi anticipati, il volume del nuovo finanziamento posto in essere sul mercato obbligazionario internazionale si è ridotto di un terzo, da \$ 156 a 104 miliardi (si veda la tabella alla pagina seguente). Inoltre, questi dati aggregati sono il risultato di una vigorosa attività nella prima parte del 1987 cui è seguito

Rallentamento
delle emissioni
obbligazionarie
internazionali

**Credito netto fornito dal mercato internazionale (stime):
credito bancario ed emissioni obbligazionarie internazionali**

| | Variazioni depurate degli effetti di cambio ¹ | | | | | | Consi- stenze a fine 1987 |
|---|--|-------|-------|-------|-------|-------|------------------------------------|
| | 1982 | 1983 | 1984 | 1985 | 1986 | 1987 | |
| | in miliardi di dollari USA | | | | | | |
| Totale attività esterne delle banche dichiaranti ² | 180,5 | 105,7 | 124,1 | 233,5 | 517,3 | 567,8 | 4.157,2 |
| meno: duplicazioni derivanti da depositi interbancari entro l'area dichiarante ² | 85,5 | 20,7 | 34,1 | 128,5 | 352,3 | 312,8 | 1.937,2 |
| A = Credito bancario internazionale netto ³ | 95,0 | 85,0 | 90,0 | 105,0 | 165,0 | 255,0 | 2.220,0 |
| Emissioni di euroobbligazioni e di obbligazioni estere | 74,3 | 73,8 | 108,4 | 164,5 | 221,5 | 175,6 | |
| meno: rimborsi e riacquisti | 15,8 | 15,8 | 25,4 | 39,5 | 65,5 | 71,6 | |
| B = Finanziamento netto mediante obbligazioni internazionali | 58,5 | 58,0 | 83,0 | 125,0 | 156,0 | 104,0 | 984,0 |
| C (A + B) = Finanziamento totale me- diante credito bancario e obbligazioni | 153,5 | 143,0 | 173,0 | 230,0 | 321,0 | 359,0 | 3.204,0 |
| meno: duplicazioni ⁴ | 8,5 | 13,0 | 28,0 | 55,0 | 76,0 | 44,0 | 284,0 |
| D = Finanziamento netto totale me- diante credito bancario e obbligazioni | 145,0 | 130,0 | 145,0 | 175,0 | 245,0 | 315,0 | 2.920,0 |

¹ Le variazioni annuali delle attività bancarie sono date dalla somma delle variazioni trimestrali calcolate, nel caso delle posizioni non in dollari, ai tassi di cambio esistenti alla fine del rispettivo trimestre. Se non altrimenti specificato, questo metodo è utilizzato nel corso dell'intero capitolo. Le obbligazioni non denominate in dollari sono convertite ai tassi di cambio vigenti alle date di annuncio dell'emissione. ² Sino al 1983 l'area dichiarante include le banche situate nei paesi del Gruppo dei Dieci, in Lussemburgo, Austria, Danimarca e Irlanda, nonché le filiali *offshore* di banche USA nelle Bahamas, Isole Cayman, Panama, Hong Kong e Singapore. A partire dal 1984 l'area dichiarante comprende altresì Finlandia, Norvegia e Spagna, nonché le banche non statunitensi che effettuano operazioni di credito internazionale nelle Bahamas, Isole Cayman, Hong Kong e Singapore, tutti gli stabilimenti bancari *offshore* nel Bahrain e tutte le banche *offshore* operanti nelle Antille Olandesi. ³ Oltre ai crediti diretti concessi ad utilizzatori finali, queste stime comprendono alcune posizioni interbancarie: anzitutto, crediti verso banche esterne all'area dichiarante, ipotizzandosi che queste banche "periferiche" nella maggior parte dei casi non mutuino fondi dalle banche dei centri finanziari al semplice fine di ridepositarli presso altre banche di questi centri; in secondo luogo, crediti verso banche entro l'area dichiarante, nella misura in cui queste convertono i fondi in moneta nazionale e/o li utilizzano per la concessione di crediti diretti in valuta estera a soggetti residenti; in terzo luogo, gran parte dei crediti in valuta verso le banche del paese di emissione della moneta di cui trattasi, per esempio i crediti in dollari di banche operanti a Londra verso banche negli Stati Uniti; anche in questo caso si ipotizza che le banche mutuatarie raccolgano i fondi soprattutto per fini interni e non li riprestino ad altre banche all'estero; viene fatta tuttavia una deduzione per i saldi operativi e voci analoghe. ⁴ Obbligazioni internazionali acquisite dalle banche dichiaranti, nella misura in cui figurano nelle statistiche bancarie come crediti verso non residenti; obbligazioni emesse dalle banche dichiaranti soprattutto al fine di contribuire al finanziamento della propria attività di credito internazionale.

un marcato rallentamento nel secondo semestre. Soprattutto dopo la crisi di ottobre dei mercati azionari si è assistito al virtuale arresto delle operazioni in importanti segmenti del mercato, come quelli delle obbligazioni ordinarie a tasso fisso denominate in dollari e delle emissioni di obbligazioni collegate ad azioni.

I principali fattori che hanno contribuito a questa contrazione dell'attività sul mercato obbligazionario internazionale sono stati il temporaneo rialzo dei

Cause della
contrazione nel
nuovo finanzia-
mento obbliga-
zionario interna-
zionale

tassi di interesse a lungo termine e, più in generale, le incertezze circa i tassi di cambio e di interesse dovute al persistere di ampi squilibri nei pagamenti tra i principali paesi industriali (si veda il Capitolo IV). Oltre a questi sfavorevoli sviluppi macroeconomici, ha influito negativamente sui mercati obbligazionari internazionali un'insolita concomitanza di fattori microeconomici: l'eccessiva concorrenza e i termini di prezzo distorti; la connessa paralisi del mercato delle FRN; l'annuncio di modifiche nel trattamento fiscale di vari titoli obbligazionari; e le ripercussioni della crisi dei mercati azionari sulla liquidità delle euroobbligazioni. Questi sviluppi hanno influito nel senso di promuovere una fondamentale riconsiderazione delle strategie sui mercati finanziari internazionali. Diverse banche commerciali e di investimento mobiliare hanno ridimensionato la loro attività in titoli, si sono sforzate di abbassare i costi, in particolare attraverso riduzioni del personale, hanno sottoposto ad approfondito riesame le loro politiche di gestione del rischio e, in alcuni casi, hanno incorporato altre istituzioni. Del pari, alcuni investitori internazionali hanno fatto riconvergere, almeno temporaneamente, la loro attività sui mercati nazionali.

Inversione
temporanea o
duratura della
tendenza alla
"cartolarizza-
zione" e alla
globalizzazione?

Tuttavia, se si considerano gli andamenti nel primo trimestre del 1988 – quando una più stabile configurazione dei tassi di interesse e dei cambi ha favorito una vivace ripresa dell'attività di emissione – pare prematuro concludere che si sia arrestata la tendenza all'internazionalizzazione e alla "cartolarizzazione". Anzitutto, si renderanno necessari enormi flussi di capitali per il finanziamento degli ampi squilibri di parte corrente che presumibilmente si accumuleranno negli anni a venire. In secondo luogo, paesi come il Giappone, che da tempo impongono tutta una serie di restrizioni al ricorso da parte dei residenti ai mercati finanziari esteri, hanno continuato ad allentare tali vincoli. All'interno della Comunità Economica Europea il processo di internazionalizzazione è destinato ad accelerarsi in seguito alla rimozione di tutte le barriere esistenti tra i mercati dei capitali dei paesi membri, prevista entro il 1992. In terzo luogo, sebbene una delle conseguenze degli sviluppi dello scorso anno possa essere stata quella di riportare l'attenzione degli investitori sui mercati obbligazionari interni, questi ultimi sono ora più accessibili che in passato ai mutuatari ed investitori non residenti e agli intermediari finanziari esteri. Ciò è dovuto sia allo snellimento e alla liberalizzazione dei mercati nazionali, sia alla sempre maggiore affinità tra le procedure dei mercati interni ed internazionali. Questa evoluzione, già in atto da diversi anni sui mercati creditizi, monetari e finanziari, si è recentemente estesa ai mercati azionari dove, sulla scia della crisi delle borse, si stanno ora considerando attivamente le possibilità di armonizzazione internazionale delle regolamentazioni e l'introduzione di procedure più efficienti di compensazione e regolamento delle transazioni in titoli. In quarto luogo, la ripresa del mercato dei prestiti consorziali si è accompagnata allo sviluppo di nuovi strumenti, quali le facilitazioni ad opzione multipla, che rappresentano solo in parte un ritorno a forme di credito bancario. Infine, la persistente debolezza della situazione di bilancio di molte banche, a seguito della crisi debitoria dei PVS, continua a deprimere le prospettive di crescita dell'intermediazione bancaria internazionale. Va aggiunto che, se verranno accolte le proposte per un accordo internazionale in materia di requisiti patrimoniali minimi per le banche, la futura espansione dell'attività bancaria internazionale potrebbe risentirne.

Invero, se è facile individuare le cause all'origine della contrazione dei mercati obbligazionari internazionali nel 1987, più difficile è interpretare l'ulteriore rapida espansione dell'attività bancaria internazionale. I crediti a favore dei paesi esterni all'area dichiarante, e dei PVS in particolare, hanno subito un nuovo rallentamento. Come si evince dall'ulteriore aumento dello sconto applicato sul mercato secondario alle attività verso questi paesi, l'affidabilità di credito della maggior parte dei paesi debitori in posizione critica non è migliorata. Al tempo stesso, alcuni dei più dinamici PVS del Sud-Est asiatico il cui *status creditizio* è rimasto assolutamente impregiudicato, hanno preferito ridurre il loro ricorso al credito bancario o effettuare addirittura rimborsi netti.

Ristagno del credito bancario ai paesi esterni all'area dichiarante

Il nuovo credito bancario internazionale si è pertanto concentrato quasi esclusivamente nell'area dichiarante stessa, dove l'offerta di fondi non è stata certamente carente. Vi è stato indubbiamente il persistere degli ampi squilibri nei conti con l'estero nei maggiori paesi industriali; pare inoltre che, a differenza dei mercati mobiliari, il settore bancario internazionale abbia contribuito al finanziamento del disavanzo corrente degli Stati Uniti in misura maggiore che nel 1986. Ciò è tuttavia avvenuto principalmente nel primo e nel terzo trimestre del 1987 in concomitanza con la temporanea stabilizzazione del dollaro sui mercati dei cambi.

I fattori all'origine della forte espansione del credito bancario all'interno dell'area dichiarante

Un altro fattore che spiega il vigore dell'attività bancaria internazionale nel 1987 è costituito dalle difficoltà sorte nel comparto delle obbligazioni internazionali, e in particolare dalla paralisi del segmento delle FRN. Benché questi sviluppi si siano accompagnati ad un ridimensionamento nell'attività in titoli delle banche stesse, essi hanno anche determinato una sostanziale "reintermediazione" di flussi internazionali di capitali attraverso il canale bancario.

Un terzo fattore va ricercato nel fatto che, a differenza dei mercati obbligazionari, l'attività bancaria internazionale ha beneficiato delle opportunità di arbitraggio offerte dall'instabilità dei tassi di interesse, dagli spostamenti nella struttura dei rendimenti e da oscillazioni nei differenziali di interesse internazionali. In aggiunta, la forte variabilità dei tassi di interesse e dei cambi ha gonfiato la domanda di credito a fini di copertura.

Più in generale, la causa principale della continua, rapida espansione dell'attività bancaria internazionale è la stessa che fa apparire improbabile una contrazione non solo temporanea del mercato mobiliare internazionale: ossia la crescente osmosi tra mercati nazionali ed internazionali dei capitali. Questa globalizzazione non solo comporta un maggior volume di movimenti internazionali di capitali; essa implica altresì che una quota non indifferente dei flussi finanziari intermediati dai mercati internazionali svolge una funzione sostitutiva dei flussi creditizi interni o ne rappresenta una duplicazione.

Crescente osmosi tra mercati nazionali ed internazionali

Il Giappone, le cui banche ed altre istituzioni hanno continuato a svolgere un ruolo di primo piano in veste di mutuatari, investitori e intermediari nella crescita dei mercati internazionali dei capitali nel 1987, fornisce un esempio lampante di questa tendenza. Benché il Giappone abbia continuato ad essere il maggior paese eccedentario, gli operatori nipponici hanno costituito il più attivo gruppo di mutuatari. Si può stimare che oltre il 40% del credito internazionale netto intermediato dalle banche dichiaranti nel 1987 sia affluito al Giappone. Al netto dei rimborsi, l'indebitamento dei soggetti giapponesi ha concorso per un

Ruolo preminente del Giappone sui mercati finanziari internazionali

terzo al volume complessivo dei fondi raccolti sui mercati mobiliari internazionali e per quasi due terzi al totale delle emissioni di obbligazioni collegate ad azioni. Nello stesso tempo gli investitori giapponesi risultano essere stati il principale gruppo di acquirenti delle varie categorie di titoli emessi da residenti giapponesi.

Parimenti impressionante è il ruolo svolto dalle istituzioni finanziarie giapponesi nell'intermediazione dei fondi sui mercati internazionali dei capitali. Negli ultimi anni le banche giapponesi hanno contribuito in modo preponderante alla crescita del settore bancario internazionale, con il risultato che il volume delle loro attività internazionali (escludendo le posizioni esterne reciproche tra banche collegate) è ora quasi triplo rispetto a quello delle banche statunitensi. Nel 1987 le società giapponesi di intermediazione mobiliare hanno agito da capofila per il 32% delle emissioni euroobbligazionarie, ed un ulteriore 7% va ascrivito alle filiazioni di banche commerciali giapponesi.

Le ragioni dell'accresciuta presenza degli operatori giapponesi

Diverse ragioni spiegano l'accresciuta presenza degli operatori giapponesi sui mercati internazionali. Anzitutto, l'instabilità dei tassi di interesse e dei cambi ha determinato in certi periodi un intenso impiego di strategie di portafoglio da parte dei soggetti giapponesi a fini di copertura e di sfruttamento delle opportunità di lucro. Ciò ha portato ad un forte aumento della raccolta in valuta estera da parte del settore non bancario giapponese, che ha impiegato i fondi per finanziare gli ingenti acquisti di titoli internazionali. In secondo luogo, sul mercato interbancario i flussi incrociati di fondi da e verso il Giappone sono stati particolarmente pronunciati nel caso del *Japan Offshore Market* che, dopo la sua apertura nel dicembre 1986, ha notevolmente ampliato la propria attività, soprattutto con gli altri centri finanziari asiatici. Una parte considerevole di queste operazioni ha riguardato transazioni intragruppo volte ad eludere le regole e le procedure in vigore sul mercato interno. Analogamente, una delle principali ragioni del ruolo preminente svolto dalle istituzioni giapponesi sui mercati mobiliari internazionali è l'assenza su questi mercati dei vincoli legali o consuetudinari cui sono soggette queste operazioni all'interno. In effetti, la forte espansione dell'indebitamento giapponese sui mercati internazionali nel 1987 si è accompagnata ad un calo delle emissioni obbligazionarie nazionali da parte di società giapponesi e, nonostante la forte ascesa dei corsi delle azioni, ad una scarsità di emissioni azionarie interne diverse da quelle connesse all'esercizio dei diritti di conversione inerenti alle obbligazioni internazionali collegate ad azioni.

Un ultimo fattore correlato è stato il tentativo delle istituzioni giapponesi di sfruttare i vantaggi comparati offerti dall'ingente eccedenza del risparmio nazionale e dalla crescente predominanza dello yen, al fine di acquisire una posizione di forza sui mercati internazionali. Questa tendenza è stata accentuata dal loro ricorso a tali mercati come terreno su cui competere in termini di quote di mercato e di dimensioni di bilancio.

Il settore bancario internazionale

L'andamento degli aggregati complessivi

Crescita senza precedenti degli aggregati bancari

In termini di dollari correnti, nel 1987 l'espansione delle posizioni sull'estero delle banche dichiaranti è stata di gran lunga la più ampia finora registrata, con

| Banche dichiaranti alla BRI: configurazione dell'attività bancaria internazionale | | | | | | | | | | |
|---|---|-------|-------|-------|-------------------------|---|-------|-------|-------|-------------------------|
| Voci | Attività | | | | | Passività | | | | |
| | variazioni depurate degli effetti di cambio | | | | consistenze a fine 1987 | variazioni depurate degli effetti di cambio | | | | consistenze a fine 1987 |
| | 1984 | 1985 | 1986 | 1987 | | 1984 | 1985 | 1986 | 1987 | |
| | in miliardi di dollari USA | | | | | | | | | |
| Posizioni sull'estero verso: banche entro l'area dichiarante | 94,1 | 182,4 | 450,9 | 484,5 | 2.780,2 | 108,9 | 197,5 | 441,6 | 540,5 | 3.009,0 |
| soggetti non bancari entro l'area dichiarante | 16,9 | 23,1 | 39,8 | 63,1 | 542,2 | 12,0 | 23,3 | 72,1 | 39,5 | 513,4 |
| paesi esterni all'area dichiarante | 13,1 | 23,8 | 13,5 | 7,4 | 726,1 | 28,8 | 19,3 | -2,1 | 50,6 | 490,0 |
| non classificate | 0,0 | 4,2 | 13,1 | 12,8 | 108,7 | 0,3 | 2,5 | 31,0 | 32,4 | 189,0 |
| Totale posizioni sull'estero | 124,1 | 233,5 | 517,3 | 567,8 | 4.157,2 | 150,0 | 242,6 | 542,6 | 663,0 | 4.201,4 |
| di cui: in valuta estera e in ECU | 82,7 | 184,1 | 383,5 | 440,8 | 3.005,1 | 92,0 | 173,5 | 426,0 | 475,6 | 3.203,5 |
| Posizioni sull'interno in valuta estera: | | | | | | | | | | |
| interbancarie* | 4,6 | 48,5 | 79,2 | 62,5 | 551,8 | 15,1 | 65,1 | 95,6 | 98,9 | 668,5 |
| verso soggetti non bancari* | 22,9 | 14,9 | 68,4 | 100,1 | 427,7 | 5,7 | 7,1 | 17,3 | 19,6 | 119,3 |
| Totale posizioni sull'interno | 27,5 | 63,4 | 147,6 | 162,6 | 979,5 | 20,8 | 72,2 | 112,9 | 118,5 | 787,8 |
| Totale posizioni in valuta estera | 110,2 | 247,5 | 531,1 | 603,4 | 3.984,6 | 112,8 | 245,7 | 538,9 | 594,1 | 3.991,3 |
| * Solo per le banche situate in Europa, Canada e Giappone. Dal lato delle passività, i dati relativi alle posizioni verso soggetti non bancari in Giappone sono compresi nelle posizioni interbancarie. | | | | | | | | | | |

* Solo per le banche situate in Europa, Canada e Giappone. Dal lato delle passività, i dati relativi alle posizioni verso soggetti non bancari in Giappone sono compresi nelle posizioni interbancarie.

incrementi delle attività e delle passività rispettivamente di \$ 885 e 959 miliardi. Essa è tuttavia dovuta in ampia misura all'apprezzamento nei confronti del dollaro di monete quali il marco tedesco e lo yen, che ha accresciuto il valore in dollari delle posizioni delle banche denominate in queste valute. Escludendo tali effetti di cambio, gli incrementi sono stati di \$ 568 miliardi (16%) dal lato delle attività e di \$ 663 miliardi (19%) dal lato delle passività. Per effetto della crescita particolarmente sostenuta delle passività, nel 1987 le banche dichiaranti nel loro insieme sono passate, per la prima volta dal 1980, da una posizione netta attiva ad una passiva. Questa inversione è dovuta principalmente al maggior impiego da parte delle banche di fondi esterni per la concessione di crediti in valuta a residenti, in larga parte in connessione con il finanziamento e la copertura degli acquisti di titoli esteri da parte dei residenti.

Come di consueto, la componente di gran lunga più importante nella crescita delle attività e passività delle banche dichiaranti è costituita dalle posizioni interbancarie all'interno della stessa area dichiarante, sebbene lo scorso

anno siano altresí considerevolmente aumentati i crediti diretti a soggetti non bancari. Anche al netto delle duplicazioni derivanti dal rideposito di fondi tra le stesse banche dichiaranti, l'espansione del credito è salita del 55% rispetto al 1986, portandosi a \$ 255 miliardi.

Impieghi e raccolta dei fondi bancari internazionali all'interno dell'area dichiarante

Concentrazione delle nuove operazioni all'interno dell'area dichiarante

Si può stimare che una quota di oltre il 90%, ossia \$ 235 miliardi circa, della crescita complessiva del credito finale sia stata assorbita all'interno della stessa area dichiarante. Di questo incremento \$ 163 miliardi rappresentano crediti diretti a soggetti non bancari e \$ 72 miliardi l'utilizzo da parte delle banche stesse di fondi raccolti all'estero per impieghi sull'interno. I mutuatari di gran lunga più importanti sono stati i soggetti non bancari giapponesi (\$ 84 miliardi) e le banche situate negli Stati Uniti (oltre \$ 50 miliardi).

Dal lato delle fonti del mercato bancario internazionale, poco più di \$ 170 miliardi dell'espansione totale del credito sono stati finanziati con fondi raccolti all'interno dell'area dichiarante stessa. I depositi identificati di soggetti non bancari sono ammontati a \$ 59 miliardi, e i fornitori di fondi decisamente più

| Impieghi e raccolta dei fondi bancari internazionali. Stime | | | | | | | |
|---|---|------|------|------|------|------|-------------------------------|
| | Variazioni depurate degli effetti di cambio | | | | | | Consistenze a fine 1987 |
| | 1982 | 1983 | 1984 | 1985 | 1986 | 1987 | |
| | in miliardi di dollari USA | | | | | | |
| Impieghi di fondi: | | | | | | | |
| area dichiarante | 42 | 52 | 77 | 77 | 138 | 235 | 1.385 |
| area esterna | 39 | 28 | 13 | 24 | 14 | 7 | 726 |
| non classificati | 14 | 5 | 0 | 4 | 13 | 13 | 109 |
| Totale | 95 | 85 | 90 | 105 | 165 | 255 | 2.220 |
| Raccolta di fondi: | | | | | | | |
| area dichiarante | 93 | 81 | 61 | 83 | 136 | 172 | 1.541 |
| area esterna | -12 | 1 | 29 | 19 | - 2 | 50 | 490 |
| non classificati | 14 | 3 | 0 | 3 | 31 | 33 | 189 |
| Totale | 95 | 85 | 90 | 105 | 165 | 255 | 2.220 |
| Flussi netti: | | | | | | | |
| area dichiarante | -51 | -29 | 16 | -6 | 2 | 63 | -156 |
| area esterna | 51 | 27 | -16 | 5 | 16 | -43 | 236 |
| non classificati | 0 | 2 | 0 | 1 | -18 | -20 | - 80 |

importanti sono stati i settori non bancari di Regno Unito e Stati Uniti. Inoltre, \$ 20 miliardi circa di nuovi fondi non bancari sono stati incanalati sul mercato per il tramite dei conti fiduciari delle banche operanti in Svizzera. A causa degli andamenti sui mercati dei cambi, anche le istituzioni ufficiali, ed in particolare le banche centrali dei paesi dell'area dichiarante, sono state importanti fornitrici di

nuovi fondi nel 1987, e si è avuto un considerevole ammontare di fondi interni convogliati sul mercato internazionale dalle stesse banche dichiaranti.

I dati relativi ai fondi raccolti nell'ambito dell'area dichiarante non comprendono un incremento di circa \$ 33 miliardi delle partite non classificate, imputabili in parte alle emissioni di titoli a breve e a lunga scadenza effettuate dalle banche medesime. Benché i detentori di tali titoli non siano solitamente identificabili, si può ritenere che la maggior parte di essi sia costituita da residenti dell'area dichiarante.

Andamento delle operazioni delle banche dichiaranti con i paesi esterni all'area dichiarante

Lo scorso anno si è osservata una massiccia inversione nei flussi di fondi tra le banche dichiaranti e i paesi esterni all'area dichiarante stessa. Nel 1986 questi paesi erano stati ancora prenditori netti nella misura di quasi \$ 16 miliardi; nel 1987 essi sono diventati invece fornitori netti di \$ 43 miliardi di nuovi fondi alle banche dichiaranti. Questa inversione di flusso, pari a quasi \$ 60 miliardi, è dovuta principalmente al forte aumento dei depositi (\$ 50 miliardi) provenienti da paesi esterni all'area, che nel 1986 avevano ancora effettuato prelievi per \$ 2 miliardi dai loro depositi presso le banche dichiaranti. Un secondo fattore che ha contribuito all'inversione nei flussi netti è stato l'ulteriore rallentamento dei nuovi crediti delle banche dichiaranti ai paesi esterni all'area, scesi da un livello già molto basso di \$ 13,5 miliardi nel 1986 a soli \$ 7,4 miliardi lo scorso anno, l'incremento più modesto registrato da quando sono disponibili statistiche esaurienti sull'attività creditizia.

I paesi esterni all'area sono diventati importanti fornitori netti di nuovi fondi alle banche dichiaranti

Questo sostanziale cambiamento nella configurazione dei flussi ha rispecchiato primariamente l'andamento delle operazioni delle banche dichiaranti con i PVS, ed in particolare con quelli esportatori di petrolio. In seguito al crollo dei prezzi del petrolio nel 1986, i paesi OPEC avevano diminuito di \$ 22 miliardi i loro depositi presso le banche dichiaranti. Nel 1987 questi paesi sono riusciti a ridurre drasticamente i loro disavanzi con l'estero e ad accrescere di \$ 19 miliardi i loro depositi. Anche gli altri PVS hanno intensificato la loro attività di deposito (da \$ 12,8 miliardi nel 1986 a \$ 24,4 miliardi). D'altra parte, lo scorso anno i PVS non sono stati prenditori di nuovi fondi per importi di rilievo. Benché le posizioni creditorie delle banche dichiaranti verso i paesi OPEC siano aumentate di \$ 2,3 miliardi, le attività verso gli altri PVS sono diminuite, soprattutto se si escludono i crediti a Taiwan che rappresenta un caso atipico.

Andamento delle operazioni delle banche dichiaranti con i PVS

Tra i paesi OPEC, l'Arabia Saudita ha costituito la fonte di gran lunga più importante di nuovi depositi (\$ 9 miliardi escludendo quelli detenuti presso le banche negli Stati Uniti) ed anche il principale mutuuario di fondi. L'andamento delle posizioni complessive delle banche dichiaranti verso i PVS non OPEC è stato fortemente influenzato dalle operazioni con Taiwan. I nuovi crediti bancari a favore di questo paese sono sensibilmente aumentati, salendo a \$ 8,3 miliardi, ed hanno rispecchiato in ampia misura la raccolta di fondi all'estero da parte di residenti in previsione di un deprezzamento del dollaro. Al tempo stesso, i depositi identificati di Taiwan presso le banche dichiaranti hanno segnato un marcato rallentamento.

| Posizioni delle banche dichiaranti alla BRI verso gruppi di paesi esterni all'area dichiarante ¹ . Stime | | | | | | | | |
|---|---|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------------------------|
| Posizioni delle banche dichiaranti verso: | Variazioni depurate degli effetti di cambio | | | | | | | Consistenze a fine 1987 |
| | 1981 | 1982 | 1983 | 1984 | 1985 | 1986 | 1987 | |
| | in miliardi di dollari USA | | | | | | | |
| Paesi OPEC² | | | | | | | | |
| Attività | 4,2 | 8,2 | 9,8 | - 1,9 | 0,2 | 0,4 | 2,3 | 127,4 |
| Passività | 3,2 | -18,2 | -13,0 | 2,1 | 7,6 | -22,0 | 18,9 | 169,7 |
| Posizione netta ³ | 1,0 | 26,4 | 22,8 | - 4,0 | - 7,4 | 22,4 | -16,6 | -42,3 |
| <i>Per memoria:</i> | | | | | | | | |
| Riserve in valuta estera ⁴ | - 8,8 | - 7,5 | - 8,3 | - 3,4 | 6,5 | -13,9 | 4,7 | 51,9 |
| Saldo delle partite correnti | 53,0 | - 8,5 | -21,5 | - 6,5 | 5,0 | -26,5 | - 4,0 | |
| PVS non OPEC | | | | | | | | |
| Attività | 39,9 | 19,8 | 12,6 | 9,8 | 11,1 | 3,0 | - 1,2 | 384,9 |
| Passività | 9,5 | 4,6 | 10,4 | 19,3 | 5,7 | 12,8 | 24,4 | 229,8 |
| Posizione netta ³ | 30,4 | 15,2 | 2,2 | - 9,5 | 5,4 | - 9,8 | -25,6 | 155,1 |
| <i>Per memoria:</i> | | | | | | | | |
| Riserve in valuta estera ⁴ | - 0,1 | - 2,4 | 8,5 | 17,4 | 4,5 | 24,0 | 44,9 | 158,5 |
| Saldo delle partite correnti | -78,0 | -62,5 | -34,0 | -21,5 | -29,0 | -13,0 | 7,5 | |
| Altri paesi industriali | | | | | | | | |
| Attività | 16,8 | 16,0 | 7,2 | 5,3 | 6,8 | 6,7 | 4,6 | 129,8 |
| Passività | 3,8 | - 0,1 | 1,3 | 3,1 | 3,2 | 7,2 | 8,0 | 58,6 |
| Posizione netta ³ | 13,0 | 16,1 | 5,9 | 2,2 | 3,6 | - 0,5 | - 3,4 | 71,2 |
| <i>Per memoria:</i> | | | | | | | | |
| Riserve in valuta estera ⁴ | - 1,6 | 1,8 | 2,4 | - 1,0 | - 1,2 | 5,1 | 3,6 | 21,7 |
| Saldo delle partite correnti | -25,5 | -24,5 | -13,5 | -15,5 | - 9,0 | - 9,0 | - 7,0 | |
| Europa orientale | | | | | | | | |
| Attività | 4,8 | - 4,6 | - 1,1 | - 0,1 | 5,7 | 3,4 | 1,7 | 84,0 |
| Passività | 0,1 | 2,0 | 2,7 | 4,3 | 2,8 | - 0,1 | - 0,7 | 31,9 |
| Posizione netta ³ | 4,7 | - 6,6 | - 3,8 | - 4,4 | 2,9 | 3,5 | 2,4 | 52,1 |

Nota: in questa tabella la classificazione per gruppi di paesi è stata imposta dalla struttura delle serie statistiche sull'euromercato e differisce quindi da quella impiegata nei Capitoli II, III e VII. Ciò vale in particolare per il gruppo "Altri paesi industriali" in cui sono compresi solo i paesi esterni all'area dichiarante.

¹ Per la definizione dell'area dichiarante si veda la nota 2 della tabella di pagina 116. ² Compresi anche Brunei, Oman, e Trinidad e Tobago, ma escluso il Bahrain dal 1984. ³ Il segno (-) equivale a depositi netti. ⁴ A tassi di cambio correnti.

Contrazione dei crediti delle banche ai PVS non OPEC

I crediti in essere delle banche dichiaranti verso i PVS non OPEC, escludendo le posizioni nei confronti di Taiwan, si sono ridotti di ben \$ 9,5 miliardi lo scorso anno, nonostante un ammontare di \$ 5,6 miliardi di nuovi crediti nel quadro di schemi di finanziamento sotto l'egida ufficiale. Benché queste cifre forniscano un quadro alquanto scoraggiante dei flussi di finanziamento ai paesi fortemente indebitati, è anche vero che esse sovrastimano in misura considerevole l'inversione nei flussi di credito bancario, poiché sulle statistiche del credito bancario hanno influito gli schemi di conversione del debito, le cessioni dirette di

attività, la non registrazione di interessi arretrati e, in alcuni casi, vere e proprie cancellazioni del debito. In aggiunta, le situazioni dei singoli paesi presentano notevoli differenze.

| Posizioni delle banche dichiaranti verso singoli gruppi di PVS non OPEC | | | | | | | | | |
|---|---|------|------|------|-------|------|------|------|-------------------------|
| | Variazioni depurate degli effetti di cambio | | | | | | | | Consistenze a fine 1987 |
| | 1980 | 1981 | 1982 | 1983 | 1984* | 1985 | 1986 | 1987 | |
| | in miliardi di dollari USA | | | | | | | | |
| Attività | | | | | | | | | |
| America Latina | 27,4 | 30,5 | 12,1 | 8,3 | 5,3 | 1,7 | 1,6 | -7,1 | 225,7 |
| Medio Oriente | 2,1 | 2,3 | 1,7 | 0,3 | -0,4 | 0,2 | -0,8 | -1,0 | 17,0 |
| Africa | 2,0 | 2,0 | 1,7 | 0,6 | 0,1 | 0,9 | -0,3 | -0,6 | 25,0 |
| Asia | 7,4 | 5,1 | 4,3 | 3,4 | 4,8 | 8,3 | 2,5 | 7,5 | 117,2 |
| Totale | 38,9 | 39,9 | 19,8 | 12,6 | 9,8 | 11,1 | 3,0 | -1,2 | 384,9 |
| Passività | | | | | | | | | |
| America Latina | -0,9 | 4,7 | -1,9 | 5,8 | 10,1 | 0,4 | 0,8 | 7,4 | 80,0 |
| Medio Oriente | 2,7 | 1,5 | 1,8 | -0,9 | -1,6 | 1,5 | -1,0 | 1,5 | 25,0 |
| Africa | 0,7 | 0,5 | -0,8 | 0,2 | 1,0 | 1,4 | -0,1 | 1,4 | 15,8 |
| Asia | 1,5 | 2,8 | 5,5 | 5,3 | 9,8 | 2,4 | 13,1 | 14,1 | 109,0 |
| Totale | 4,0 | 9,5 | 4,6 | 10,4 | 19,3 | 5,7 | 12,8 | 24,4 | 229,8 |

* Dal 1984 il campo di rilevazione dei dati è stato ampliato e comprende le posizioni delle banche situate in Finlandia, Norvegia, Spagna, Bahrain e Antille Olandesi, nonché di tutte le banche operanti nelle Bahamas, Isole Cayman, Hong Kong e Singapore.

Per aree geografiche, la più forte contrazione delle attività delle banche dichiaranti è stata registrata nei confronti dell'America Latina (-\$7,1 miliardi), mentre i depositi affluiti dai paesi di quest'area sono aumentati di un importo analogo. Le posizioni creditorie verso il Brasile, che agli inizi del 1987 aveva sospeso la corresponsione degli interessi su debiti del settore privato a medio e lungo termine, si sono ridotte di \$2,7 miliardi, in gran parte per effetto del mancato rinnovo di crediti mercantili, delle conversioni di debito e dei riscatti di prestiti da parte di mutuatari privati. Nello stesso tempo le banche, nella maggior parte dei casi, non hanno iscritto all'attivo gli interessi arretrati sul debito brasiliano. I depositi di questo paese presso le banche dichiaranti hanno registrato una flessione di \$1 miliardo. La situazione è stata alquanto diversa in Messico dove, grazie ad un attivo di parte corrente, a prelievi per \$4,4 miliardi sugli schemi di finanziamento concordati sotto l'egida ufficiale e ad afflussi spontanei di capitali indotti da condizioni creditizie restrittive, le riserve ufficiali si sono fortemente accresciute lo scorso anno, consentendo tra l'altro di incrementare di \$5 miliardi i depositi di questo paese presso le banche dichiaranti. Nonostante un cospicuo volume di nuovi crediti concessi nel quadro di schemi di finanziamento concordati a livello ufficiale, le posizioni creditorie delle banche

Gli andamenti nell'America Latina

dichiaranti verso il Messico sono diminuite in seguito ai rimborsi da parte di mutuatari privati e alle conversioni di debito.

Le attività delle banche dichiaranti verso l'Argentina, che ha attinto \$ 1,2 miliardi a fronte delle linee concordate sotto l'egida ufficiale, si sono accresciute di \$ 0,5 miliardi. Sono invece diminuite di \$ 1,6 miliardi le attività verso il Cile, che ha fatto ampio ricorso a conversioni del debito, per un valore nominale di quasi \$ 2 miliardi, ed ha in pari tempo incrementato di ben \$ 1,2 miliardi i propri depositi presso le banche dichiaranti.

Escludendo le posizioni verso Taiwan, i crediti delle banche dichiaranti ai paesi asiatici, che hanno quasi tutti mantenuto la loro buona affidabilità creditizia, sono leggermente diminuiti. Le passività verso questi paesi sono contemporaneamente aumentate di \$ 7,5 miliardi. Il maggior mutuatario di quest'area è stata la Cina (\$ 4,8 miliardi) che ha anche effettuato nuovi depositi presso le banche dichiaranti per \$ 5,3 miliardi.

Per quanto riguarda gli altri PVS non OPEC, sono complessivamente diminuite di \$ 1,6 miliardi le posizioni creditorie delle banche dichiaranti verso i paesi del Medio Oriente e dell'Africa, dai quali sono anche affluiti quasi \$ 3 miliardi di nuovi depositi.

Lenta crescita
delle operazioni
delle banche
dichiaranti con i
paesi dell'Europa
orientale

Lo scorso anno anche i flussi creditizi tra le banche dichiaranti e i paesi dell'Europa orientale sono stati relativamente modesti. Sebbene in termini di dollari correnti le posizioni creditorie verso questi paesi si siano accresciute di quasi \$ 12 miliardi, questo incremento è dovuto per lo più a effetti di cambio, in quanto gran parte del debito di questi paesi verso le banche è denominato in valute diverse dal dollaro. Escludendo tali effetti, l'incremento è stato di soli \$ 1,7 miliardi e va ascritto soprattutto alla Repubblica Democratica Tedesca, a Ungheria, Bulgaria e Cecoslovacchia. Per contro sono diminuiti i crediti a Romania e Polonia, mentre la posizione creditoria verso l'Unione Sovietica è mutata solo di poco. Quest'ultimo paese ha tuttavia ottenuto valute convertibili, riducendo di \$ 2 miliardi i propri depositi presso le banche dichiaranti.

Anche l'aumento delle posizioni creditorie delle banche verso i paesi industriali all'esterno dell'area dichiarante, benché rilevante in termini di dollari correnti (\$ 14,1 miliardi), è stato modesto se depurato degli effetti di cambio (\$ 4,6 miliardi). I maggiori beneficiari di nuovi crediti sono stati la Nuova Zelanda (\$ 3,2 miliardi) e la Turchia (\$ 1,6 miliardi), mentre l'Australia ha effettuato il maggior volume di depositi (\$ 2,8 miliardi).

Gli andamenti nei singoli centri di mercato

Fortissima espansione dell'attività bancaria internazionale in Giappone

Per quanto riguarda i singoli centri di mercato, tassi di crescita elevatissimi sono stati nuovamente registrati dalle banche in Giappone. Il valore in dollari correnti delle loro attività sull'estero è aumentato di \$ 232 miliardi, portandosi ad un totale di \$ 577 miliardi, anche se quasi il 30% di questo incremento è dovuto a effetti di cambio. Questa vigorosa espansione ha fatto sì che nel corso del 1987 il Giappone sia passato al secondo posto, dopo il Regno Unito e davanti agli Stati Uniti, in termini di dimensioni dell'attività bancaria internazionale.

Poiché ancor maggiore è stato l'incremento delle passività esterne, lo scorso anno le banche in Giappone, nonostante l'ampia eccedenza di parte

Andamenti nei singoli centri di mercato

| Posizioni esterne delle banche situate in: | Variazioni depurate degli effetti di cambio | | | | | | | | Consistenze a fine 1987 | |
|--|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------------------|----------------|
| | attività | | | | passività | | | | attività | passività |
| | 1984 | 1985 | 1986 | 1987 | 1984 | 1985 | 1986 | 1987 | | |
| | in miliardi di dollari USA | | | | | | | | | |
| Regno Unito | 23,1 | 30,7 | 87,5 | 89,1 | 35,6 | 45,7 | 97,1 | 95,5 | 875,6 | 927,6 |
| Francia | 8,2 | 7,5 | 14,9 | 37,9 | 6,6 | 4,8 | 13,8 | 36,3 | 266,4 | 271,4 |
| Germania | 7,4 | 19,4 | 38,8 | 17,0 | 5,5 | 6,4 | 11,0 | 12,9 | 206,0 | 131,8 |
| Lussemburgo | 7,3 | 9,6 | 15,2 | 19,0 | 5,8 | 9,5 | 16,6 | 17,9 | 182,3 | 168,9 |
| Belgio | 10,8 | 16,1 | 22,4 | 22,2 | 12,4 | 16,9 | 23,5 | 24,8 | 164,8 | 189,3 |
| Svizzera | 2,2 | 9,1 | 10,3 | 16,4 | 1,0 | 8,1 | 9,6 | 11,8 | 130,2 | 82,0 |
| Paesi Bassi | 3,9 | 5,2 | 5,9 | 12,7 | 1,7 | 4,2 | 9,7 | 11,5 | 115,3 | 107,6 |
| Italia | 2,9 | 8,7 | 3,8 | -1,6 | 6,6 | 5,7 | 8,5 | 3,6 | 63,4 | 93,5 |
| Austria | 1,9 | 5,2 | 6,1 | 1,6 | 3,8 | 5,6 | 6,8 | 3,5 | 54,9 | 60,0 |
| Spagna | 1,3 | 1,7 | 2,8 | -0,1 | 0,6 | -1,3 | 4,4 | 5,1 | 25,5 | 31,5 |
| Svezia | 0,0 | 1,6 | 1,2 | 4,9 | -0,3 | 3,0 | 3,4 | 10,6 | 17,1 | 37,1 |
| Danimarca | 1,2 | 4,1 | -1,2 | 4,0 | 1,4 | 4,8 | -0,9 | 3,4 | 17,1 | 17,0 |
| Altri paesi europei dichiaranti ¹ | 2,2 | 1,3 | 3,5 | 2,8 | 3,6 | 4,8 | 7,4 | 10,5 | 21,4 | 53,3 |
| Totale paesi europei dichiaranti | 72,4 | 120,2 | 211,2 | 225,9 | 84,3 | 118,2 | 210,9 | 247,4 | 2.140,0 | 2.171,0 |
| Stati Uniti IBF | 17,1 | 11,8 | 35,7 | 30,5 | 19,4 | 16,2 | 52,9 | 49,6 | 277,3 | 306,0 |
| Altre banche | -2,5 | -8,8 | 14,6 | -1,1 | 12,6 | 22,1 | 21,0 | 29,6 | 231,6 | 226,4 |
| Totale banche negli Stati Uniti | 14,6 | 3,0 | 50,3 | 29,4 | 32,0 | 38,3 | 73,9 | 79,2 | 508,9 | 532,4 |
| Giappone di cui: <i>Offshore Market</i> | 21,9 | 53,4 | 126,6 | 166,6 | 23,8 | 41,4 | 147,6 | 191,0 | 576,9 | 592,0 |
| | | | 88,7 | 89,9 | | | 88,0 | 90,2 | 191,9 | 191,2 |
| Canada | 1,8 | 2,0 | 6,7 | -1,3 | 1,2 | 2,4 | 3,8 | 1,7 | 52,9 | 73,3 |
| Altri paesi dichiaranti ² | 13,4 | 54,9 | 122,5 | 147,2 | 8,7 | 42,3 | 106,4 | 143,7 | 878,5 | 832,7 |
| Totale | 124,1 | 233,5 | 517,3 | 567,8 | 150,0 | 242,6 | 542,6 | 663,0 | 4.157,2 | 4.201,4 |

¹ Comprende Finlandia, Irlanda e Norvegia. ² Banche che effettuano operazioni di credito internazionale situate nelle Bahamas, Isole Cayman, Hong Kong e Singapore, tutti gli stabilimenti bancari *offshore* nel Bahrain, tutte le banche *offshore* operanti nelle Antille Olandesi e tutte le filiali di banche USA a Panama.

corrente di questo paese, sono state prenditrici nette di fondi dall'estero: l'espansione della loro posizione debitoria netta sull'estero in valuta, da \$ 47 a 80 miliardi, è stata infatti compensata solo in parte dall'aumento delle attività esterne nette in yen. La raccolta netta all'estero in valuta si è limitata al secondo e quarto trimestre, in concomitanza di forti pressioni al ribasso sul dollaro che hanno indotto i soggetti giapponesi a coprirsi dai rischi di cambio connessi ai loro investimenti esteri.

Rilevante nuovo indebitamento netto all'estero delle banche negli Stati Uniti

Il *Japan Offshore Market*, aperto nel dicembre 1986, ha continuato ad espandersi vigorosamente per tutto il 1987, e a fine anno contribuiva per circa un terzo alle attività e passività esterne delle banche operanti in Giappone.

Come si è osservato in precedenza, lo scorso anno le banche negli Stati Uniti sono state forti prenditrici nette di fondi dall'estero. Per la prima volta dal 1975 esse sono passate da una posizione creditoria netta sull'estero (pari a \$ 27,5 miliardi a fine 1986) ad una debitoria netta (per \$ 23,5 miliardi). Questo afflusso di \$ 51 miliardi ha dato un contributo significativo al finanziamento dell'enorme disavanzo delle partite correnti di questo paese, sebbene esso sia in parte ricollegabile a considerevoli collocamenti di riserve ufficiali estere sull'euromercato.

Le attività esterne delle banche dichiaranti situate in Europa si sono ampliate del 12% in termini di dollari costanti, che corrisponde a meno di un terzo del tasso registrato dalle banche in Giappone. Questa espansione si è ripartita in modo alquanto uniforme ed ha riguardato tutti i maggiori centri di mercato europei; solo le banche in Italia e Spagna non hanno segnato alcuna crescita delle loro attività sull'estero.

La struttura per monete dell'attività bancaria internazionale e l'evoluzione del mercato dell'ECU

Forte espansione delle operazioni in monete diverse dal dollaro

Alla luce degli sviluppi sui mercati dei cambi, non desta alcuna sorpresa il fatto che nel 1987 sia diminuita l'importanza relativa del dollaro USA come moneta di denominazione nelle transazioni bancarie internazionali. Anche in termini di volume, la crescita delle attività sull'estero (delle sole banche situate nei paesi industriali dichiaranti) in monete diverse dal dollaro ha segnato un'accelerazione

Composizione per monete delle posizioni sull'estero delle banche dichiaranti¹

| Monete | | Variazioni depurate degli effetti di cambio | | | | | | | | Consistenze a fine 1987 | |
|----------------------------|---|---|------|-------|-------|-----------|------|-------|-------|----------------------------|-----------|
| | | attività | | | | passività | | | | attività | passività |
| | | | | | | | | | | | |
| | | 1984 | 1985 | 1986 | 1987 | 1984 | 1985 | 1986 | 1987 | | |
| in miliardi di dollari USA | | | | | | | | | | | |
| Dollaro USA | A | 22,0 | 52,9 | 188,8 | 186,4 | 40,1 | 41,3 | 210,1 | 196,1 | 1.238,2 | 1.377,9 |
| | B | 8,8 | 1,4 | 43,2 | 13,5 | 27,9 | 33,5 | 63,1 | 63,4 | 458,2 | 477,4 |
| Altre monete | A | 47,5 | 77,9 | 72,8 | 107,2 | 43,1 | 90,7 | 110,1 | 136,5 | 893,1 | 996,2 |
| | B | 32,4 | 46,4 | 90,0 | 113,5 | 30,2 | 34,8 | 52,9 | 123,3 | 689,2 | 517,2 |
| di cui ² : | | | | | | | | | | | |
| Marco tedesco | A | 10,6 | 13,5 | 1,1 | 33,8 | 16,4 | 16,0 | 28,7 | 43,1 | 297,7 | 338,8 |
| | B | 4,2 | 15,5 | 26,4 | 4,0 | 2,9 | 3,0 | 2,3 | 4,4 | 147,9 | 80,7 |
| Franco svizzero | A | 2,9 | 15,3 | 7,8 | -1,8 | 2,7 | 18,9 | 17,5 | 10,0 | 139,2 | 181,5 |
| | B | 1,6 | 2,8 | 3,3 | 3,5 | 1,0 | 2,4 | 1,4 | 4,7 | 66,4 | 25,3 |
| Yen | A | 6,4 | 21,0 | 20,9 | 30,9 | 1,8 | 19,4 | 21,2 | 23,9 | 147,8 | 137,2 |
| | B | 11,9 | 22,1 | 43,9 | 92,6 | 11,3 | 17,9 | 29,4 | 89,9 | 288,6 | 223,8 |
| Sterlina | A | 5,0 | 4,8 | 8,7 | 5,8 | 4,7 | 7,1 | 10,3 | 14,5 | 48,3 | 67,0 |
| | B | 6,7 | 2,3 | 8,8 | 8,3 | 8,3 | 5,6 | 9,4 | 14,9 | 72,2 | 94,0 |
| ECU | | 12,8 | 13,7 | 7,4 | 9,9 | 10,5 | 12,4 | 4,2 | 8,7 | 78,5 | 69,4 |

Nota: A = posizioni in eurovalute; B = posizioni sull'estero in moneta nazionale.

¹ Limitatamente alle banche nei paesi industriali dell'area dichiarante ² Escluse le posizioni delle banche negli Stati Uniti.

da \$ 163 miliardi nel 1986 a \$ 221 miliardi, mentre quella delle attività in dollari è rallentata da \$ 232 a 200 miliardi. Questo spostamento nei ruoli risulta ancor più pronunciato in termini di dollari correnti. Su tale base, le attività esterne in monete diverse dal dollaro sono aumentate di \$ 517 miliardi, ossia di due volte e mezzo l'incremento segnato dalle attività in dollari, cosicché la loro quota sul totale dei crediti esterni in essere dei paesi industriali dichiaranti è passata da poco meno del 42 al 48%.

I principali fattori alla base del forte aumento in volume delle attività in monete diverse dal dollaro sono stati la vigorosa accelerazione nella crescita dei crediti sull'estero in yen delle banche giapponesi, saliti a \$ 93 miliardi, e l'incremento di \$ 34 miliardi delle attività in euromarchi, che nel 1986 erano rimaste praticamente invariate. Anche i crediti in euroyen hanno segnato un'ulteriore accelerazione della crescita, passando da \$ 21 miliardi nel 1986 a \$ 31 miliardi. Per contro, si è avuto un rallentamento dei nuovi crediti in eurosterline, mentre le attività in eurofranchi svizzeri sono leggermente diminuite in termini assoluti.

Grazie ad un certo miglioramento delle prospettive in termini di stabilità dei rapporti di cambio tra le monete costituenti il paniere, la crescita delle attività in ECU delle banche (comprese le operazioni sull'interno con residenti) ha anch'essa segnato un'accelerazione da \$ 7,4 miliardi nel 1986 a \$ 12,7 miliardi, pur restando decisamente inferiore ai tassi di espansione registrati in anni precedenti. Un netto incremento da \$ 1,9 miliardi nel 1986 a \$ 5,2 miliardi hanno segnato i crediti diretti a soggetti non bancari. Esso è dovuto essenzialmente ai

Accelerazione
nella crescita
delle operazioni
in ECU delle
banche

| Struttura del mercato bancario dell'ECU | | | | | | | | |
|---|---|------|------|-------------------------|---|------|------|-------------------------|
| Voci | Attività | | | | Passività | | | |
| | variazioni depurate degli effetti di cambio | | | consistenze a fine 1987 | variazioni depurate degli effetti di cambio | | | consistenze a fine 1987 |
| | 1985 | 1986 | 1987 | | 1985 | 1986 | 1987 | |
| | in miliardi di dollari USA | | | | | | | |
| Posizioni verso soggetti non bancari: | | | | | | | | |
| sull'interno | -0,7 | 0,0 | 3,0 | 11,1 | 1,7 | -0,5 | 0,1 | 4,2 |
| sull'estero nell'ambito della CEE | 1,2 | 0,7 | 1,2 | 8,6 | 0,9 | -0,4 | 0,2 | 2,6 |
| sull'estero al di fuori della CEE | 0,9 | 0,9 | 0,2 | 2,9 | 0,4 | 0,0 | 0,2 | 0,9 |
| non classificate* | 0,6 | 0,3 | 0,8 | 3,6 | 0,3 | 0,0 | 0,2 | 1,1 |
| Totale posizioni verso soggetti non bancari | 2,0 | 1,9 | 5,2 | 26,2 | 3,3 | -0,9 | 0,7 | 8,8 |
| Posizioni verso le banche: | | | | | | | | |
| sull'interno | 3,6 | 0,0 | -0,2 | 16,5 | 3,7 | -0,2 | 0,2 | 16,1 |
| sull'estero nell'ambito della CEE | 7,6 | 0,6 | 2,2 | 40,0 | 7,6 | 1,7 | 1,9 | 41,7 |
| sull'estero al di fuori della CEE | 2,0 | 3,3 | 3,8 | 13,1 | 2,6 | 2,6 | 4,8 | 14,8 |
| non classificate* | 1,4 | 1,6 | 1,7 | 10,3 | 0,6 | 0,3 | 1,4 | 8,3 |
| Totale posizioni interbancarie | 14,6 | 5,5 | 7,5 | 79,9 | 14,5 | 4,4 | 8,3 | 80,9 |
| Totale | 16,6 | 7,4 | 12,7 | 106,1 | 17,8 | 3,5 | 9,0 | 89,7 |

* Comprende le istituzioni internazionali eccetto la BRI.

* Comprende le istituzioni internazionali eccetto la BRI.

crediti in ECU erogati a residenti dalle banche in Francia, dove l'impiego dell'ECU fruisce di un considerevole incoraggiamento da parte delle autorità.

Una significativa inversione di flusso si è avuta dal lato delle fonti del mercato, dove i depositi in ECU di soggetti non bancari, ridottisi di \$ 0,9 miliardi nel 1986, hanno fatto segnare un aumento di \$ 0,7 miliardi nel 1987. Peraltro, l'abolizione in Germania del divieto parziale all'impiego, da parte dei residenti, della denominazione in ECU (si veda il Capitolo VII, pagina 193) non ha comportato un apprezzabile aumento dei depositi in ECU dei residenti tedeschi. Si è invece notevolmente accresciuto il volume di fondi in ECU (\$ 4,8 miliardi), provenienti da banche situate al di fuori della CEE.

La struttura per nazionalità del mercato bancario internazionale

Ruolo preminente delle banche giapponesi nell'espansione dell'attività bancaria internazionale

Considerando l'attività bancaria internazionale dal punto di vista della nazionalità delle banche dichiaranti, l'aspetto di maggior rilievo, come ormai da diversi anni, è il ruolo preminente svolto dalle banche giapponesi nella crescita complessiva delle operazioni con l'estero e degli impieghi in valuta sull'interno delle banche dichiaranti. Nel 1987 le attività internazionali delle banche giapponesi, comprese le affiliate operanti negli altri paesi industriali dichiaranti, si sono ampliate di \$ 432 miliardi, ossia del 39%, concorrendo quindi a quasi la metà dell'incremento totale di \$ 927 miliardi registrato lo scorso anno dalle attività internazionali delle

Attività internazionali delle banche in base alla nazionalità dell'istituzione controllante*

| Paese sede della banca controllante | Dicembre 1985 | | Dicembre 1986 | | Dicembre 1987 | |
|---|----------------------------|---|----------------------------|---|----------------------------|---|
| | in miliardi di dollari USA | quota percentuale sul totale delle attività | in miliardi di dollari USA | quota percentuale sul totale delle attività | in miliardi di dollari USA | quota percentuale sul totale delle attività |
| Francia | 244,0 | 9,0 | 289,6 | 8,4 | 375,5 | 8,6 |
| Germania | 191,2 | 7,0 | 270,1 | 7,8 | 347,9 | 7,9 |
| Giappone | 707,2 | 26,1 | 1.120,1 | 32,4 | 1.552,1 | 35,4 |
| Italia | 113,3 | 4,2 | 145,1 | 4,2 | 185,0 | 4,2 |
| Regno Unito | 192,9 | 7,1 | 211,5 | 6,1 | 253,9 | 5,8 |
| Stati Uniti | 590,2 | 21,7 | 599,2 | 17,3 | 647,6 | 14,8 |
| Svizzera | 109,2 | 4,0 | 152,0 | 4,4 | 196,1 | 4,5 |
| Altri | 566,8 | 20,9 | 666,4 | 19,4 | 823,2 | 18,8 |
| Totale | 2.714,8 | 100,0 | 3.454,0 | 100,0 | 4.381,3 | 100,0 |
| <i>di cui: verso soggetti non bancari</i> | <i>785,0</i> | <i>28,9</i> | <i>954,4</i> | <i>27,6</i> | <i>1.200,1</i> | <i>27,4</i> |

* La tabella riporta le attività internazionali, ossia le attività esterne in tutte le monete più le attività in valuta estera verso residenti locali, degli stabilimenti bancari situati nei seguenti diciassette paesi: Austria, Belgio, Lussemburgo, Canada, Danimarca, Finlandia, Francia, Germania, Giappone, Irlanda, Italia, Paesi Bassi, Regno Unito, Spagna, Stati Uniti (soltanto le attività esterne in moneta nazionale), Svezia e Svizzera. Le attività internazionali delle banche USA comprendono altresì le posizioni sull'estero notificate dalle filiali di banche statunitensi situate nelle Bahamas, nelle Isole Cayman, a Panama, Hong Kong e Singapore.

banche nei paesi industriali dichiaranti. A titolo di raffronto, le attività internazionali delle banche francesi, svizzere, tedesche ed italiane sono cresciute a tassi varianti dal 30 al 27,5%, mentre quelle delle banche statunitensi e canadesi hanno segnato incrementi solo dell'8 e del 2,5% rispettivamente. Di conseguenza si è ulteriormente ampliata, dal 32,4% a fine 1986 al 35,4%, la quota delle banche giapponesi sul totale delle attività internazionali, mentre quella delle banche USA si è ridotta dal 17,3 al 14,8%.

La diffomità negli andamenti fra le banche nordamericane e quelle di altre nazionalità diventa particolarmente pronunciata se si escludono le attività tra stabilimenti collegati. Su questa base, lo scorso anno le posizioni internazionali delle banche USA non hanno mostrato pressoché alcun aumento; a \$ 357 miliardi, il loro livello è stato pari solo a un terzo di quello registrato dalle banche giapponesi e, quel che più sorprende, risulta solo di poco superiore a quello delle banche francesi (\$ 325 miliardi) e tedesche (\$ 293 miliardi). E' questa una situazione ben diversa da quella di soli cinque anni fa, allorché le attività internazionali delle banche USA erano ancora nettamente superiori a quelle delle banche giapponesi e di un ordine di grandezza ben diverso rispetto alle posizioni delle banche europee. Parte di questa spettacolare contrazione nella quota di mercato internazionale delle banche USA è dovuta ad effetti di cambio. Le posizioni internazionali delle banche giapponesi ed europee presentano, rispetto a quelle delle banche USA, una porzione molto maggiore di attività denominate in monete diverse dal dollaro, sul cui valore in dollari ha agito in senso espansivo l'andamento dei cambi. Tuttavia, la principale causa all'origine del calo della quota di mercato delle banche USA va ricercata negli sforzi compiuti da queste ultime – in considerazione della loro pesante esposizione verso i paesi latino-americani e di alcune difficoltà connesse all'attività creditizia sull'interno – di rafforzare la propria struttura di bilancio attraverso un ridimensionamento delle loro operazioni internazionali.

Le ragioni del calo nella quota di mercato delle banche USA

Va aggiunto che queste cifre tendono a sovrastimare la quota di mercato delle banche USA ed a sottostimare invece quella delle banche giapponesi, in quanto le cifre relative alle banche USA, contrariamente a quelle delle banche di altre nazionalità, includono le posizioni delle affiliate nei maggiori centri *offshore* dei Caraibi e dell'Estremo Oriente. Per contro, non sono comprese nelle statistiche le operazioni, peraltro rilevanti, delle affiliate giapponesi situate a Singapore e a Hong Kong.

Il mercato dei prestiti consorziali

Nel 1987, dopo diversi anni di ristagno, l'attività sul mercato internazionale dei prestiti consorziali ha registrato una forte ripresa. Il volume dei nuovi prestiti internazionali annunciati è ammontato a \$ 88 miliardi, cifra più che doppia rispetto a quella dell'anno precedente. Il maggiore ruolo assunto da tale tipo di intermediazione bancaria non rappresenta tuttavia un ritorno alla situazione che aveva caratterizzato i primi anni ottanta, allorché i mutuatari dei PVS e dell'Europa orientale avevano avuto una parte predominante sul mercato dei prestiti consorziali. Nel 1987 quasi il 90% delle nuove linee di credito è andato a prenditori dei paesi industriali, e la maggior parte di questi prestiti è stata ottenuta da

Forte ripresa dell'attività

Aspetti strutturali e nazionalità dei mutuatari

società non finanziarie. Per contro, gli operatori pubblici di alcuni di questi paesi, sfruttando l'elevata affidabilità di credito, hanno fatto prevalentemente ricorso ai mercati obbligazionari internazionali.

Anche la struttura delle nuove linee creditizie si è notevolmente differenziata da quella del passato. Vi è stata un'ulteriore espansione (a \$ 40 miliardi) delle facilitazioni ad opzione multipla, che consentono ai mutuatari di attingere fondi in diverse valute e in varie forme, come *commercial paper*, accettazioni bancarie e crediti per cassa a breve termine. Il maggior volume di nuovi prestiti consorziali è stato accordato ad imprese non finanziarie britanniche che hanno ricevuto \$ 30,7 miliardi, di cui ben \$ 8 miliardi per la costruzione del tunnel sotto la Manica. Altri cospicui finanziamenti sono stati ottenuti dai mutuatari degli Stati Uniti (\$ 15,8 miliardi) e della Francia (\$ 6,3 miliardi).

I mercati mobiliari internazionali

Il comparto delle euronotes

Minor volume di nuove facilitazioni, ma aumento degli utilizzi effettivi

Nel 1987 la struttura del mercato delle *euronotes* (definite come pagherò-cambiari con e senza garanzia bancaria di sottoscrizione emessi sul mercato internazionale) ha presentato molte delle caratteristiche già evidenti negli ultimi mesi del 1986. Il volume delle nuove facilitazioni a medio termine concordate per l'emissione di *euronotes* a breve e medio termine ha totalizzato \$ 70,2 miliardi ed è stato quindi leggermente inferiore a quello del 1986. Tuttavia, l'ammontare in essere sul mercato degli strumenti emessi nel quadro di queste facilitazioni si è accresciuto, secondo stime, di \$ 23,3 miliardi nel 1987, raggiungendo un totale di \$ 52,7 miliardi a fine anno. Quasi il 95% di queste nuove facilitazioni ha rappresentato programmi per l'emissione di *eurocommercial paper* (ECP), in cui le società di intermediazione finanziaria organizzano la distribuzione dei titoli senza che vi sia un impegno di sottoscrizione da parte di banche commerciali. In effetti, diversi mutuatari hanno annullato le precedenti facilitazioni assistite da garanzia di assunzione a fermo, sostituendole con programmi ECP. Inoltre, a questi ultimi va attribuito quasi tutto l'incremento nei collocamenti effettivi, e a fine 1987 essi rappresentavano il 63% del totale in essere di *euronotes*. Un altro sviluppo di rilievo è l'ulteriore aumento nel volume delle nuove facilitazioni per le emissioni di *notes* a medio termine (ossia con scadenze da oltre nove mesi a dieci anni) che nel 1987 è ammontato a \$ 11 miliardi.

Spostamento a favore delle emissioni non assistite da garanzia bancaria di sottoscrizione

Convergenza fra il mercato delle *euronotes* e quello della *commercial paper* negli Stati Uniti

La preponderanza dei programmi ECP è il principale fattore alla base della crescente affinità tra il mercato delle *euronotes* ed il mercato interno USA della *commercial paper*. Sviluppi quali l'accresciuta importanza delle imprese di valutazione dell'affidabilità creditizia e la pubblicazione, dall'agosto 1987, di tassi di interesse rappresentativi sull'ECP da parte della Banca d'Inghilterra, dovrebbero contribuire a porre su una base stabile il mercato delle *euronotes* a breve termine. La valutazione qualitativa delle emissioni implica che i mutuatari abbiano accesso al credito bancario, anche se tale accesso non è contrattualmente legato all'emissione degli strumenti. La pubblicazione di tassi di interesse rappresentativi sull'ECP di varia scadenza permette di fissare i termini di prezzo indipendentemente dai tradizionali tassi bancari di riferimento, quali il LIBOR, anche se

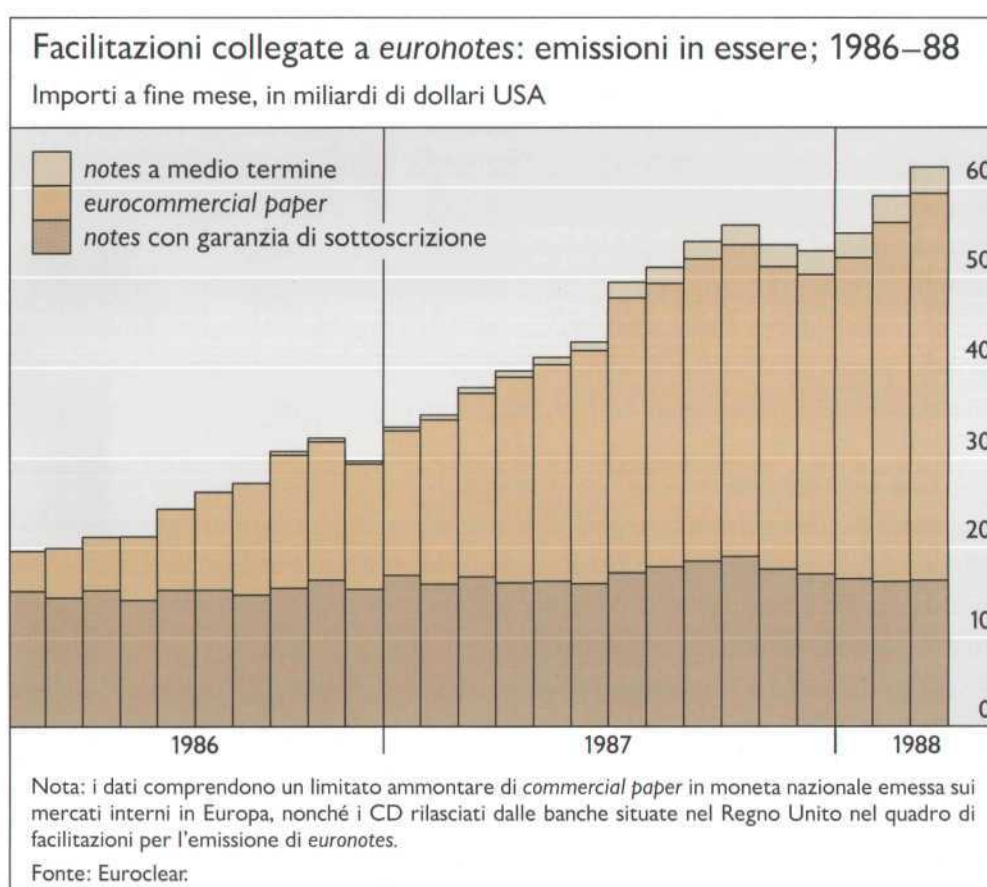
Attività sul mercato finanziario internazionale, suddivisa per settori di mercato e per mutuatari

| Settori di mercato \ Mutuatari | Stati Uniti | Giappone | Altri paesi industriali dichiaranti | Altri paesi industriali | Europa orientale | PVS (compresi paesi OPEC) | Altri ¹ | Totale |
|---|----------------------------|----------|-------------------------------------|-------------------------|------------------|---------------------------|--------------------|-------------------|
| | in miliardi di dollari USA | | | | | | | |
| Emissioni obbligazionarie internazionali | | | | | | | | |
| 1982 | 15,3 | 5,9 | 34,4 | 4,0 | 0,0 | 3,1 | 11,6 | 74,3 |
| 1983 | 7,9 | 11,3 | 34,3 | 3,6 | 0,0 | 1,8 | 14,9 | 73,8 |
| 1984 | 24,8 | 15,8 | 45,4 | 6,1 | 0,1 | 2,8 | 13,4 | 108,4 |
| 1985 | 40,6 | 20,0 | 67,8 | 9,4 | 0,4 | 6,1 | 20,2 | 164,5 |
| 1986 | 41,6 | 31,8 | 109,5 | 15,4 | 0,6 | 2,9 | 19,7 | 221,5 |
| 1987 | 22,6 | 42,3 | 76,7 | 11,9 | 0,6 | 2,0 | 19,5 | 175,6 |
| 1988 I trimestre | 3,0 | 9,4 | 35,7 | 3,4 | 0,4 | 0,9 | 6,7 | 59,5 |
| "Euronotes facilities"² | | | | | | | | |
| 1982 | 0,4 | 0,0 | 0,9 | 0,4 | 0,0 | 0,5 | 0,2 | 2,4 |
| 1983 | 0,4 | 0,6 | 1,0 | 1,0 | 0,1 | 0,2 | 0,0 | 3,3 |
| 1984 | 3,0 | 0,2 | 9,4 | 4,8 | 0,1 | 0,6 | 0,7 | 18,8 |
| 1985 | 16,5 | 0,5 | 21,1 | 9,7 | 0,1 | 1,2 | 1,2 | 50,3 |
| 1986 | 19,0 | 10,4 | 27,6 | 11,0 | 0,1 | 1,3 | 1,7 | 71,1 |
| 1987 | 15,0 | 10,0 | 31,6 | 11,8 | 0,0 | 1,3 | 0,5 | 70,2 |
| 1988 I trimestre | 4,1 | 0,0 | 15,1 | 2,1 | 0,1 | 0,4 | 0,4 | 22,2 |
| Totale mercati mobiliari | | | | | | | | |
| 1982 | 15,7 | 5,9 | 35,3 | 4,4 | 0,0 | 3,6 | 11,8 | 76,7 |
| 1983 | 8,3 | 11,9 | 35,3 | 4,6 | 0,1 | 2,0 | 14,9 | 77,1 |
| 1984 | 27,8 | 16,0 | 54,8 | 10,9 | 0,2 | 3,4 | 14,1 | 127,2 |
| 1985 | 57,1 | 20,5 | 88,9 | 19,1 | 0,5 | 7,3 | 21,4 | 214,8 |
| 1986 | 60,6 | 42,2 | 137,1 | 26,4 | 0,7 | 4,2 | 21,4 | 292,6 |
| 1987 | 37,6 | 52,3 | 108,3 | 23,7 | 0,6 | 3,3 | 20,0 | 245,8 |
| 1988 I trimestre | 7,1 | 9,4 | 50,8 | 5,5 | 0,5 | 1,3 | 7,1 | 81,7 |
| Prestiti bancari consorziali³ | | | | | | | | |
| 1982 | 7,0 | 0,1 | 22,9 | 12,5 | 0,8 | 53,5 | 2,6 | 99,4 ⁴ |
| 1983 | 3,4 | 0,1 | 13,6 | 5,6 | 0,8 | 26,6 | 1,7 | 51,8 ⁴ |
| 1984 | 3,6 | 0,3 | 8,3 | 4,2 | 2,5 | 17,1 | 0,6 | 36,6 ⁴ |
| 1985 | 2,1 | 0,0 | 5,1 | 2,4 | 3,6 | 7,8 | 0,1 | 21,1 ⁴ |
| 1986 | 3,8 | 0,3 | 10,6 | 3,5 | 2,0 | 16,4 | 1,2 | 37,8 ⁴ |
| 1987 | 15,8 | 0,5 | 52,0 | 7,8 | 1,9 | 8,9 | 1,0 | 87,9 ⁴ |
| 1988 I trimestre | 3,4 | 0,0 | 15,5 | 2,6 | 0,2 | 2,2 | 0,0 | 23,9 ⁴ |

¹ Centri offshore, istituzioni internazionali più partite non classificate. ² Comprende tutte le facilitazioni in appoggio all'emissione di *euronotes*, sia quelle con garanzia di collocamento (NIFs, RUFs e facilitazioni a componenti multiple con opzione per l'emissione di *notes*), sia quelle prive di tale garanzia, per lo più sotto forma di programmi per l'emissione di *eurocommercial paper* (ECP). ³ Esclusi i prestiti in essere rinegoziati, nel caso in cui siano cambiati soltanto gli *spreads*. ⁴ Compresi i seguenti importi rappresentati da crediti concessi nel quadro di schemi di finanziamento sotto l'egida ufficiale: \$11,2 miliardi nel 1982, \$13,7 miliardi nel 1983, \$6,5 miliardi nel 1984, \$2,3 miliardi nel 1985, \$8 miliardi nel 1986 e \$4,7 miliardi nel 1987. Nel primo trimestre del 1988 tali crediti sono ammontati a \$1,7 miliardi.

Fonte: Banca d'Inghilterra.

finora l'utilizzo dei nuovi parametri è stato meno diffuso del previsto. Inoltre, il mercato dell'ECP mostra di seguire il modello statunitense, adattando la scadenza dei titoli alle esigenze dei singoli mutuatari e investitori e abbandonando pertanto le scadenze trimestrali standard precedentemente adottate per la maggior parte delle emissioni. Un altro aspetto è rappresentato dalla riduzione del numero di intermediari finanziari che agiscono attivamente da operatori primari sul mercato delle *euronotes* con garanzia di sottoscrizione e dell'ECP. Questo ridimensionamento, parallelo a quello intervenuto in altri settori del mercato, ha rispecchiato il forte restringimento degli *spreads* ottenibili. Esso rappresenta altresì un avvicinamento a strutture simili a quelle del mercato USA della *commercial paper*, dove il numero degli operatori primari tende ad essere relativamente piccolo.



Nonostante questi elementi di convergenza, permangono alcune differenze tra il mercato USA e il mercato internazionale della *commercial paper*. Ad esempio, negli Stati Uniti i maggiori acquirenti di questo tipo di strumento sono gli investitori istituzionali interni e, in particolare, i fondi comuni del mercato monetario, mentre pare che le *euronotes* siano acquistate da una più ampia gamma di investitori internazionali. Inoltre fra i due mercati vi è diversità nelle procedure di collocamento e nei meccanismi di regolamento.

Sebbene la maggior parte dei nuovi programmi ECP e di altre facilitazioni a breve termine sia denominata in dollari USA, un numero crescente di schemi

prevede opzioni per l'emissione di titoli in altre valute ed in ECU. Il crescente impiego di altre monete di denominazione si è accompagnato all'espansione di mercati nazionali della *commercial paper* al di fuori degli Stati Uniti. Essi tuttavia mantengono sostanzialmente le caratteristiche di mercati interni. Nel 1987 il volume di *commercial paper* in essere sul mercato francese si è accresciuto del 70%, per un totale di FF 40,8 miliardi, detenuto quasi per intero da residenti. Nel Regno Unito l'ammontare di tali strumenti è balzato da £ 0,5 a 2,9 miliardi tra la fine del 1986 e fine marzo 1988, e di esso soltanto il 5% è stato emesso da società estere.

Diffusione dei mercati nazionali della *commercial paper*

Per quanto concerne la nazionalità dei mutuatari, i residenti USA hanno concordato il maggior volume di nuovi programmi ECP (\$ 15 miliardi). Anche i prenditori giapponesi hanno posto in essere un ampio volume di nuove facilitazioni (\$ 10 miliardi), prevalentemente per l'emissione di CD bancari. Anche se le emissioni di *commercial paper* in euroyen sono state autorizzate solo nell'ultima parte del novembre 1987, alla fine dello stesso anno erano già stati apprestati per i residenti giapponesi nuovi programmi per \$ 1,5 miliardi. Altri importanti beneficiari di nuove facilitazioni sono stati i mutuatari del Regno Unito (\$ 9,1 miliardi), Australia (\$ 8 miliardi), Norvegia e Nuova Zelanda (\$ 3,2 miliardi ciascuno).

Nazionalità dei mutuatari

In termini di titoli in essere a fine dicembre 1987, i maggiori mutuatari sono risultati i residenti australiani (\$ 11,2 miliardi). I soggetti USA, che dall'avvio del mercato delle *euronotes* hanno concordato il maggior volume di facilitazioni, hanno emesso titoli solo per \$ 7,9 miliardi. Altri importanti emittenti sono stati i residenti di Paesi Bassi (\$ 4,3 miliardi), Francia (\$ 4,1 miliardi) e Svezia (\$ 3,9 miliardi).

Nel primo trimestre 1988 le nuove facilitazioni concordate per l'emissione di *euronotes* sono ammontate a \$ 22,2 miliardi, la più forte crescita trimestrale finora registrata. Nello stesso tempo, il volume di titoli in essere, contrattosi nei due mesi successivi alla crisi dei mercati azionari, è aumentato fortemente, raggiungendo \$ 62 miliardi a fine marzo.

Il mercato obbligazionario internazionale

Dopo diversi anni di straordinaria crescita, nel 1987 l'ammontare delle nuove emissioni annunciate sul mercato obbligazionario internazionale ha subito un calo da \$ 222 miliardi nel 1986 a \$ 176 miliardi. Questo rallentamento ha preso avvio nel secondo trimestre, dopo il livello record raggiunto dalle emissioni nei primi tre mesi dell'anno, e si è fortemente accentuato nel periodo immediatamente successivo alla crisi di ottobre del mercato azionario.

Contrazione dell'attività di emissione

Tre serie di fattori hanno esercitato un forte influsso sulla composizione e sul volume dell'attività del mercato obbligazionario internazionale. Anzitutto, dopo una flessione di breve durata dei tassi di interesse nel corso del primo trimestre, il contesto macroeconomico si è fatto meno propizio. Il rialzo dei tassi di interesse sul dollaro, iniziato in marzo, ha smorzato l'interesse dei mutuatari e degli investitori per le emissioni ordinarie a tasso fisso, mentre il mercato delle FRN continuava ad essere disertato. La ripresa dei tassi di interesse ha influito anche sull'attività di sottoscrizione, avendo reso più difficile la copertura delle

L'influsso esercitato dall'instabilità dei tassi di interesse

Profilo strutturale dei mercati obbligazionari internazionali¹

| Voci | 1984 | 1985 | 1986 | anno | 1° tri- mestre | 1987 2° tri- mestre | 3° tri- mestre | 4° tri- mestre | 1988 1° tri- mestre |
|---|----------------------------|-------|-------|-------|-------------------|---------------------------|-------------------|-------------------|---------------------------|
| | in miliardi di dollari USA | | | | | | | | |
| Totale emissioni | 108,4 | 164,5 | 221,5 | 175,6 | 60,1 | 45,7 | 42,2 | 27,6 | 59,5 |
| suddivise per tipo di titoli: | | | | | | | | | |
| a tasso fisso | 74,4 | 108,6 | 173,7 | 163,6 | 57,4 | 44,0 | 39,6 | 22,6 | 56,8 |
| a tasso variabile (FRN) | 34,0 | 55,9 | 47,8 | 12,0 | 2,7 | 1,7 | 2,6 | 5,0 | 2,7 |
| di cui: | | | | | | | | | |
| obbligazioni collegate ad azioni ² | 8,5 | 11,6 | 27,5 | 43,3 | 7,8 | 15,7 | 17,2 | 2,6 | 7,9 |
| suddivise per monete di denominazione: | | | | | | | | | |
| dollaro USA euroemissioni | 66,9 | 95,5 | 115,3 | 57,8 | 18,5 | 16,0 | 18,7 | 4,6 | 15,5 |
| emissioni estere | 1,9 | 3,9 | 6,4 | 5,0 | 1,3 | 0,4 | 1,0 | 2,3 | 1,6 |
| yen euroemissioni | 1,2 | 6,9 | 18,2 | 23,1 | 8,5 | 8,6 | 0,9 | 5,1 | 4,9 |
| emissioni estere | 4,7 | 5,4 | 4,4 | 1,6 | 0,6 | 0,0 | 0,7 | 0,3 | 0,9 |
| franco svizzero | 13,1 | 14,9 | 23,3 | 24,0 | 6,1 | 4,9 | 7,9 | 5,1 | 10,0 |
| marco | 7,0 | 11,3 | 16,2 | 15,0 | 6,6 | 2,5 | 2,2 | 3,7 | 7,6 |
| sterlina euroemissioni | 4,1 | 5,6 | 10,9 | 14,9 | 5,3 | 4,2 | 2,5 | 2,9 | 7,4 |
| emissioni estere | 1,4 | 1,0 | 0,4 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| dollaro australiano | 0,3 | 3,2 | 3,4 | 8,7 | 3,1 | 3,3 | 2,2 | 0,1 | 1,6 |
| ECU ³ | 2,9 | 7,3 | 6,8 | 7,4 | 3,7 | 1,7 | 1,1 | 0,9 | 2,1 |
| Altre | 4,9 | 9,5 | 16,2 | 18,1 | 6,4 | 4,1 | 5,0 | 2,6 | 7,9 |

¹ Serie basate sulle date di annuncio. ² Obbligazioni convertibili ed obbligazioni con opzione contrattuale (*warrant*). ³ Escluse le obbligazioni emesse sui mercati nazionali dei mutuatari.

Fonte: Banca d'Inghilterra.

posizioni in titoli. Di conseguenza, le emissioni di obbligazioni a tasso fisso, che nel primo trimestre erano ammontate a \$ 57,4 miliardi, si sono ridotte a una media trimestrale di soli \$ 35 miliardi circa durante il resto dell'anno. Le emissioni in yen sono quelle che hanno maggiormente risentito dell'ascesa dei tassi di interesse in Giappone, iniziata alcuni mesi più tardi rispetto a quella sul mercato statunitense. Dopo aver registrato una crescita costante fino ad un massimo di \$ 8,6 miliardi nel secondo trimestre del 1987, esse sono scese a soli \$ 0,9 miliardi nel terzo trimestre.

Fattori di cambio

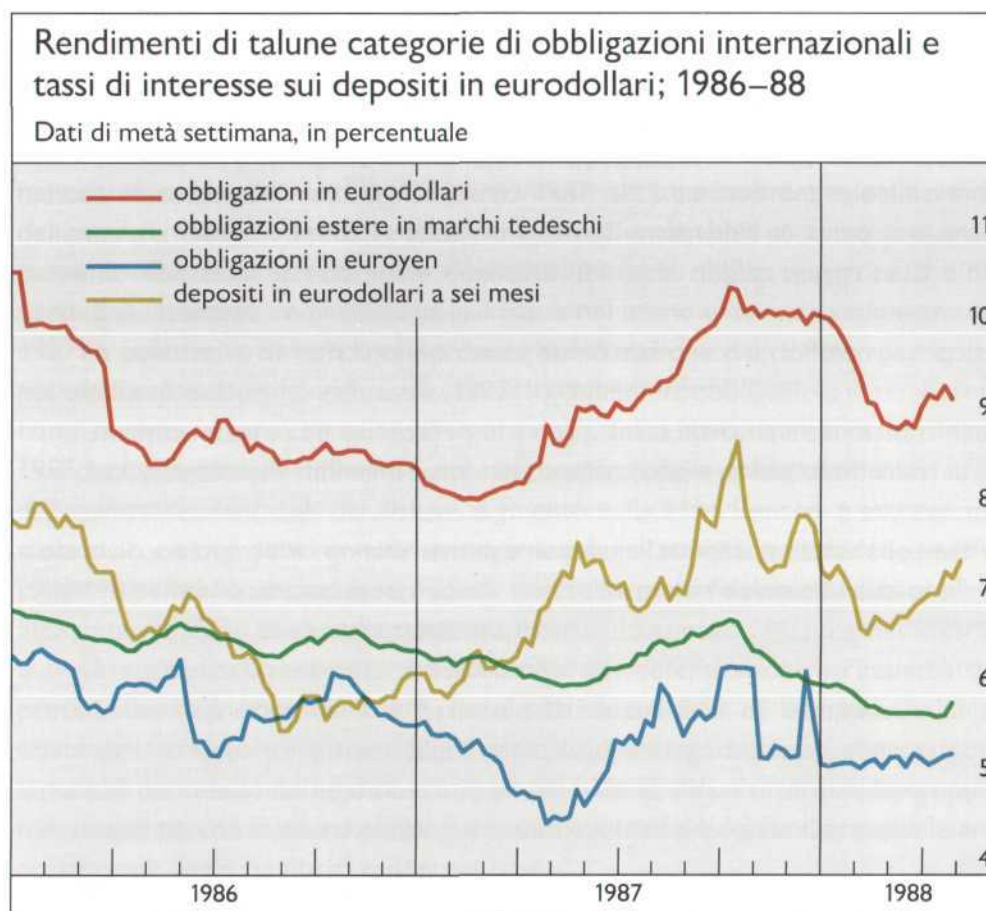
La debolezza del dollaro USA e il timore che un ulteriore deprezzamento potesse non essere pienamente compensato dai differenziali di interesse a suo favore, sono stati i principali fattori alla base della forte contrazione della quota delle obbligazioni in dollari sul totale delle emissioni a tasso fisso, scesa ad un minimo storico del 37%. L'aumento delle emissioni denominate in altre monete non è bastato a compensare il calo della componente in dollari, specie in quanto l'attività di *swap*, benché sostenuta, ha riguardato solo in parte le nuove emissioni obbligazionarie.

Impatto degli sviluppi sui mercati azionari

Date le perduranti difficoltà sul mercato delle FRN, fino a ottobre l'unico fattore propulsivo dell'attività di emissione è stato l'andamento sostenuto dei mercati azionari. Le emissioni collegate ad azioni, per lo più sotto forma di opzioni contrattuali (*warrant*), sono ammontate a ben \$ 43,3 miliardi, ossia al 25% del totale delle emissioni nel 1987. Nel secondo e nel terzo trimestre la

loro quota sulle nuove emissioni è addirittura salita ad un livello medio di quasi il 40%.

Il clima rialzista dei mercati borsistici fino ad ottobre ha anche dato impulso all'attività sul mercato azionario internazionale. Nel 1987 le nuove emissioni internazionali di azioni e di strumenti assimilabili hanno raggiunto un totale di \$ 15,5 miliardi, quasi doppio rispetto a quello dell'anno precedente. Una considerevole parte di queste emissioni è consistita in offerte di sottoscrizione a non residenti collegate alla privatizzazione di imprese del settore pubblico.



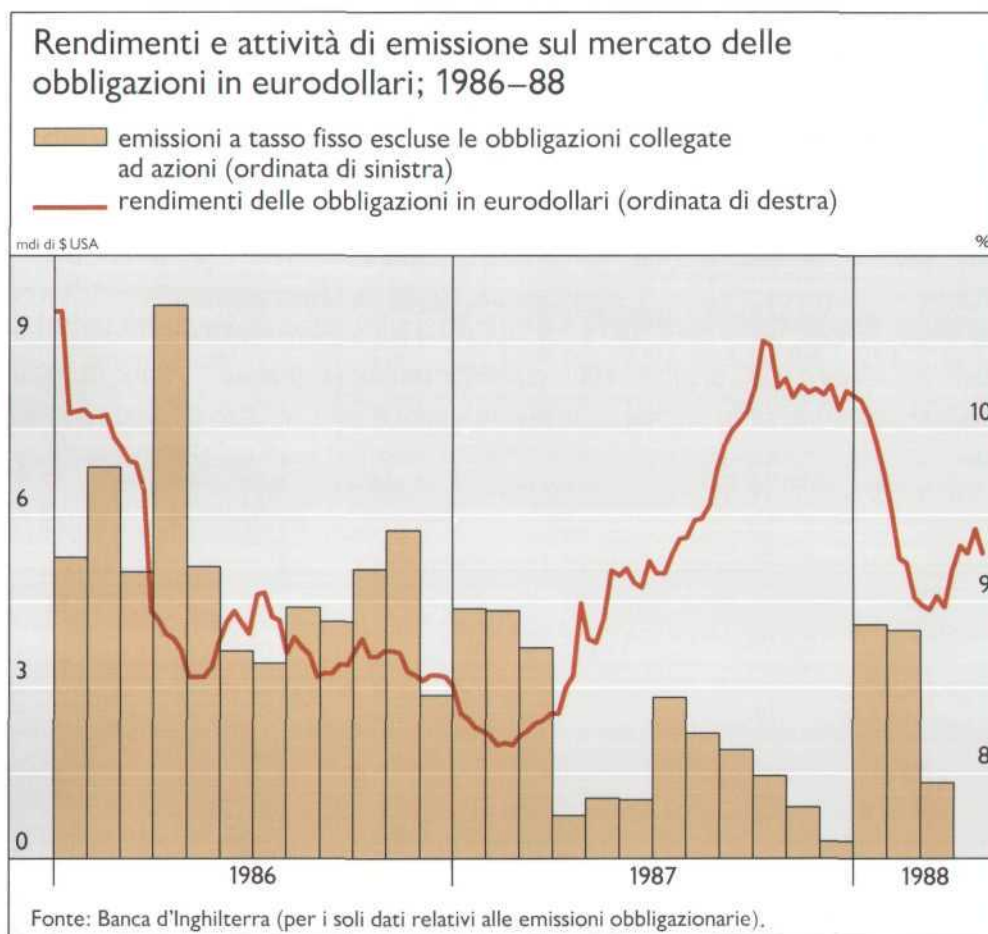
Un secondo insieme di fattori influenti sul mercato obbligazionario internazionale è connesso alle prospettive di modifiche nel regime fiscale e, in particolare, alle incertezze circa la loro applicazione. Verso la fine di giugno, il Tesoro USA ha annunciato l'intenzione di porre termine al Trattato di doppia imposizione con le Antille Olandesi, suscitando l'aspettativa che venisse esercitata la facoltà di rimborso anticipato attribuita a molte obbligazioni. Sebbene il Tesoro USA abbia successivamente abbandonato tale proposito, sul mercato secondario il corso dei titoli che fruibano delle favorevoli condizioni previste dal trattato ha subito una repentina discesa, e per buona parte di essi sono di fatto cessate le contrattazioni. Un altro evento che ha influenzato i mercati è stato l'annuncio da parte delle autorità tedesche di una ritenuta alla fonte sugli interessi, di cui all'inizio non era molto chiaro l'ambito di applicazione. Ciò ha comportato un forte restringimento del differenziale di interesse tra le obbligazioni in euromarchi e quelle del mercato interno, determinando uno spostamento nelle preferenze

Incertezze sul
trattamento fiscale

Conseguenze
dell'inadeguata
remuneratività
di taluni titoli

degli investitori a favore dei titoli denominati in monete considerate stretti sostituti del marco.

Un terzo fattore che ha influito in misura considerevole è stato il comportamento degli intermediari finanziari, specie per quanto riguarda la concorrenza nell'acquisizione di mandati e di quote di mercato, che ha avuto significative ripercussioni sui termini di prezzo delle emissioni e sugli *spreads*. Le conseguenze di una remuneratività potenzialmente inadeguata sono divenute evidenti per la



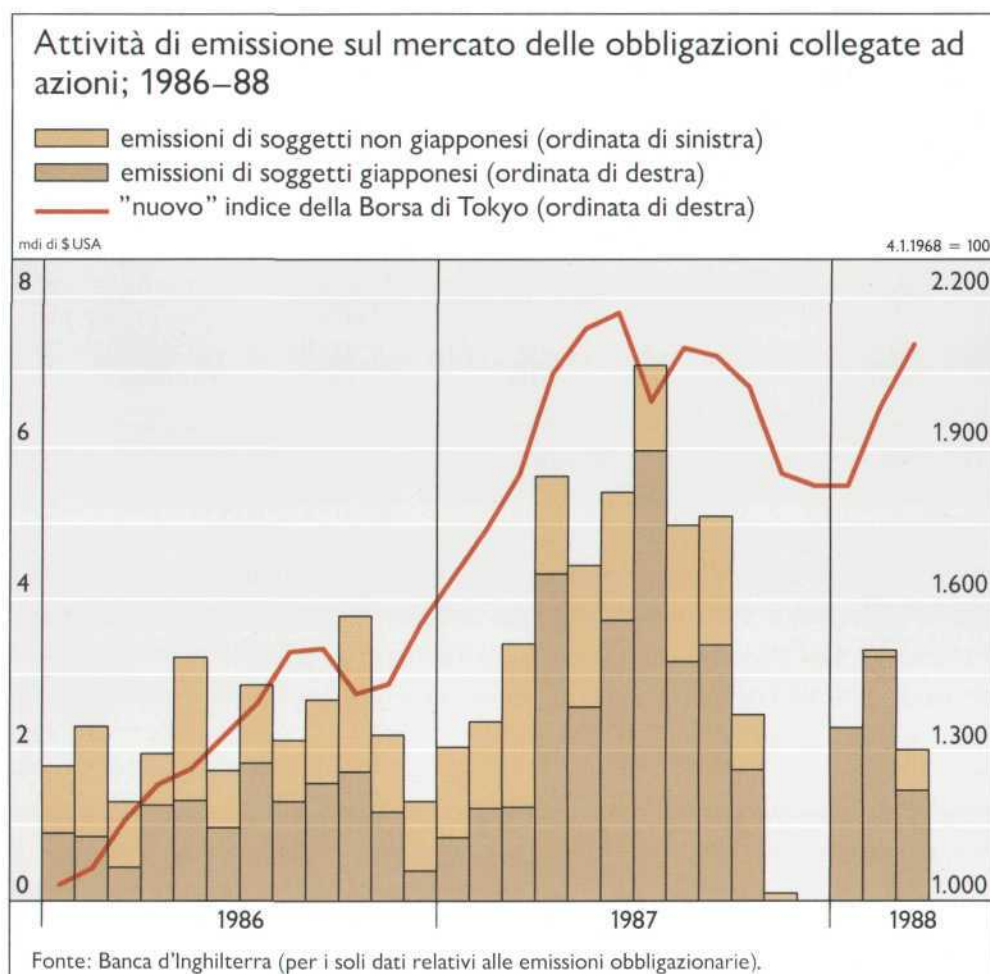
prima volta verso la fine del 1986 con il collasso del settore delle FRN "perpetue" e con i successivi problemi di liquidità sull'intero mercato delle FRN. Nonostante i tassi di interesse in ascesa e un'accentuazione delle curve dei rendimenti, che avrebbero dovuto accrescere l'attrattiva degli strumenti a tasso variabile, lo scorso anno il volume delle nuove emissioni di FRN (\$ 12 miliardi) è stato il più basso dal 1981. Nell'ultima parte dell'anno i problemi di liquidità si sono propagati ad altri settori. Data la preferenza mostrata dagli investitori per strumenti ad elevata liquidità e a scadenza ravvicinata, le obbligazioni con remunerazione incongrua non hanno potuto essere vendute sul mercato secondario senza incorrere in perdite di capitale. Ciò ha a sua volta reso più difficile l'emissione di nuovi titoli.

In parte a causa dei problemi sul mercato delle FRN e del calo delle emissioni in dollari, il mercato degli *swaps* ha svolto un importante ruolo di sostegno dell'attività di emissione. Il volume rilevato degli *swaps* di tasso di interesse e di

valuta direttamente abbinati a nuove emissioni è salito del 28%, per un totale di \$ 38,1 miliardi. Durante il primo semestre dell'anno, il mercato degli *swaps* si è mosso in stretta connessione con l'attività di emissione in monete diverse dal dollaro, ed una quota di quasi il 50% delle nuove emissioni complessive in dollari australiani, in ECU e in yen è stata abbinata a *swaps* di tasso di interesse e di valuta. Mentre nel secondo semestre dell'anno il volume identificato degli *swaps* direttamente associati alle nuove emissioni è fortemente diminuito, le difficoltà nell'organizzare nuove emissioni di FRN hanno incoraggiato le operazioni di *swaps* non collegate alle nuove emissioni, nonché l'aumento degli *swaps* a fronte di attività per fini di gestione del portafoglio.

Forte crescita del volume degli *swaps*

Più in generale, lo scorso anno l'evoluzione del mercato degli *swaps* è stata tale da consentire agli emittenti sovrani e alle maggiori società di ristrutturare in maniera più flessibile le loro posizioni attive e passive. Tuttavia, nonostante il crescente ambito di applicazione della tecnica di *swap* disgiunta dalle nuove emissioni, il mercato degli *swaps* non si è sottratto all'influsso della crisi di ottobre dei mercati azionari e gli *spreads* su tali operazioni sono saliti a livelli eccezionali. Due serie di fattori hanno contribuito a questo sviluppo. Anzitutto, con la flessione dei tassi di interesse l'offerta di strumenti a tasso fisso ha superato largamente la domanda. In secondo luogo, a causa della crescente variabilità dei tassi di interesse e di cambio e del più elevato grado di rischio, le operazioni di copertura sono divenute più difficili.



Nel primo trimestre del 1988 il mercato obbligazionario internazionale ha fatto segnare una forte ripresa che ha riportato il volume delle nuove emissioni, pari a \$59,5 miliardi, quasi al livello record registrato nel primo trimestre dell'anno precedente. I principali fattori che hanno contribuito a questa marcata espansione sono stati il favorevole contesto in termini di tassi di interesse, la maggiore stabilità dei cambi e, specie nel caso del Giappone, la ripresa del mercato azionario. Mentre le emissioni di FRN si sono nuovamente contratte, dopo una leggera ripresa nel trimestre precedente, le obbligazioni convenzionali a tasso fisso sono balzate da \$20 a 49 miliardi. Le emissioni collegate ad azioni, che si erano praticamente arrestate dopo il crollo dei mercati azionari, sono risalite a quasi \$8 miliardi, gran parte dei quali attribuibili ad emittenti giapponesi.

Il contesto relativamente favorevole dei tassi di cambio ha contribuito a un forte ritorno delle emissioni in dollari, salite da \$6,9 miliardi nel quarto trimestre a \$17,1 miliardi, ma l'attività sul mercato primario è stata molto sostenuta anche nella maggior parte degli altri settori di denominazione. Le emissioni in franchi svizzeri hanno raggiunto un livello record di \$10 miliardi e quelle denominate in marchi, sterline ed ECU si sono più che raddoppiate.

Il debito in essere e i flussi creditizi netti sui mercati obbligazionari internazionali

Nuova serie di dati sulle obbligazioni internazionali in essere

Le tabelle di pagina 140 e 141 presentano per la prima volta dati sistematici sulle obbligazioni internazionali in essere e sui flussi creditizi netti intermediati dai mercati obbligazionari internazionali. Queste nuove serie, concettualmente simili alle statistiche della BRI sull'attività bancaria internazionale, si basano prevalentemente su dati forniti dalla Banca d'Inghilterra e dall'OCSE sull'attività di emissione obbligazionaria e su informazioni rese disponibili dall'*Association of International Bond Dealers* relative alle obbligazioni in essere e ai rimborsi regolari e anticipati. Il quadro che emerge da questi dati basati sui flussi netti di finanziamento sui mercati obbligazionari internazionali può differire in misura significativa da quello che si ricava dalle statistiche sull'attività lorda di emissione. Questa nuova base di rilevazione sarà d'ora in poi adottata nelle pubblicazioni trimestrali della BRI sull'andamento dei mercati internazionali dei capitali.

Caratteristiche strutturali delle obbligazioni internazionali in essere

Iniziando con l'esaminare brevemente le principali caratteristiche strutturali delle obbligazioni internazionali in essere alla fine del 1987, si rileva che i titoli in dollari rappresentano la quota più ampia (43,2%) sul totale di \$981 miliardi. Tuttavia, rispetto alla fine del 1982, quando tale quota era del 56,5%, l'importanza relativa dei titoli denominati in dollari è diminuita sensibilmente. Durante questi cinque anni si sono ridotte altresì le quote del franco svizzero (dal 16,9 al 16%) e del marco (dal 12,2 al 10%), nonostante l'apprezzamento di tali valute nei confronti del dollaro. Per converso, la quota dello yen è salita dal 6,5 al 12,4%, e a fine 1987 si registrava, a differenza del 1982, una significativa percentuale di titoli in sterline (5,5%) e in ECU (3,9%). Per categorie di strumenti, le obbligazioni ordinarie a tasso fisso costituiscono la maggior parte dei titoli, anche se dal 1982 è fortemente aumentata l'importanza degli strumenti collegati ad azioni, nonché la quota identificata dell'indebitamento che è stato oggetto di *swaps*.

Debito in essere e nuovo indebitamento netto sui mercati obbligazionari internazionali, per tipo di emissione e moneta di denominazione

| | Consistenze a | | Variazioni nel 1986 | | | Consi- stenze a fine 1986 | Variazioni nel 1987 | | | Consi- stenze a fine 1987 |
|--|----------------------------|--------------|---|----------------------------|-------------------------|------------------------------------|---|----------------------------|-------------------------|------------------------------------|
| | fine 1982 | fine 1985 | nuove emis- sioni lorde ¹ | rim- borsi ² | effetti di cambio | | nuove emis- sioni lorde ¹ | rim- borsi ² | effetti di cambio | |
| | in miliardi di dollari USA | | | | | | | | | |
| Totale emissioni | 255,0 | 557,4 | 218,8 | -62,1 | 58,5 | 772,6 | 180,6 | -71,9 | 100,0 | 981,3 |
| suddivise per tipo di titoli: | | | | | | | | | | |
| obbligazioni a tasso fisso | 225,0 | 436,6 | 170,1 | -40,7 | 56,3 | 622,3 | 168,7 | -59,8 | 93,2 | 824,4 |
| obbligazioni a tasso variabile (FRN) | 30,0 | 120,8 | 48,7 | -21,4 | 2,2 | 150,3 | 11,9 | -12,1 | 6,8 | 156,9 |
| di cui: | | | | | | | | | | |
| obbligazioni collegate ad azioni | 17,0 | 44,0 | 26,1 | - 3,5 | 5,2 | 71,8 | 44,7 | - 7,2 | 10,2 | 119,5 |
| swaps identificati | 3,0 | 28,9 | 27,7 | - 0,9 | 2,4 | 58,1 | 41,5 | - 1,7 | 9,7 | 107,6 |
| suddivise per monete di denominazione: | | | | | | | | | | |
| dollaro USA | | | | | | | | | | |
| euroemissioni | 102,0 | 267,8 | 113,7 | -37,7 | 0,0 | 343,8 | 61,0 | -32,9 | 0,0 | 371,9 |
| emissioni estere | 42,0 | 48,0 | 6,0 | - 4,0 | 0,0 | 50,0 | 5,2 | - 3,3 | 0,0 | 51,9 |
| yen euroemissioni | 1,5 | 9,7 | 18,1 | - 0,3 | 3,5 | 31,0 | 24,1 | - 0,8 | 13,6 | 67,9 |
| emissioni estere | 15,0 | 33,0 | 4,2 | - 2,0 | 8,8 | 44,0 | 1,9 | - 3,8 | 11,7 | 53,8 |
| franco svizzero | 43,0 | 78,9 | 23,3 | - 7,7 | 23,0 | 117,5 | 23,7 | -16,1 | 31,9 | 157,0 |
| marco | 31,0 | 50,4 | 16,5 | - 5,1 | 14,6 | 76,4 | 13,7 | - 9,0 | 17,4 | 98,5 |
| sterlina | | | | | | | | | | |
| euroemissioni | 2,0 | 13,3 | 10,6 | - 0,3 | 0,2 | 23,8 | 15,1 | - 0,8 | 8,6 | 46,7 |
| emissioni estere | 2,0 | 5,9 | 0,5 | - 0,3 | 0,1 | 6,2 | 0,0 | - 0,3 | 1,6 | 7,5 |
| dollaro australiano | 0,1 | 3,4 | 3,4 | 0,0 | - 0,2 | 6,6 | 9,0 | 0,0 | 0,9 | 16,5 |
| ECU ³ | 2,0 | 16,5 | 6,1 | - 1,9 | 3,8 | 24,5 | 8,2 | - 0,8 | 6,4 | 38,3 |
| altre | 14,4 | 30,5 | 16,4 | - 2,8 | 4,7 | 48,8 | 18,7 | - 4,1 | 7,9 | 71,3 |

¹ Cifre basate sulla data di completamento dell'operazione, che possono differire da quelle basate sulla data di annuncio riportate in altre tabelle. Conversione a tassi di cambio correnti. ² Rimborsi regolari (compresi i riacquisti mediante fondo di ammortamento) e riscatti anticipati (-), più interessi impliciti maturati su obbligazioni a cedola zero (+). Gli importi in monete diverse dal dollaro sono convertiti ai tassi di cambio esistenti all'inizio del periodo. ³ Escluse le obbligazioni emesse sui rispettivi mercati nazionali dei mutuatari.

Per categoria di emittenti, la quota relativa delle istituzioni finanziarie sull'indebitamento in essere nel mercato obbligazionario internazionale si è notevolmente ampliata rispetto al 1982 (dal 21,6 al 30,8%), mentre quella delle imprese non finanziarie private si è ridotta dal 39,2 al 37,8%. In base alla nazionalità degli emittenti, il ruolo preminente dei mutuatari dei paesi industriali si è ulteriormente accentuato, mentre la quota dei PVS non OPEC è scesa dal 5,9% a fine 1982 al 2,9%, e quella delle istituzioni internazionali, che in ampia misura provvedono alle esigenze dei PVS, è calata dal 19 al 14,2%.

Considerando i flussi creditizi nel 1987, il debito obbligazionario in essere si è accresciuto di \$ 209 miliardi, ossia del 27%. Una grossa parte di tale incremento, ossia \$ 100 miliardi, va tuttavia ascritta all'apprezzamento delle altre valute nei confronti del dollaro USA. In termini di volume l'espansione è stata

Categorie di emittenti

Forte contrazione del nuovo finanziamento obbligazionario netto

pertanto di \$ 109 miliardi, ossia del 14%. Questo ammontare netto è notevolmente inferiore a quello del 1986 non soltanto a causa della contrazione nelle nuove emissioni lorde, ma anche di un aumento dei rimborsi da \$ 62 miliardi nel 1986 a \$ 72 miliardi.

Per categoria di emissioni, quasi tutto il nuovo indebitamento netto ha assunto la forma di titoli a tasso fisso, mentre il modesto volume di nuove FRN è stato totalmente compensato dai rimborsi. Nel comparto a tasso fisso, le emissioni collegate ad azioni e quelle abbinate a *swaps* identificati hanno costituito un'ampia quota del nuovo indebitamento netto, mentre le altre emissioni a tasso fisso si sono notevolmente ridotte, scendendo da \$ 80 miliardi nel 1986 a \$ 32 miliardi. Per quanto riguarda le valute di denominazione, le emissioni nette in dollari sono diminuite di oltre il 60% e non hanno superato \$ 30 miliardi, corrispondenti ad appena il 28% del nuovo finanziamento obbligazionario netto. Vi sono state altresì sensibili contrazioni nei segmenti del franco svizzero e del marco. E' invece aumentato l'indebitamento netto in yen, sterline, dollari australiani ed ECU.

Debito in essere e nuovo indebitamento netto sui mercati obbligazionari internazionali, in base alla categoria e nazionalità degli emittenti

| | Consistenze a fine | | Variazioni nel 1986 | | | Consi- stenze a fine 1986 | Variazioni nel 1987 | | | Consi- stenze a fine 1987 |
|---|----------------------------|--------------|---|----------------------------|-------------------------|---------------------------------|---|----------------------------|-------------------------|---------------------------------|
| | 1982 | fine 1985 | nuove emis- sioni lorde ¹ | rim- borsi ² | effetti di cambio | | nuove emis- sioni lorde ¹ | rim- borsi ² | effetti di cambio | |
| | in miliardi di dollari USA | | | | | | | | | |
| Totale emissioni per tipo di emittenti: | 255,0 | 557,4 | 218,8 | -62,1 | 58,5 | 772,6 | 180,6 | -71,9 | 100,0 | 981,3 |
| banche | 40,0 | 123,4 | 50,9 | -14,9 | 7,3 | 166,7 | 39,3 | -13,4 | 16,0 | 208,6 |
| altre istituzioni finanziarie | 15,0 | 38,9 | 30,6 | - 4,0 | 3,6 | 69,1 | 19,5 | - 4,4 | 9,1 | 93,3 |
| soggetti privati non bancari | 100,0 | 202,3 | 79,6 | -19,2 | 22,7 | 285,4 | 77,1 | -29,1 | 37,5 | 370,9 |
| altri ³ | 100,0 | 192,8 | 57,7 | -24,0 | 24,9 | 251,4 | 44,7 | -25,0 | 37,4 | 308,5 |
| per nazionalità degli emittenti: | | | | | | | | | | |
| Stati Uniti | 35,0 | 100,5 | 42,1 | - 7,1 | 5,9 | 141,4 | 24,0 | -12,6 | 10,2 | 163,0 |
| Giappone | 15,0 | 63,2 | 31,0 | - 4,1 | 9,5 | 99,6 | 43,2 | - 7,3 | 15,2 | 150,7 |
| altri paesi industriali dichiaranti | 125,0 | 242,3 | 107,4 | -34,2 | 22,4 | 337,9 | 78,6 | -32,8 | 43,6 | 427,3 |
| altri paesi industriali | 12,0 | 30,4 | 15,3 | - 3,7 | 3,9 | 45,9 | 11,7 | - 4,0 | 7,1 | 60,7 |
| Europa orientale | 0,2 | 1,0 | 0,6 | 0,0 | 0,1 | 1,7 | 0,6 | - 0,1 | 0,2 | 2,4 |
| paesi OPEC | 2,8 | 4,0 | 0,4 | - 0,3 | 0,3 | 4,4 | 0,1 | - 0,4 | 0,5 | 4,6 |
| altri PVS | 15,0 | 23,7 | 2,5 | - 2,4 | 2,3 | 26,1 | 1,8 | - 2,4 | 3,3 | 28,8 |
| altri paesi ⁴ | 1,5 | 2,7 | 1,1 | - 0,4 | 0,0 | 3,4 | 0,5 | 0,0 | 0,2 | 4,1 |
| istituzioni internazionali | 48,5 | 89,6 | 18,4 | - 9,9 | 14,1 | 112,2 | 20,1 | -12,3 | 19,7 | 139,7 |

¹ Cifre basate sulla data di completamento dell'operazione, che possono differire da quelle basate sulla data di annuncio riportate in altre tabelle. Conversione a tassi di cambio correnti. ² Rimborsi regolari (compresi i riacquisti mediante fondo di ammortamento) e riscatti anticipati (-), più interessi impliciti maturati su obbligazioni a cedola zero (+). Gli importi in monete diverse dal dollaro sono convertiti ai tassi di cambio esistenti all'inizio del periodo. ³ Compresa le istituzioni internazionali. ⁴ Centri offshore più partite non classificate.

Per categoria di mutuatari, nel 1987 il nuovo indebitamento netto delle banche è sceso a \$ 26 miliardi, rispetto ai \$ 36 miliardi del 1986; su tale andamento ha influito il ristagno del mercato delle FRN. Anche le altre istituzioni finanziarie hanno considerevolmente rallentato il loro ricorso netto ai mercati obbligazionari internazionali, mentre l'indebitamento delle imprese non finanziarie si è mantenuto a livelli relativamente elevati (\$ 48 miliardi). In base alla nazionalità dei mutuatari, i residenti degli Stati Uniti, che in precedenza costituivano il più importante gruppo di mutuatari, hanno ridotto il loro nuovo indebitamento netto a \$ 11 miliardi, che corrispondono a meno di un terzo del livello del 1986. La debolezza del dollaro ed un deterioramento dell'affidabilità di credito in seguito all'ondata di acquisizioni di controllo e di incorporazioni sono stati i principali fattori alla base di questa contrazione. Per contro, il nuovo indebitamento dei soggetti giapponesi è aumentato di un terzo rispetto al 1986, salendo a \$ 36 miliardi, ed ha contribuito per il 33% al nuovo finanziamento internazionale netto realizzato attraverso il canale obbligazionario. La raccolta di fondi da parte dei soggetti giapponesi è stata rappresentata nella misura di quasi il 70% da titoli collegati ad azioni ed ha beneficiato dell'eccezionale sostenutezza del mercato azionario in Giappone. Il nuovo indebitamento degli altri paesi industriali è passato da \$ 85 a 54 miliardi, mentre i PVS hanno effettuato rimborsi netti.

Modesto ricorso al mercato da parte dei mutuatari USA; forte aumento dell'indebitamento dei soggetti giapponesi

La situazione debitoria

Nel 1987 l'evoluzione della situazione debitoria internazionale è stata piuttosto eterogenea, con aspetti sia positivi che negativi. Dal lato degli sviluppi negativi, si è avuto un ulteriore deterioramento della situazione economica interna nei quattordici PVS fortemente indebitati (cioè i quindici paesi contemplati dall'iniziativa Baker, eccetto la Jugoslavia). La crescita economica è stata più lenta che in ciascuno dei tre anni precedenti, l'inflazione si è accelerata e gli investimenti sono diminuiti. Le quotazioni di mercato delle attività delle banche verso la maggior parte dei paesi debitori hanno subito una forte caduta.

Deterioramento della situazione economica interna nei paesi fortemente indebitati...

Nello stesso tempo, grazie ad una ripresa delle esportazioni in volume e ad un modesto recupero nelle ragioni di scambio, lo scorso anno la posizione di bilancia dei pagamenti dei PVS fortemente indebitati è leggermente migliorata. Il disavanzo aggregato di parte corrente si è ridotto da \$ 16 miliardi nel 1986 a \$ 8,6 miliardi, mentre il rapporto debito/esportazioni, che era salito dal 302% nel 1985 al 372% nel 1986, è ridisceso al 353%. Nonostante un aumento del LIBOR, il rapporto tra esborsi lordi per interessi ed esportazioni di beni e servizi è sceso dal 30% del 1986 al 23% nel 1987, ossia al valore più basso dall'insorgere della crisi debitoria, anche se questa riduzione è in parte dovuta a sospensioni unilaterali dei pagamenti in conto interessi.

... con un leggero miglioramento della loro posizione di bilancia dei pagamenti

Il permanere di gravi problemi nel servizio del debito, le insoddisfacenti condizioni economiche interne ed un crescente senso di frustrazione in molti PVS hanno suscitato sempre maggiori dubbi sull'adeguatezza delle strategie finora seguite nell'affrontare la crisi debitoria internazionale. Questi dubbi, unitamente a concrete preoccupazioni circa l'evoluzione di lungo periodo della situa-

Atteggiamenti più flessibili nella gestione del problema del debito

zione economica e sociale nei paesi debitori, hanno incoraggiato nuove iniziative che comportano una maggiore flessibilità nel processo di rinegoziazione del debito.

Per quanto concerne il debito verso le banche commerciali – che costituisce il "nucleo duro" del problema – sono stati escogitati nuovi strumenti e tecniche per accelerare i tempi di negoziazione per le ristrutturazioni e l'erogazione di nuovi crediti, come ad esempio incentivi sotto forma di commissioni a favore delle banche che acconsentono ad erogare nuovi fondi prima di una certa data. Inoltre, recenti accordi di ristrutturazione del debito, ed in particolare quelli concordati con Argentina, Ecuador, Messico e Costa d'Avorio, prevedono il rilascio di *exit bonds* destinati alle banche minori che non intendono partecipare a futuri accordi di ristrutturazione o a nuovi schemi di finanziamento. In parte per

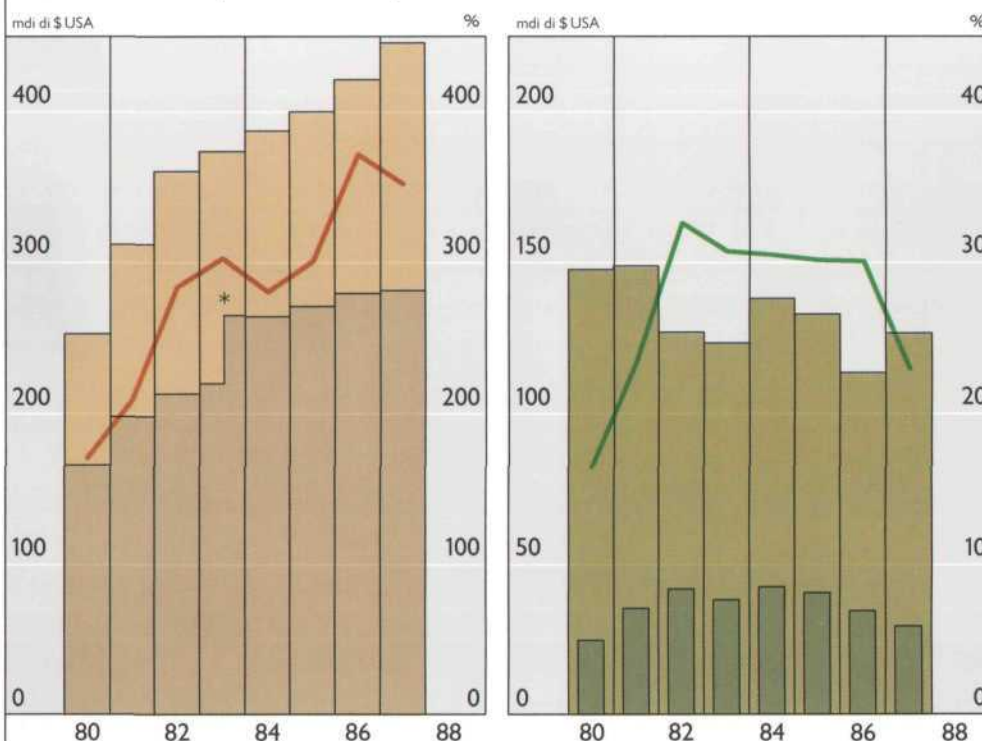
Evoluzione delle passività esterne e del servizio del debito dei paesi fortemente indebitati; 1980–87¹

ordinate di sinistra (mdi di \$ USA):

- passività lorde identificate verso banche²
- altre passività³
- esportazioni di beni e servizi
- esborsi lordi per interessi³

ordinate di destra (%):

- debito totale /esportazioni⁴
- interessi passivi lordi/esportazioni⁴



* Discontinuità nella serie dovuta ad un ampliamento del campo di rilevazione delle statistiche della BRI sull'attività bancaria internazionale.

¹ Paesi contemplati dall'iniziativa Baker, eccetto la Jugoslavia. ² Verso banche situate nei paesi dichiaranti alla BRI, a tassi di cambio correnti. ³ Stime basate sui dati del FMI, a tassi di cambio correnti.

⁴ Esportazioni di beni e servizi.

effetto di questa maggiore flessibilità e della disponibilità delle banche ad accordare condizioni più favorevoli (si veda la pagina 145), il clima negoziale, che si era fatto talvolta alquanto teso, può oggi dirsi notevolmente migliorato.

In aggiunta, nella gestione del debito si sono avuti approcci innovativi che, a differenza degli schemi di finanziamento bancario concordati sotto l'egida ufficiale, non si basano principalmente su nuovi apporti di fondi, ma mirano a ridurre direttamente il debito esterno. Questi nuovi schemi sono costituiti in conversioni e riscatti di debito con un ampio sconto sul nominale, finanziati, in un caso particolare, da donazioni estere di fondi. Tali tecniche di riduzione del debito dipendono in modo diretto o indiretto dall'esistenza di un mercato secondario dei crediti bancari in essere. I riscatti di debiti direttamente presso le banche creditrici, sebbene impediti in molti casi da clausole legali che impongono la parità di trattamento tra i diversi creditori e dalla carenza di valuta estera, incontrano il favore dei paesi debitori che possono fruire in tal modo dello sconto implicito sul valore nominale del loro debito. In Messico è stata compiuta un'ingente operazione di riscatto di passività del settore privato, coperta dallo schema di finanziamento in valuta predisposto dalle autorità messicane. Essa è consistita nell'impiego di \$ 2,7 miliardi per riscattare \$ 3,5–4 miliardi di debiti verso le banche commerciali. L'accordo di riscatto per la Bolivia, che ha comportato uno sconto dell'89% sul valore nominale del debito, è stato direttamente negoziato tra le autorità boliviane e le banche creditrici, ha fruito del finanziamento di donazioni da parte di altri governi ed è stato amministrato dal FMI. Esso ha consentito di eliminare quasi la metà del debito di questo paese nei confronti delle banche commerciali estere.

Schemi di
riduzione del
debito

Schemi di conversione del debito sono stati approntati da diversi paesi mutuatari, talvolta nel quadro di accordi di ristrutturazione con le banche. Essi prevedono la permuta di passività esterne contro obbligazioni in moneta nazionale oppure partecipazioni azionarie in imprese locali. Questi schemi, che spesso coinvolgono parecchi partecipanti in una complessa serie di transazioni, hanno consentito a diversi paesi indebitati di alleggerire l'onere complessivo per interessi e di indurre il rimpatrio di capitali esportati clandestinamente. Nel 1987 le conversioni del debito sono ammontate a quasi \$ 4 miliardi, portandone il totale dal 1984 a \$ 7,6 miliardi. Sebbene le conversioni abbiano nel complesso ridotto solo del 3% dal 1984 il debito in essere verso creditori privati, nel caso del Cile esse hanno consentito di riscattare il 26% dell'esposizione debitoria di questo paese verso le banche.

Programmi di
conversione del
debito

Benché queste varie tecniche di riduzione del debito si siano dimostrate utili, la possibilità di estenderne ulteriormente l'impiego appare limitata. Per quanto riguarda le banche creditrici, elementi di natura legale, amministrativa e contabile tendono a ridurre la possibilità di negoziare le passività dei paesi mutuatari. Inoltre, la cessione di crediti con forti sconti potrebbe avere un impatto negativo sui bilanci di importanti banche creditrici. L'impiego di questi strumenti può comportare svantaggi anche per i paesi debitori. Anzitutto, esso può richiedere la diversione di riserve valutarie già scarse e, se non si accompagna ad afflussi addizionali di fondi, generalmente non apporta nuove risorse al paese debitore. In secondo luogo, il necessario apprestamento di fondi interni per riscattare passività in essere verso l'estero può rafforzare le spinte inflazionisti-

Limiti e incon-
venienti delle
tecniche di
riduzione del
debito

che. In terzo luogo, molti programmi di conversione del debito comportano un trasferimento di proprietà a stranieri che potrebbe essere politicamente inaccettabile.

Infine, va rilevato che, da un punto di vista sistemico, gli schemi di riscatto e di conversione del debito basati su quotazioni di mercato secondario non sono esenti da problemi. Essi tendono a gratificare quei paesi il cui debito è negoziato con maggiore sconto. Poiché in tal modo viene attribuito un "premio" implicito a prestazioni scadenti, essi forniscono il tipo sbagliato di incentivi e fanno sorgere altresì questioni di equità. Al tempo stesso, i forti sconti praticati sul mercato secondario accrescono la riluttanza delle banche ad accordare nuovi finanziamenti. Vi è pertanto il pericolo che il fare eccessivo affidamento sul mercato secondario possa indurre ad adottare un approccio al problema debitorio internazionale che sarebbe in antitesi con una sana politica economica e con l'aggiustamento.

Riduzione delle
attività bancarie
verso i PVS

L'effetto complessivo delle varie innovazioni nella gestione del debito è stato quello di eliminare un cospicuo volume di attività dai bilanci delle banche. Di conseguenza, le variazioni nei crediti in essere verso i paesi debitori non forniscono più un'immagine precisa dei flussi effettivi di credito tra le banche e tali paesi. In termini di dollari correnti, le posizioni creditorie lorde delle banche dichiaranti alla BRI verso i paesi fortemente indebitati sono aumentate solo in misura assai modesta (\$ 1,7 miliardi), mentre a tassi di cambio costanti di fine trimestre esse sono addirittura diminuite di \$ 8,7 miliardi, segnando la prima contrazione dall'inizio della crisi debitoria. Nello stesso tempo, il totale dei fondi erogati nel quadro di schemi di finanziamento concertati è ammontato a \$ 5,6 miliardi, ossia \$ 2,4 miliardi in più rispetto al 1986. Pur tenendo conto della differenza tra le variazioni nei crediti in essere e gli effettivi flussi di cassa, ciò indica che vi è stato un calo dei crediti "spontanei".

Mutata composi-
zione per valute
dei crediti
bancari

La riduzione delle attività delle banche verso i paesi fortemente indebitati si è accompagnata ad un cambiamento nella loro struttura per monete. La quota delle valute diverse dal dollaro sul totale dei crediti in essere è aumentata, in termini di dollari correnti, dal 15 al 20% nel 1987, ma più del 60% di questo incremento va ascritto ad effetti di cambio. Nondimeno, negli ultimi cinque anni pare esservi stata una significativa ridenominazione del debito in essere a scapito del dollaro e a favore di altre valute come conseguenza delle operazioni di ristrutturazione.

Più ampia
portata degli
accordi di ristrutturazione

Nel 1987 sono intervenuti notevoli cambiamenti anche in diversi aspetti del processo di ristrutturazione del debito. In particolare, è sensibilmente aumentato l'ammontare delle passività a lungo termine verso banche commerciali e creditori ufficiali che è stato oggetto di ristrutturazione. Nel complesso, le rinegoziazioni di debiti bancari sono state pari a \$ 92 miliardi rispetto a \$ 72 miliardi nel 1986. Inoltre, per quanto concerne il debito verso creditori ufficiali, si è avuto un ammontare record di ristrutturazioni nel quadro del Club di Parigi. In molti casi le rinegoziazioni si sono accompagnate ad un miglioramento delle condizioni inerenti al servizio del debito. In media, rispetto al 1986 la scadenza del debito rinegoziato con le banche commerciali si è allungata da dieci a quindici anni, il periodo di grazia da quattro a cinque ed il periodo di consolidamento da due e tre quarti a quattro anni. In aggiunta, lo *spread* medio sul LIBOR è stato

abbassato dall'1,3% nel 1986 a meno dell'1%. Sono state inoltre accordate condizioni più agevoli in termini di commissioni e, talvolta, nella periodicità degli interessi.

Uno sviluppo particolarmente importante, che ha riguardato il rapporto tra le banche creditrici ed i paesi debitori, è il consistente e diffuso aumento nei livelli degli accantonamenti delle banche, favoriti in taluni casi da modifiche effettive o potenziali nella normativa prudenziale o fiscale. In particolare, le banche operanti negli Stati Uniti, in Giappone, nel Regno Unito e in Canada, che in precedenza avevano costituito solo modeste riserve a fronte delle loro esposizioni verso i paesi con difficoltà debitorie, hanno potenziato i loro accantonamenti per adeguarli a quelli propri delle banche in alcuni paesi dell'Europa continentale. Tuttavia, poiché anche queste ultime hanno accresciuto le loro riserve, il divario fra i due gruppi di banche non è stato colmato.

Accresciuti
accantonamenti
da parte delle
banche

Avendo accresciuto la capacità delle banche di assorbire perdite, l'effetto più immediato dei maggiori accantonamenti è stato quello di rafforzare la posizione contrattuale delle banche, nonché la capacità del sistema finanziario di resistere agli *shocks*. Inoltre, la costituzione di ampie riserve a fronte del rischio-paese ha avuto diverse e complesse conseguenze indirette sulla situazione debitoria. Anche se la decisione di aumentare i fondi-rischi può essere influenzata da accresciute aspettative di perdite, possono svolgere un ruolo importante anche altri fattori, come il livello dei profitti, il trattamento fiscale, le norme di vigilanza e gli andamenti sul mercato azionario. Di conseguenza, i maggiori accantonamenti non sono necessariamente indicativi di una riconsiderazione, da parte delle banche, delle probabilità che si verifichino perdite, né riducono l'obbligazione dei debitori di onorare il servizio del debito. Nello stesso tempo, un aumento degli accantonamenti rende anche più difficile per le banche l'erogazione di nuovi fondi agli stessi debitori, specie quando i nuovi crediti richiedono accantonamenti in misura analoga alle esposizioni già esistenti. Un effetto dei maggiori accantonamenti a riserva può essere quello di incentivare le banche a disfarsi dei crediti mediante la loro vendita. Per questa ragione, la forte caduta delle quotazioni di mercato dei crediti verso i paesi debitori può non essere dovuta esclusivamente alla percezione di una deteriorata affidabilità di credito dei debitori.

Lo scorso anno un altro importante sviluppo nella situazione debitoria è stato il crescente riconoscimento da parte dei creditori ufficiali e, in minor misura, di quelli privati, che i problemi dei paesi a basso reddito, in particolare nella fascia sub-sahariana, differiscono notevolmente da quelli dei paesi fortemente indebitati a medio reddito. In considerazione della loro grave situazione economica generale, a molti dei paesi più poveri e maggiormente indebitati è stato concesso un sostanziale allungamento dei periodi di grazia e di rimborso nelle ristrutturazioni negoziate in seno al Club di Parigi, conformemente alle risoluzioni del Vertice di Venezia. Le altre iniziative sono consistite in un ampliamento della Facilitazione di aggiustamento strutturale del FMI, nell'applicazione di condizioni più favorevoli negli accordi di ristrutturazione con creditori ufficiali e nelle proposte di assistenza da parte della Banca Mondiale ai paesi debitori a basso reddito dell'area sub-sahariana che intraprendono programmi di aggiustamento.

Finanziamento
ufficiale a condi-
zioni agevolate a
favore dei paesi
debitori più
poveri

Ruolo delle
istituzioni multi-
lateralì di
sviluppo

Infine, le istituzioni ufficiali per l'aiuto multilaterale allo sviluppo hanno costituito un'ulteriore importante fonte di finanziamento per i PVS, anche se le loro erogazioni nette effettive sono diminuite da \$ 11,2 a 9,6 miliardi tra il 1986 e il 1987. Hanno rivestito un'importanza crescente i finanziamenti collegati a programmi di aggiustamento strutturale, in particolare nel caso dei paesi maggiormente indebitati. Per quanto concerne la Banca Mondiale, che concorre per il 75% circa al totale dei fondi erogati dalle banche di sviluppo, la quota dei prestiti collegati a misure di politica economica sul totale dei nuovi impegni di finanziamento a favore dei paesi fortemente indebitati è passata dal 14% nel 1984-85 al 36% nel 1986-87. L'aumento di \$ 75 miliardi della sua dotazione di capitale, approvato nell'aprile 1988, consentirà ad essa di ampliare i propri finanziamenti lordi ad oltre \$ 20 miliardi annui entro i primi anni novanta. Sempre nell'aprile 1988 è stata istituita, nell'ambito della Banca Mondiale, una nuova *Multilateral Investment Guarantee Agency*, destinata a fornire la copertura assicurativa dei rischi politici e di natura analoga inerenti agli investimenti esteri.

Conflittualità e
cooperazione: gli
sviluppi relativi ai
maggiori paesi
indebitati

Come negli anni precedenti, la situazione debitoria è stata caratterizzata da sviluppi eterogenei a livello dei singoli paesi. La differenza più marcata si è avuta tra il Messico e il Brasile. Mentre nel 1986 era il Messico al centro dell'attenzione, lo scorso anno è stato il Brasile a presentare i problemi maggiori. Nell'ultimo trimestre del 1986 la bilancia commerciale di questo paese è passata in disavanzo, e gli esborsi per interessi sono stati finanziati prevalentemente attingendo alle riserve valutarie. A fine febbraio queste ultime erano scese a \$ 4 miliardi, un livello equivalente all'incirca a soli tre mesi di importazioni, e le autorità hanno annunciato che avrebbero sospeso tutti i pagamenti degli interessi sul debito a medio e a lungo termine verso le banche commerciali fintanto che non fosse stato raggiunto un accordo su nuovi finanziamenti da parte delle banche. Oltre a provocare un forte aumento dei fondi-rischi delle banche creditrici, che ha inciso pesantemente sui loro profitti, la decisione delle autorità brasiliane ha drasticamente ridotto l'accesso del Brasile a crediti commerciali. Questa esperienza è servita da insegnamento sia per creditori che per debitori, avendo dimostrato che un approccio impostato sulla collaborazione è da preferirsi ad atteggiamenti conflittuali. In novembre il Brasile ha accettato di pagare parte degli arretrati accumulati, mentre le banche si sono impegnate a finanziare una quota di essi. Nell'ultima parte del 1987 e nei primi mesi del 1988 sono stati effettuati pagamenti di interessi per un ammontare di \$ 1,5 miliardi. Inoltre, ad un anno di distanza dalla dichiarazione di moratoria, è stato annunciato un programma a medio termine che prevede nuovi finanziamenti per \$ 5,2 miliardi, nonché la riapertura di linee interbancarie e di crediti commerciali a breve termine.

In contrasto con gli sviluppi nella maggior parte degli altri paesi debitori, lo scorso anno l'evoluzione economica e la posizione di bilancia dei pagamenti del Messico sono alquanto migliorate. Grazie in parte all'erogazione di \$ 4,4 miliardi nel quadro del nuovo schema di finanziamento concordato nel 1986, le riserve valutarie del paese sono aumentate di \$ 6,1 miliardi nel 1987, nonostante i cospicui riscatti di passività in essere del settore privato. In aggiunta, una parte delle riserve ufficiali è stata destinata all'operazione di permuta di debiti bancari annunciata nel dicembre 1987, in base alla quale i prestiti consorziali a medio

termine in essere sarebbero stati convertiti in obbligazioni ventennali del governo messicano. Quest'ultimo si è impegnato a corrispondere una maggiorazione sul LIBOR di $1\frac{5}{8}\%$, ossia doppia rispetto a quella applicata sul debito bancario rinegoziato, mentre il rimborso del capitale sarebbe stato garantito da obbligazioni ventennali a cedola zero del Tesoro degli Stati Uniti acquistate dalle autorità messicane. In un primo tempo si sperava che la cifra complessiva dei crediti bancari ammessi alla conversione nel quadro dello schema, la quale dipendeva dall'attrattiva delle offerte sottoposte dalle banche, raggiungesse l'ammontare di \$ 20 miliardi. In definitiva, solo \$ 3,7 miliardi di crediti bancari sono stati permutati contro \$ 2,6 miliardi di obbligazioni, con sconti compresi fra il 23 ed il 37%, consentendo di ridurre le passività in essere del Messico di circa \$ 1 miliardo. Un elemento importante di questo schema di riduzione del debito è costituito dall'avallo che esso ha ottenuto dalle autorità di diversi paesi creditori. Ad esempio, le autorità statunitensi hanno disposto che per altri crediti verso il Messico non fosse richiesta l'iscrizione nei bilanci bancari ad un valore inferiore al nominale, la Banca d'Inghilterra ha notificato che non erano prescritti ulteriori accantonamenti a fronte delle nuove obbligazioni e le autorità giapponesi hanno stabilito che le perdite subite dalle banche a seguito delle conversioni avrebbero potuto essere dedotte dal reddito imponibile.

Lo schema di conversione del debito messicano

Nell'aprile 1987 l'Argentina ha concluso un accordo con le banche creditrici sulla ristrutturazione di debiti in essere per \$ 30 miliardi ed ha portato a termine le negoziazioni per un nuovo schema di finanziamento di \$ 1,55 miliardi e un'ulteriore linea di credito commerciale di \$ 400 milioni con scadenza quadriennale. A fine 1987 le nuove facilitazioni erano state attivate per circa due terzi. In aggiunta, un accordo di ristrutturazione concluso nel maggio 1987 nell'ambito del Club di Parigi ha assicurato la copertura dei rimborsi di capitale in scadenza fino al giugno 1988 e degli interessi arretrati. Nel febbraio 1988 il Tesoro degli Stati Uniti ha accordato un prefinanziamento di \$ 550 milioni in vista dell'erogazione dei fondi da parte del FMI e della Banca Mondiale. Lo schema messo a punto per l'Argentina è stato il primo a contemplare esplicitamente il rilascio di *exit bonds*, che tuttavia hanno trovato un'accoglienza limitata non offrendo condizioni sufficientemente attraenti.

Lo schema concordato per l'Argentina

In sintesi, si può dire che il quadro della situazione debitoria internazionale agli inizi del 1988 si presenta composito. Alcune delle nubi più minacciose che oscuravano l'orizzonte un anno fa si sono dissipate, lasciando apparire alcuni raggi di luce. I paesi debitori sono riusciti lo scorso anno a migliorare in certa misura i loro indici di indebitamento e di servizio del debito, mentre le banche creditrici hanno ulteriormente incrementato i loro accantonamenti ai fondi-rischi. In parte per effetto degli sviluppi riguardanti il Brasile, il precedente clima di conflittualità tra i paesi indebitati ed i creditori si è evoluto nel senso di atteggiamenti più costruttivi. Le banche e i paesi debitori hanno cooperato nell'elaborazione di nuovi schemi e strumenti i quali, oltre a tenere in maggior conto le peculiari situazioni dei singoli paesi e ad assicurare nuovi apporti di fondi, contengono in misura crescente elementi atti ad alleviare effettivamente l'onere in conto capitale e interessi.

Prospettive incerte per la situazione debitoria internazionale

Permangono nondimeno numerosi problemi. Nella maggior parte dei casi, la portata delle nuove iniziative e dei nuovi strumenti è troppo limitata quantita-

tivamente per poter intaccare il nocciolo del problema debitorio. Nonostante un contesto economico internazionale relativamente favorevole, la situazione economica interna ed esterna di molti paesi debitori continua ad essere molto fragile. Nella maggior parte di questi paesi il PNL pro capite e gli investimenti reali sono tuttora molto al di sotto dei livelli degli inizi di questo decennio, ed è difficile immaginarsi come questi paesi possano ritornare su un sentiero di crescita soddisfacente, in assenza di nuovi ingenti apporti di capitali o di forti riduzioni degli oneri per interessi. Nello stesso tempo, il persistere di ampi squilibri nei pagamenti tra i paesi industriali suscita numerosi interrogativi circa l'evoluzione dei tassi di interesse sul dollaro, la libertà degli scambi e il più generale contesto economico in cui si troveranno ad operare in futuro i paesi debitori.

Necessità di
ulteriori sforzi

Pertanto, nonostante alcuni segni di miglioramento, il problema debitorio internazionale è lungi dall'essere un' "operazione compiuta". L'idea di base dell'iniziativa Baker, ossia il progredire verso la soluzione del problema attraverso la crescita, resta certamente valida. Per poter realizzare questa maggiore crescita si rendono tuttavia necessari sforzi addizionali da parte sia dei paesi indebitati sia dei creditori. I primi dovranno cercare di fare un uso migliore delle risorse disponibili e di conseguire una maggiore continuità nelle politiche, mentre spetterà ai paesi creditori il compito di trovare i modi con cui accrescere i flussi netti di risorse verso i paesi debitori e di creare un clima economico mondiale propizio all'espansione del commercio internazionale ed alla crescita economica.

VI. Evoluzione delle grandezze e delle politiche monetarie

Aspetti salienti

Lo scorso anno la politica monetaria è stata impiegata su vasta scala per fronteggiare le perturbazioni sui mercati dei cambi. Globalmente si può ritenere che l'orientamento della politica sia stato di tipo accomodante. I tassi di interesse a breve sono stati abbassati e gli aggregati sono cresciuti fortemente nella maggior parte dei paesi al di fuori degli Stati Uniti. Data la dinamica relativamente favorevole dei prezzi e le incertezze circa gli influssi sugli aggregati, il ritmo dell'espansione monetaria, pur avendo dato luogo a taluni timori e disagi, non ha avuto un peso dominante sulle scelte delle autorità. In risposta alla caduta mondiale dei corsi azionari lo scorso ottobre, la politica monetaria è stata specificamente diretta a salvaguardare la solidità finanziaria ed a scongiurare una recessione.

La politica monetaria ha continuato a basarsi sulle strategie di controllo degli aggregati monetari, con il loro orientamento a medio termine, ma in molti paesi essa ha avuto una connotazione fortemente discrezionale in circostanze che rendevano estremamente difficile una valutazione delle implicazioni di più lungo periodo della rapida crescita monetaria.

Si può affermare che gli andamenti delle grandezze monetarie sono stati soltanto in parte direttamente collegati agli interventi ufficiali sui mercati dei cambi, sebbene gli acquisti di dollari effettuati dalle autorità monetarie dei paesi industriali siano stati effettivamente assai ingenti. I tassi di crescita monetaria sono stati fortemente influenzati dalle politiche dei tassi di interesse perseguite dalle banche centrali in reazione agli sviluppi sia delle economie interne sia dei mercati dei cambi. In molti casi, sui tassi di crescita degli aggregati monetari ampi ha altresì influito la rapida espansione del credito bancario indotta dai più bassi tassi di interesse, dalla deregolamentazione, dalla maggiore concorrenza fra le istituzioni finanziarie, dalla sostenuta crescita economica e dalle speculazioni in terreni ed attività finanziarie.

Con il convergere dei tassi di inflazione nei paesi partecipanti al meccanismo dei tassi di cambio del Sistema Monetario Europeo, il differente impatto del deprezzamento del dollaro USA sulle bilance dei pagamenti correnti e in conto capitale dei paesi membri ha sottoposto il sistema a sollecitazioni maggiori di quelle derivanti dai differenziali di inflazione. Vi sono stati appelli ad una maggiore simmetria negli obiettivi e nell'attuazione delle politiche monetarie nei paesi membri dello SME e, in una prospettiva di ben più lungo periodo, si è dibattuto sulla centralizzazione istituzionale delle decisioni di politica monetaria in Europa. Benché questa possa essere insita nel fine politico ultimo dell'integrazione economica e finanziaria in seno alla CEE, per un futuro meno lontano la questione è piuttosto di sapere quali progressi si possono compiere per soddisfare le necessarie condizioni preliminari.

Lo scorso anno la conflittualità fra gli obiettivi di cambio e le considerazioni di politica monetaria interna si è fatta particolarmente acuta in un altro gruppo di paesi che comprende Regno Unito, Canada, Svezia e Spagna. Le esigenze del cambio hanno talvolta comportato il mantenimento dei tassi di interesse a livelli inferiori a quelli necessari per frenare i forti ritmi di espansione monetaria e creditizia che contribuivano a tassi di crescita dell'attività economica potenzialmente insostenibili.

Gli obiettivi di cambio che i paesi di piccole e medie dimensioni hanno perseguito negli ultimi anni per sostenere una politica monetaria antinflazionistica, ed il grado di rigore mostrato nell'attenersi a questi obiettivi hanno differito considerevolmente. Anche se in taluni casi si sono fatti più marcati i timori circa la capacità dei paesi di conseguire gli obiettivi di crescita economica, resta tuttora aperta la questione di quanto ci si possa attendere dal deprezzamento esterno della moneta nel senso di un allentamento significativo e durevole dei vincoli esterni in un'economia molto aperta. I paesi devono altresì tenere in conto gli effetti sul premio di rischio contenuto nel tasso di interesse a lungo termine che possono derivare da una perdita di credibilità.

Il conseguimento di risultati soddisfacenti a medio termine nell'economia mondiale dipende in definitiva dal controllo dell'inflazione nei maggiori paesi industriali. Sebbene l'inflazione rimanga bassa o moderata nelle principali economie, sussiste il rischio che ci si attenda troppo dalla politica monetaria nel breve periodo qualora la situazione sul fronte dei prezzi dovesse cambiare. L'obiettivo del mantenimento di un alto grado di stabilità dei prezzi può soltanto essere raggiunto con un orientamento prudente delle politiche monetarie nel medio periodo.

La politica monetaria nei maggiori paesi industriali in un contesto di squilibri nell'economia mondiale

Impiego della politica monetaria per fronteggiare i problemi sui mercati valutari e finanziari

Lo scorso anno la conduzione della politica monetaria nei principali paesi industriali è stata fortemente influenzata dagli sforzi volti ad attuare un approccio più coordinato per correggere i disequilibri dell'economia mondiale e fronteggiare le turbolenze sui mercati finanziari e valutari. Le politiche orientate al controllo degli aggregati monetari o creditizi avevano fornito un contributo sostanziale nel comprimere l'inflazione nel mondo industrializzato. Tuttavia, le difficoltà sorte nell'interpretare il comportamento degli aggregati hanno in varia misura reso necessario un approccio più discrezionale alla politica monetaria. Inoltre, le distorsioni e talvolta l'eccessiva variabilità dei tassi di cambio sono state sempre più riguardate come una debolezza di fondo del regime di cambi fluttuanti. Si è fatta strada l'opinione che occorrevano politiche che tenessero maggiormente conto dei tassi di cambio per evitare un altro ciclo di variazioni abnormi in particolare nei confronti del dollaro USA.

L'andamento dei mercati dei cambi come vincolo per la politica monetaria

Benché lo scorso anno il grado di consenso sui vantaggi di un coordinamento internazionale per stabilizzare i cambi sia stato superiore a quello presente in passato, la severità degli oneri che le pressioni nei mercati dei cambi possono

addossare alle politiche monetarie si è fatta ben evidente solo in seguito all'Accordo del Louvre del febbraio 1987. Molti paesi avevano adottato specifici obiettivi in termini di cambio come cardine di una politica monetaria antinflazionistica, e altri avevano talvolta adeguato la propria politica monetaria nell'intento di impedire un deprezzamento eccessivo o troppo rapido della moneta nazionale. Per contro, a parte gli Stati Uniti, nei paesi maggiori l'azione volta a stabilizzare il dollaro ha comportato lo scorso anno l'impiego della politica monetaria per evitare un serio rallentamento dell'attività economica interna. In presenza di alti tassi di interesse reali negli Stati Uniti nei primi anni ottanta il problema della stabilizzazione dei rapporti di cambio fra le monete-chiave non era stato seriamente considerato, anche se gli altri paesi avrebbero senz'altro visto con favore un sostegno da parte statunitense agli sforzi da essi compiuti per limitare l'eccessivo apprezzamento del dollaro. Con il mutato atteggiamento delle autorità americane, la cooperazione internazionale ha assunto un ruolo importante, dopo l'Accordo del Plaza, nell'azione diretta ad evitare una caduta disordinata del dollaro. Nella primavera del 1987 il consistente deprezzamento subito dalla moneta americana nei due anni precedenti faceva sperare in una riduzione sostanziale degli enormi squilibri nei pagamenti correnti fra i paesi maggiori. Inoltre, negli Stati Uniti l'impatto del deprezzamento esterno del dollaro sull'inflazione stava divenendo oggetto di crescente preoccupazione, mentre in Giappone e in Germania le prospettive circa l'andamento dell'attività industriale si facevano più deboli a causa del rapido apprezzamento delle rispettive monete.

La politica monetaria è stata chiamata a contribuire fattivamente all'attuazione dell'Accordo del Louvre. La Riserva Federale, restringendo gradualmente la disponibilità di *non-borrowed reserves* al sistema bancario USA, ha determinato un certo rialzo del tasso sui *federal funds* fra febbraio e maggio, mentre la Banca del Giappone ha pilotato verso il basso il costo del denaro a vista ad un livello più prossimo a quello del saggio di sconto. Gli obiettivi di cambio perseguiti con questi due movimenti divergenti dei tassi di interesse sono stati resi espliciti in una dichiarazione congiunta delle autorità statunitensi e giapponesi in aprile. In Germania il tasso sulle operazioni pronti contro termine della Bundesbank, che già era stato abbassato in gennaio, ha subito un'ulteriore riduzione in maggio. Facendo seguito a massicci interventi ufficiali sul mercato dei cambi per limitare l'apprezzamento della moneta, nella primavera del 1987 sono stati abbassati i tassi di interesse a breve anche nel Regno Unito e in Canada; l'allentarsi delle tensioni entro il meccanismo dei tassi di cambio dello SME ha parimenti consentito, per un certo periodo, un leggero calo dei tassi del mercato monetario in Francia e in Italia.






A partire dalla primavera la politica monetaria ha dovuto far fronte a pressioni sul mercato dei capitali. Date le ricorrenti fasi di debolezza del dollaro – in particolare nei confronti dello yen – nonostante gli ingenti interventi di sostegno delle banche centrali, i tassi di interesse a lungo termine in Germania e Giappone hanno continuato a calare fino a maggio, pur in presenza di un rialzo dei rendimenti sul dollaro in gennaio. Per contro, allorché dopo la flessione di breve durata in maggio i tassi di interesse negli Stati Uniti hanno ripreso a salire nell'estate, sono aumentati i rendimenti anche nella maggior parte degli altri paesi. Negli Stati Uniti vi ha contribuito la debolezza di fondo della domanda

Riconoscimento dei vantaggi derivanti dalla stabilità dei cambi

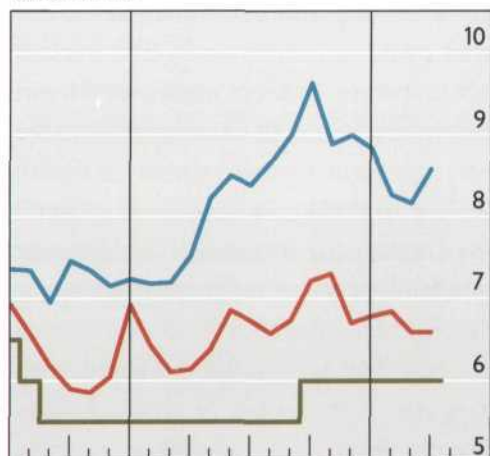
Adattamento della politica monetaria a sostegno dell'Accordo del Louvre

Pressioni derivanti da un rialzo generalizzato dei rendimenti obbligazionari

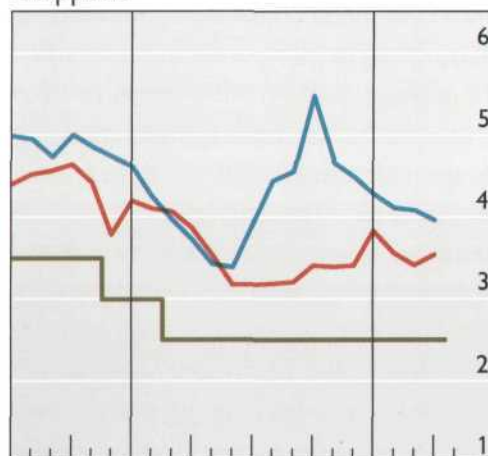
Tassi di interesse ufficiali e di mercato; 1986–88

-  tasso di aggiudicazione nelle operazioni in titoli della banca centrale¹
-  saggio ufficiale di sconto annunciato
-  tasso massimo annunciato sul finanziamento della banca centrale²
-  tasso a brevissimo termine del mercato monetario
-  rendimento dei titoli di Stato³

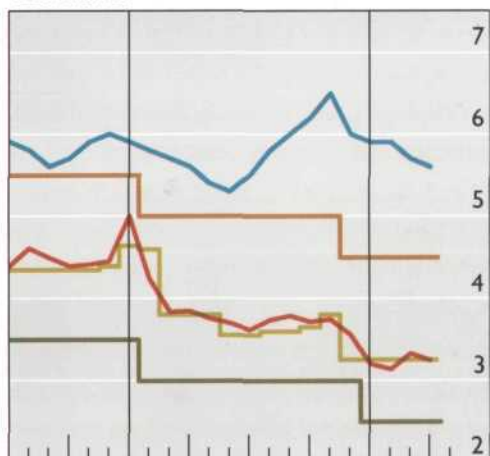
Stati Uniti



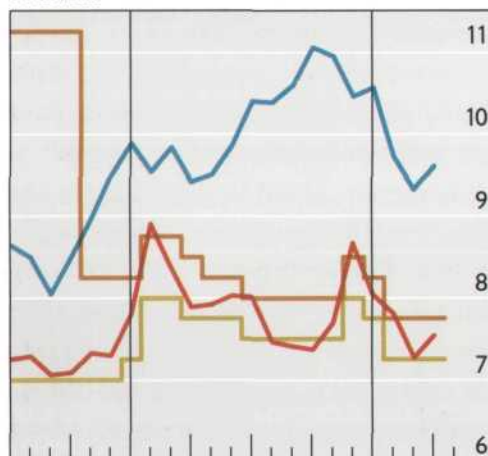
Giappone



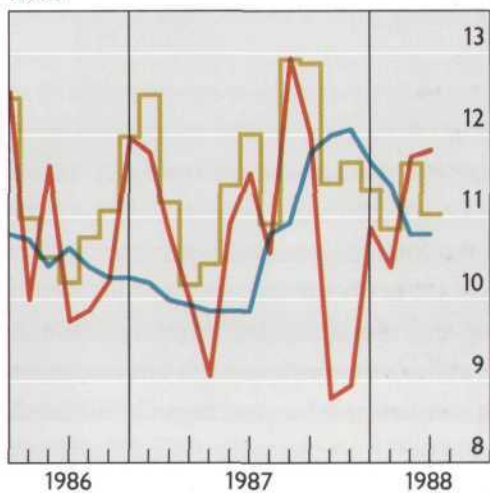
Germania



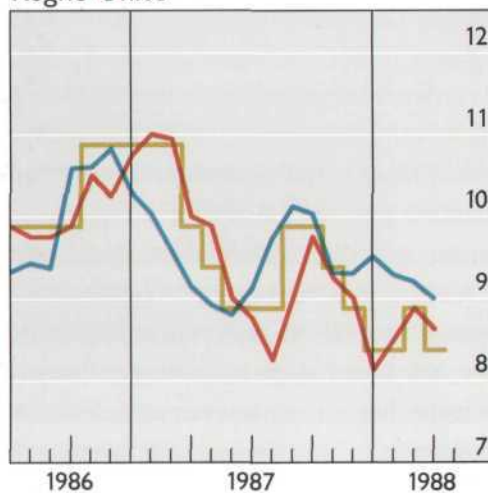
Francia



Italia



Regno Unito



¹ Per il Regno Unito, acquisti di effetti bancari a brevissimo termine. ² Per la Germania, tasso "Lombard"; per la Francia, "pensione" a sette giorni di titoli del Tesoro. ³ Per l'Italia, BOT a sei mesi.

privata estera di titoli, unitamente ai timori a riguardo dei rischi di inflazione derivanti dal deprezzamento del dollaro, dei prezzi delle materie prime e del fatto che talune industrie stavano approssimandosi ai limiti di capacità. Il mutare dei flussi di investimenti di portafoglio internazionali è stato altresì alla base del movimento dei tassi in Germania e Giappone, paesi in cui il precedente apprezzamento del tasso di cambio aveva sí contribuito a ridurre i tassi di inflazione correnti, ma non era evidentemente riuscito a debellare le aspettative di inflazione futura. All'inizio dell'autunno le curve dei rendimenti mostravano nella maggior parte dei paesi una forte inclinazione positiva.

Negli Stati Uniti, dove la politica monetaria era impegnata a reagire alle chiare indicazioni di tensioni nell'economia sul fronte della domanda e dei prezzi piuttosto che all'evoluzione degli aggregati monetari, il modesto aumento del tasso sui *federal funds* durante l'estate è stato sostenuto da un innalzamento del saggio ufficiale di sconto in settembre. La Banca del Giappone ha temuto per un certo tempo che la rapida crescita monetaria e creditizia potesse alimentare forti rincari dei terreni e delle attività finanziarie. A metà 1987 un'accelerazione nel ritmo dell'aggiustamento economico in Giappone cominciava a tradursi in strozzature nel settore delle costruzioni, in episodi di accumulazione speculativa delle scorte e in aumenti di prezzo dei prodotti primari. L'orientamento restrittivo della politica monetaria veniva pertanto temperato, impedendo ulteriori cali dei tassi di interesse. A quel tempo gli interventi congiunti effettuati in precedenza dalle banche centrali sui mercati dei cambi, ed alcuni segni di progresso nell'attuazione degli intendimenti di politica fiscale espressi nell'Accordo del Louvre, nel comunicato ministeriale emanato in aprile a Washington dal Gruppo dei Sette ed al vertice di Venezia in giugno, sembravano aver contribuito a stabilizzare il dollaro. I tassi di interesse a breve termine venivano innalzati durante l'estate ed agli inizi dell'autunno in tutti i paesi europei del Gruppo dei Sette e in Canada, sebbene in tutti i casi l'aumento sia stato inferiore a quello dei tassi del mercato monetario statunitense. In Germania la Bundesbank ha consentito il ripetuto sconfinamento dal suo obiettivo di crescita monetaria, ma ha cercato di contrastare le aspettative inflazionistiche restringendo l'offerta di riserve bancarie e consentendo alle pressioni di mercato di far ridiscendere pressappoco al livello di febbraio il tasso delle sue operazioni temporanee.

Di fronte al collasso del mercato azionario in ottobre, le autorità monetarie hanno chiaramente dovuto considerare il rischio di una crisi del sistema finanziario, rischio che si presentava con diverso grado di intensità a seconda dei paesi. La loro reazione in diversi paesi maggiori è stata di entità considerevole. Negli Stati Uniti i potenziali effetti di ricchezza prodotti dalla caduta dei corsi azionari sull'attività economica e sulle aspettative di inflazione sono parsi giustificare un abbassamento dei tassi di interesse, e nell'arco di due settimane il tasso sui *federal funds* è sceso di circa 100 punti base. La politica monetaria negli altri paesi ha altresì dovuto considerare gli effetti della successiva ulteriore perdita di valore del dollaro, la quale ha contribuito a rianimare le tensioni nello SME. Il dollaro è rimasto debole fino al gennaio 1988, dopo di che i mercati valutari sono divenuti più stabili grazie ai massicci acquisti coordinati di dollari da parte delle banche centrali, all'annuncio di provvedimenti fiscali di sostegno negli Stati Uniti e in

Timori per la
rapida espan-
sione monetaria

Reazioni al
rischio di fragilità
finanziaria ...

... e all'ulteriore
flessione del
dollaro USA

Germania, nonché all'emanazione di un nuovo comunicato del Gruppo dei Sette. In Giappone i tassi di interesse a breve sono leggermente calati dopo il mese di ottobre. La Bundesbank ha gradualmente abbassato il tasso delle sue operazioni temporanee in titoli, e in dicembre ha ridotto il saggio di sconto ad un livello senza precedenti. Talune di queste modifiche sono state coordinate con aumenti dei tassi ufficiali in altri paesi europei. Negli Stati Uniti e in Giappone anche i rendimenti obbligazionari hanno segnato forti cali nell'ultima parte del 1987 ed agli inizi di quest'anno. In Germania, tuttavia, la flessione dei tassi a lungo termine è stata limitata, e nei primi mesi del 1988 la curva dei rendimenti aveva nuovamente assunto un'inclinazione alquanto marcata.

I tassi di interesse a lungo termine come vincolo per la politica monetaria

Lo scorso anno gli sviluppi nei mercati obbligazionari dei paesi maggiori, prescindendo dagli Stati Uniti, non sono stati strettamente correlati alle variazioni dei tassi di interesse a breve. Durante l'ultimo decennio l'evidenza empirica ha ampiamente mostrato che, anche in un ambito puramente interno, i rendimenti obbligazionari spesso riflettono le valutazioni del mercato circa le prospettive di lungo periodo dell'economia e in particolare le aspettative di inflazione. Nel lungo periodo tali aspettative si basano principalmente sulla dinamica passata dell'inflazione interna, ma a breve termine può parimenti essere importante l'andamento di variabili intermedie come la quantità di moneta in rapporto all'obiettivo posto dalle autorità.

Gli effetti dell'internazionalizzazione dei mercati finanziari ...

In misura sempre maggiore le banche centrali hanno dovuto altresì tenere conto di come l'internazionalizzazione dei mercati finanziari abbia limitato il margine disponibile, anche nelle economie maggiori, per influenzare i tassi di interesse a lungo termine mediante la manovra di quelli a breve. A partire dalla metà degli anni settanta l'arbitraggio fra i mercati nazionali è stato facilitato in misura crescente dalla rimozione dei vincoli posti ai movimenti internazionali dei capitali ed all'accesso ai mercati nazionali da parte degli operatori esteri, nonché dalle innovazioni nella tecnologia delle comunicazioni e negli strumenti del mercato. La mobilità internazionale dei capitali ha accresciuto in tutti i paesi la reattività dei rendimenti alle politiche ed alle forze di mercato in atto nelle economie esterne, limitando, per contro, la portata dell'influsso che possono esercitare le condizioni interne. Lo scorso anno la domanda di nuove emissioni di titoli pubblici negli Stati Uniti è parsa talvolta fortemente condizionata dalle preferenze degli investitori esteri. In Giappone i mutamenti nelle aspettative degli investitori residenti circa il cambio del dollaro hanno costituito una determinante primaria della domanda di obbligazioni giapponesi. In Germania gli ampi afflussi di investimenti di portafoglio dall'estero hanno contribuito a comprimere i rendimenti nei primi mesi del 1987, ma ad essi sono seguiti deflussi nella seconda parte dell'anno.

... e delle aspettative di cambio

Le aspettative di variazioni future dei tassi di cambio fluttuanti hanno spesso determinato un divario fra i rendimenti obbligazionari di paesi con differenti tassi di inflazione. In questo senso la credibilità della politica monetaria ha continuato ad essere un fattore importante nella determinazione dei rendimenti nei singoli paesi. Altri fattori hanno tuttavia assunto un ruolo di rilievo in presenza di

movimenti abnormi dei tassi di cambio, oppure immediatamente dopo un importante aggiustamento dei cambi, come è avvenuto agli inizi dello scorso anno. I differenziali di rendimento fra i titoli in diverse valute possono tendere ad ampliarsi, come è avvenuto nei primi mesi del 1987, se si ritiene che gli interventi ufficiali non possano differire per lungo tempo l'apprezzamento delle monete con tassi di inflazione relativamente bassi, oppure se vi sono incertezze di fondo circa le prospettive dei rapporti di cambio. Se invece i mercati credono che la cooperazione delle autorità in materia di cambi manterrà la sua efficacia per un considerevole periodo di tempo, come è stato evidente nell'estate scorsa, i rendimenti nei diversi paesi tenderanno a muoversi in maggior sintonia. Data la dimensione del mercato finanziario statunitense, negli altri paesi ciò potrebbe comportare tassi di interesse a lungo termine apparentemente elevati rispetto ai livelli correnti relativamente bassi dell'inflazione interna.

In una siffatta situazione è assai improbabile che le misure prese per far scendere i tassi di interesse a breve siano efficaci nell'abbassare quelli a lungo termine. D'altra parte, i rialzi dei tassi a breve, che potrebbero apparire appropriati come mezzo per rallentare la crescita monetaria ed evitare una perdita di credibilità, possono essere incoerenti con l'obiettivo di evitare pressioni sul tasso di cambio nel breve periodo.

La fragilità finanziaria come vincolo per la politica monetaria

Nella conduzione quotidiana della politica monetaria durante il 1987 le banche centrali hanno dovuto soppesare attentamente gli effetti dell'accresciuta incertezza nei mercati finanziari sulla domanda effettiva e potenziale di liquidità da parte degli operatori bancari e non bancari. In risposta alla crisi di ottobre dei mercati azionari le autorità monetarie negli Stati Uniti e in Giappone hanno affermato pubblicamente che esse erano pronte a fornire liquidità ai mercati finanziari. Diverse banche centrali hanno adottato misure speciali per soddisfare aumenti eccezionali della domanda di riserve bancarie mediante operazioni sul mercato a breve. Durante i giorni cruciali le banche centrali dei paesi maggiori si sono mantenute in stretto contatto fra di loro e con gli operatori del mercato. Agli inizi di novembre i Governatori delle banche centrali dei paesi del Gruppo dei Dieci hanno espresso soddisfazione per i provvedimenti adottati al fine di preservare l'ordinato funzionamento del sistema finanziario ed hanno riaffermato il loro impegno in tal senso.

Poiché la crisi negli Stati Uniti si è manifestata con maggiore gravità che negli altri paesi, può essere interessante considerare in modo più particolareggiato le iniziative del Sistema della Riserva Federale. Nel periodo dal 19 al 30 ottobre il Sistema è stato fortemente attivo effettuando ogni giorno operazioni di mercato aperto per ingenti ammontari, spesso in anticipo rispetto all'orario consueto. Per diverse settimane è stata sospesa la pratica di finalizzare tali operazioni ad un obiettivo in termini di ricorso al rifinanziamento bancario presso lo sportello del risconto. Ed infatti, l'indebitamento delle banche attraverso tale canale a fini di aggiustamento delle riserve e per esigenze correnti è sceso da circa \$ 500 milioni prima della crisi a circa \$ 300 milioni agli inizi di novembre. Mentre sorvegliava attentamente la liquidità, la posizione degli operatori

Decisa azione della Riserva Federale nell'ultima parte di ottobre ...

... nel sorvegliare la liquidità del mercato, ...

... nel rendere disponibili abbondanti riserve bancarie e nel ridurre i tassi di interesse

Esigenza di risposte attentamente vagliate ...

... e di appropriate politiche di vigilanza

Riconsiderazione delle strategie di politica monetaria

primari e le condizioni di liquidazione sui mercati azionari, dei *futures* e delle opzioni, il *Fed* ha cercato di dissipare i timori di inadempienze contrattuali sul mercato secondario dei titoli del Tesoro ed ha allentato taluni vincoli posti al prestito di tali titoli dal proprio portafoglio. Per facilitare il puntuale regolamento dei margini di garanzia sui mercati a termine sono state estese su due giorni le operazioni del sistema di trasferimento di fondi della Riserva Federale. Sono stati tenuti sotto stretto controllo gli invii di banconote per individuare tempestivamente il manifestarsi di eventuali "corse agli sportelli". Pur mantenendo una rigorosa vigilanza sull'esposizione creditizia delle banche, il *Fed* ha discusso con queste l'importanza di assicurare un'adeguata liquidità ed il finanziamento degli intermediari del mercato mobiliare. Inoltre il Sistema ha reso disponibili riserve in misura sufficiente ad evitare costi di rifinanziamento crescenti per le banche, ed ha soddisfatto un incremento nella domanda di riserve libere, così come l'aumento delle riserve obbligatorie dovuto al gonfiamento dei depositi a vista risultante dalle intensissime transazioni in titoli. Tutto ciò ha implicato un allentamento della politica monetaria, come sta ad indicare il calo del tasso sui *federal funds*.

Successivamente la domanda di riserve obbligatorie e libere è ritornata a livelli più normali e l'offerta di liquidità è stata ridimensionata. Si è anche annullato il forte aumento delle anticipazioni bancarie su titoli prodottosi durante la crisi. Non si sono avute indicazioni di uno spostamento permanente nelle preferenze per la liquidità del pubblico e la crescita degli aggregati monetari è andata rallentando in novembre e dicembre. Durante questo periodo si è registrato un netto calo dei tassi di interesse a breve in diversi altri paesi, fra cui il Regno Unito ed il Canada.

Gli accadimenti dell'ottobre 1987 pongono in chiara evidenza il ruolo essenziale delle banche centrali nei periodi di crisi finanziaria. In presenza di forti turbolenze finanziarie la risposta appropriata dipenderà dalle specifiche circostanze e dalla valutazione del fabbisogno di liquidità. In definitiva il rischio di panico è stato evitato. Tuttavia, la rapidità con cui sono stati successivamente dissipati i timori di instabilità finanziaria e di recessione economica sottolinea l'esigenza di valutare attentamente in quale misura e per quanto tempo sia opportuna l'immissione di liquidità addizionale nei momenti di crisi dei mercati finanziari. L'adozione di appropriate politiche di più lungo periodo in materia di regolamentazione e vigilanza dell'attività bancaria e mobiliare contribuirà a minimizzare i rischi per l'intero sistema economico derivanti da una fragilità dei mercati finanziari e costituisce un requisito essenziale per l'efficacia delle politiche monetarie.

Approcci alternativi in termini di strategie ed obiettivi di politica monetaria

La pratica di stabilire e pubblicare obiettivi intermedi di crescita monetaria, seguita negli ultimi anni nella maggior parte dei principali paesi industriali e in alcune economie minori, è stata concepita per fornire un "ancoraggio" alla politica monetaria ed alle aspettative inflazionistiche. Nel corso degli anni sono

sorte varie difficoltà nell'attuazione di tali strategie, ma i forti scostamenti per eccesso o per difetto, prodottisi negli ultimi due anni in taluni paesi maggiori, hanno indotto a riconsiderare non soltanto le tattiche, ma anche l'eventuale adozione di obiettivi intermedi alternativi.

Il perseguimento di obiettivi di espansione monetaria si fonda sul duplice assunto che una crescita della massa monetaria eccedente quella del potenziale produttivo dell'economia, tenuto conto di eventuali tendenze di lungo periodo nella variazione della velocità in rapporto al reddito, conduce in definitiva ad un aumento dell'inflazione, e che un elevato grado di stabilità dei prezzi costituisce un requisito essenziale per una soddisfacente evoluzione economica nel medio periodo. In generale le banche centrali non hanno aderito alla tesi che tali enunciati valgano anche nel breve periodo. In linea di principio, com'è ben noto, nel fissare gli obiettivi per specifici aggregati occorre tener conto di taluni cambiamenti a livello interno ed internazionale nella domanda di moneta e di influssi derivanti dai tassi di interesse e di cambio. Tuttavia, siffatti obiettivi perdono parte della loro efficacia informativa se non possono essere direttamente collegati alla crescita economica effettiva o potenziale ed ai tassi di inflazione in maniera tale da esplicitare pubblicamente gli intendimenti delle autorità.

Obiettivi di
espansione
monetaria

Le strategie adottate hanno contemplato vari elementi di flessibilità nella fissazione degli obiettivi. Negli ultimi anni negli Stati Uniti e in Germania le fasce prefissate per la crescita annua della quantità di moneta sono state allargate ed applicate agli aggregati ampi. Le banche centrali non hanno di norma cercato di controllare da vicino l'andamento degli aggregati monetari nel breve periodo, soprattutto nell'intento di evitare variazioni destabilizzanti dei tassi di interesse. Tuttavia, il persistere durante parecchi anni di fattori particolari che influiscono sul comportamento degli aggregati – come modifiche dei tassi di cambio reali tali da alterare le relazioni fra gli aggregati medesimi e variazioni nel livello dei prezzi nei singoli paesi – è chiaramente fonte di difficoltà, anche se nel più lungo periodo possono ristabilirsi relazioni più normali.

Gli obiettivi di tasso di cambio perseguiti negli ultimi anni da molti paesi europei minori e da un crescente numero di economie maggiori possono considerarsi come un mezzo alternativo di ancoraggio per la politica monetaria. Lo scorso anno le autorità statunitensi hanno riconosciuto che il tasso di cambio costituisce un importante prezzo relativo nell'economia, i cui effetti sui costi, sui profitti e sull'attività economica non potevano essere trascurati nella formulazione della politica monetaria. Tuttavia, l'impostare la politica monetaria in funzione di un obiettivo di cambio non è sempre un modo affidabile per assicurare un andamento soddisfacente dei prezzi e dei salari nel lungo periodo. In pratica, i vantaggi derivanti dall'impiego dei tassi di cambio come ancoraggio per la conduzione della politica monetaria nei singoli paesi sono dipesi dal conseguimento della stabilità dei prezzi da parte di almeno una grande economia che fa uso di una politica monetaria guidata da obiettivi ed indicatori interni.

Obiettivi alter-
nativi: tassi di
cambio...

Gli obiettivi in termini di tasso di interesse nominale non possono essere generalmente considerati come uno strumento alternativo rispetto al controllo della quantità di moneta o dei tassi di cambio. Quasi tutte le banche centrali dei paesi industriali si pongono attualmente degli obiettivi operativi in termini di tassi di interesse che sono strumentali al perseguimento degli obiettivi intermedi o

...tassi di
interesse..

finali della politica monetaria. La maggior parte delle banche centrali ha parimenti continuato a riguardare i tassi di interesse come elemento-chiave del meccanismo di trasmissione della politica monetaria, anzi come lo strumento più incisivo per il governo della moneta. Tuttavia, non è certo che, in assenza di altre guide, i tassi di interesse siano stabiliti a livelli appropriati per contrastare il formarsi di spinte inflazionistiche. In diversi paesi maggiori le variazioni dei rendimenti obbligazionari, fortemente sensibili alle forze del mercato, vengono ormai considerate come un parametro indicativo delle aspettative di inflazione degli operatori. Il problema consiste però nel distinguere questa determinante dagli altri fattori che agiscono sul livello dei rendimenti.

...PNL nominale
e prezzi dei
prodotti primari

Altre grandezze meno assoggettabili all'influenza delle banche centrali sono state proposte come parametri-guida della politica monetaria. In effetti, in alcuni paesi maggiori la dinamica degli aggregati è in misura crescente interpretata alla luce dei dati sull'andamento dell'economia e dei prezzi. Gli obiettivi ufficiali in termini di PNL possono in linea di principio servire da ancoraggio nominale, ma in pratica rischiano di subordinare la politica monetaria ai tentativi di influenzare l'evoluzione corrente del prodotto e dell'occupazione. L'andamento dei prezzi dei prodotti primari in mercati internazionali competitivi può servire da indicatore preventivo delle tensioni dal lato della domanda e dei costi, ma esso è parimenti influenzato dalle condizioni dell'offerta e non è sempre strettamente correlato ai prezzi del prodotto finale, a cui si applicano gli obiettivi delle politiche. Negli Stati Uniti la politica monetaria fa ora riferimento ad una gamma di indicatori nell'azione diretta a stabilizzare l'economia.

I rischi insiti negli
approcci flessibili

In generale, tuttavia, gli approcci flessibili comportano dei rischi se i mercati vengono lasciati nell'incertezza quanto all'indicatore che le autorità stanno seguendo in un dato momento. Con la pubblicazione di traguardi di crescita monetaria si è inteso in generale enfatizzare gli obiettivi a medio termine della politica monetaria e, in particolare, contribuire a contrastare le pressioni al ribasso sui tassi di interesse. Una politica monetaria con risposte flessibili al mutare delle circostanze è di conseguenza resa più difficile; tuttavia lo scorso anno le banche centrali si sono prodigate per spiegare le ragioni tecniche che hanno impedito il conseguimento degli obiettivi, nonché i limiti immanenti della manovra monetaria. Esse hanno ritenuto che l'ulteriore pubblicazione di obiettivi di crescita, quand'anche questi venissero superati per un certo periodo, può contribuire a preservare la credibilità della politica monetaria ed a stabilizzare i tassi di interesse a lungo termine e le aspettative inflazionistiche.

Gli obiettivi a medio termine della politica monetaria ed il controllo della quantità di moneta

Mentre i tassi di crescita degli aggregati monetari si sono ridotti sensibilmente negli Stati Uniti, essi sono rimasti assai elevati in molti altri paesi. Preoccupate per il palese formarsi di aspettative inflazionistiche nell'estate scorsa, le autorità monetarie dei paesi maggiori hanno adottato cauti provvedimenti volti a moderare l'espansione monetaria, sebbene nella maggior parte dei casi le politiche siano poi state allentate in seguito al collasso dei mercati azionari in

ottobre. Anche se l'interpretazione dell'andamento di particolari aggregati monetari o creditizi ha continuato ad essere problematica, le autorità monetarie sono rimaste in guardia contro il rischio che la relazione fra crescita monetaria ed inflazione possa riemergere nel più lungo periodo.

Negli Stati Uniti i tassi di crescita monetaria si sono fortemente ridotti nel 1987. La decelerazione è stata particolarmente marcata per M_1 , per il quale è stato abbandonato l'annuncio di una fascia-obiettivo all'inizio dell'anno. L'espansione di M_2 e M_3 è scesa al di sotto dei limiti inferiori dei rispettivi intervalli prefissati. L'indebitamento totale dei settori interni non finanziari (TDND) si è accresciuto ad un tasso mediano rispetto alla fascia orientativa, ma pur sempre in eccesso sulla crescita del reddito nominale.

Rallentamento dell'espansione monetaria negli Stati Uniti

In Giappone la proiezione della Banca del Giappone per la crescita su quattro trimestri di $M_2 + CD$ è stata ripetutamente aggiustata verso l'alto nel corso del 1987. A fine anno l'espansione di tale aggregato si situava intorno al 12%, un livello che non si registrava da quasi un decennio. In Germania la crescita della moneta della banca centrale ha abbondantemente ecceduto il limite superiore della fascia-obiettivo per il secondo anno consecutivo.

Rapida crescita monetaria in altri paesi

In Francia durante il 1987 l'espansione di M_2 è stata prossima al valore inferiore della sua fascia-obiettivo, mentre quella di M_3 ha ecceduto la soglia prefissata. Nel Regno Unito la crescita di M_0 è rimasta a mala pena entro l'intervallo di valori prestabilito, mentre la crescita del PIL nominale è andata oltre le proiezioni del governo. In Italia l'espansione del credito al settore non statale ha subito un rallentamento dopo l'estate, ma nell'arco dell'anno l'incremento dell'aggregato creditizio e di M_2 è risultato vicino al limite superiore delle rispettive fasce-obiettivo. In Spagna la crescita delle attività liquide detenute dal pubblico ha superato abbondantemente l'obiettivo originale.

In Svizzera l'aumento medio annuo della moneta della banca centrale rettificata ha superato l'obiettivo. Nei Paesi Bassi l'espansione del credito bancario è rallentata fortemente, e benché sia parimenti diminuita la crescita delle passività a lungo termine (non monetarie) delle banche, è stato leggermente superato il tasso prefissato per la creazione interna netta di moneta da parte delle banche durante il periodo biennale terminante nel dicembre 1987.

L'interpretazione dei tassi di crescita monetaria

Nei principali paesi l'andamento degli aggregati-chiave in rapporto al PNL nominale durante il 1987 può in gran parte essere spiegato con le variazioni dei tassi di interesse a breve, anche se in alcuni casi esso ha risentito altresì delle condizioni del mercato dei cambi o del volume dell'attività finanziaria. Negli Stati Uniti l'aumento della velocità di M_2 ed M_3 nel 1987 ha rispecchiato da vicino l'ascesa dei tassi di interesse durante i primi tre trimestri dell'anno. In Germania e in Giappone i più bassi tassi di interesse hanno contribuito a moderare la velocità degli aggregati posti come obiettivo ovvero oggetto di proiezioni.

Chiaro influsso dei tassi di interesse

Negli Stati Uniti il forte rallentamento della crescita monetaria nel 1987 induce a sovrastimare la misura dell'inasprimento della politica monetaria nella prima parte dell'anno. La reattività della domanda di specifiche componenti degli aggregati monetari ai tassi di interesse è aumentata nettamente dopo la liberaliz-

Accresciuta reattività degli aggregati USA ai tassi di interesse

Aggregati monetari e creditizi: obiettivi e tassi di crescita

| Paesi | Aggregato monetario o creditizio ¹ | Obiettivo ² per | | | Espansione monetaria o creditizia | | | |
|----------------|---|----------------------------|--------------------|-------------------|-----------------------------------|-------------------|--|--------|
| | | | | | periodo considerato | | variazioni su quattro trimestri ⁵ | |
| | | 1986 ³ | 1987 ³ | 1988 ³ | 1986 | 1987 | 1987 I | 1988 I |
| in percentuale | | | | | | | | |
| Stati Uniti | M ₁ | 3-8 | - | - | 15,6 | 6,3 | 16,8 | 3,9 |
| | M ₂ | 6-9 | 5,5-8,5 | 4-8 | 9,4 | 4,0 | 9,5 | 4,1 |
| | M ₃ | 6-9 | 5,5-8,5 | 4-8 | 9,2 | 5,3 | 8,6 | 5,4 |
| | TDND | 8-11 | 8-11 | 7-11 | 13,3 | 9,8 | 11,9 | 9,5 |
| Giappone | M ₂ + CD | 8-9 | 11-12 | 12 | 8,3 | 11,8 | 8,8 | 12,1 |
| Germania | MBC | 3,5-5,5 | 3-6 | - | 7,7 | 8,1 | 7,7 | 8,3 |
| | M ₃ | - | - | 3-6 | 7,3 | 6,1 | 7,4 | 6,0 |
| Francia | M ₂ | - | 4-6 | 4-6 | 4,9 | 4,1 | 3,8 | 3,1 |
| | M ₃ | 3-5 | 3-5 | - | 4,5 | 9,2 | 5,2 | 8,1 |
| Regno Unito | M0 | 2-6 | 2-6 | 1-5 | 5,8 ⁶ | 5,8 ⁶ | 4,4 | 5,2 |
| | M ₃ | 11-15 | - | - | 20,7 ⁶ | 20,7 ⁶ | 19,5 | 20,9 |
| Italia | CSNS | 7 | 5-9 | 6-10 | 11,4 | 10,2 | 13,4 | 9,9 |
| | M ₂ | 7-11 | 6-9 | 6-9 | 9,4 | 8,4 | 10,2 | 7,0 |
| Spagna | ALP | 9,5-12,5 | 6,5-9,5 | 8-11 | 11,9 | 14,0 | 11,5 | 13,8 |
| Svizzera | MBCR | 2 | 2 | 3 | 2,0 | 3,0 | 3,2 | 1,3 |
| Paesi Bassi | DM ₂ | 5,5-6 | 11-12 ⁷ | - | 9,6 | 13,6 ⁷ | 6,9 | n.d. |

¹ TDND = indebitamento totale dei settori interni non finanziari; MBC = moneta della banca centrale; M0 = base monetaria ampia; CSNS = credito al settore non statale (comprese talune aziende del settore pubblico); ALP = attività liquide nelle mani del pubblico; MBCR = moneta della banca centrale rettificata; DM₂ = contributo del settore bancario alla creazione di M₂ (incremento del credito bancario al settore privato e del credito bancario a lungo termine alle amministrazioni pubbliche meno incremento delle passività bancarie a lungo termine). ² Per TDND negli Stati Uniti, intervallo di valori orientativo; per M₂ + CD in Giappone, proiezione. ³ Periodi di obiettivo; da quarto trimestre a quarto trimestre per Stati Uniti, Giappone (nel 1988 da secondo trimestre a secondo trimestre), Germania e Francia; da dicembre a dicembre per Italia, Spagna e Paesi Bassi. Per il Regno Unito, periodi di dodici mesi terminanti in marzo. Per la Svizzera, medie annue. Nel Regno Unito l'obiettivo per sterling M₃ (successivamente chiamato M₃) nel 1986 è stato sospeso nell'ottobre 1986. ⁴ Calcolato sulla stessa base dell'obiettivo. ⁵ Basata su medie trimestrali. ⁶ Periodo di dodici mesi terminante nel marzo successivo. ⁷ Periodo di ventiquattro mesi terminante nel dicembre 1987.

Fonte: statistiche nazionali.

zazione dei tassi medesimi completata nel 1986. La lentezza con cui le banche e le casse di risparmio hanno adeguato la remunerazione dei depositi ai movimenti dei tassi del mercato monetario ha determinato ampie oscillazioni nell'incentivo a detenere depositi bancari. Questo comportamento, che aveva costituito un importante fattore della rapida crescita degli aggregati ristretti nel 1986, ha contribuito al suo rallentamento lo scorso anno. In gran parte a causa di ciò, i depositi a vista ed a risparmio compresi in M₁ hanno dato uno scarso contributo all'espansione della moneta in senso ampio, mentre si sono accresciuti fortemente i collocamenti in depositi a scadenza e in strumenti del mercato monetario.

In Giappone parte della crescita relativamente rapida di M₂ + CD nel corso del 1987 può essere attribuita all'ulteriore forte espansione dei depositi a scadenza in seguito alla nuova riduzione, agli inizi dell'anno, dell'ammontare

minimo dei collocamenti remunerabili a tassi di interesse liberi. L'accresciuto volume delle transazioni in attività finanziarie ha contribuito ad una netta flessione della velocità di circolazione dei saldi monetari detenuti dal settore imprese. In gran parte per effetto della crescita modesta dei depositi postali, l'aggregato più ampio $M_3 + CD$ ha continuato ad espandersi meno rapidamente di $M_2 + CD$.

Deregolamentazione in Giappone

| Componenti della crescita della quantità di moneta in senso lato e della liquidità totale ¹ | | | | | | | |
|--|---|------------------|---|---------------------|-----------------------------------|-----------------------------------|--|
| Paesi e periodi | Circolante | Depositi a vista | Altri conti ² compresi in M ₁ | Depositi a scadenza | Depositi a risparmio ³ | Strumenti di mercato ⁴ | Incremento di M ₃ in percentuale sulla variazione della liquidità |
| | variazione dicembre su dicembre, in percentuale sulla crescita della quantità di moneta | | | | | | |
| Stati Uniti | | | | | | | |
| 1972-86 | 5 | 6 | 7 | 29 | 28 | 25 | 85 |
| 1986 | 4 | 13 | 19 | -9 | 54 | 19 | 95 |
| 1987 | 10 | -9 | 14 | 35 | 5 | 46 | 89 |
| Giappone | | | | | | | |
| 1972-86 | 7 | 18 | n.d. | 71 | n.d. | 5 ⁵ | 60 |
| 1987 | 6 | 6 | n.d. | 88 | n.d. | -1 | 66 |
| Germania | | | | | | | |
| 1972-86 | 10 | 22 | n.d. | 26 | 42 | n.d. | n.d. |
| 1987 | 19 | 23 | n.d. | 13 | 44 | n.d. | n.d. |
| Francia | | | | | | | |
| 1978-86 | 5 | 37 | n.d. | 18 | 37 | 12 ⁶ | 88 |
| 1987 | 3 | 17 | n.d. | 24 | 17 | 39 | 68 |
| Regno Unito | | | | | | | |
| 1972-86 | 12 | 20 ⁷ | 23 ⁷ | 46 | n.d. | n.d. | 56 |
| 1987 | 2 | 10 | 37 | 50 | n.d. | n.d. | 81 |

¹ Moneta in senso lato: M₃ (per il Giappone M₂ + CD); liquidità totale: per gli Stati Uniti e Francia, L; per il Giappone M₃ + CD; per il Regno Unito, M₄. ² Componente fruttifera di M₁. ³ Per gli Stati Uniti, compresi i conti di deposito del mercato monetario e i fondi di investimento compositi. ⁴ Per gli Stati Uniti, depositi a scadenza di grosso taglio; per Giappone e Francia, certificati di deposito. ⁵ 1979-86. ⁶ 1985-86. ⁷ 1976-86.

Fonte: statistiche nazionali.

In Germania l'andamento degli aggregati monetari è stato grosso modo in linea con le relazioni precedentemente stabilite con il reddito nominale ed i tassi di interesse. La Bundesbank ha più volte fatto rilevare che nel 1986 e 1987 l'aumento della moneta della banca centrale (consistente nelle riserve bancarie obbligatorie a fronte delle passività sull'interno ponderate in base ai coefficienti del 1974, più le banconote e monete detenute dal pubblico) era stata influenzata dalla forte espansione dell'ampia componente costituita dal circolante e potrebbe in certa misura sovrastimare il tasso tendenziale di espansione monetaria. La reattività ai tassi di interesse della domanda di circolante in Germania è da tempo assai superiore a quella di altri paesi, anche se la recente rapida crescita di

Influsso dei tassi di interesse e di fattori esterni in Germania

Preferenza per la liquidità e cambiamenti strutturali in altri paesi

questa componente può anche essere posta in relazione diretta con le aspettative di apprezzamento del marco. La crescita di M_3 è stata fortemente influenzata dagli afflussi di capitali nella prima metà dell'anno, che hanno mantenuto i tassi di interesse a lungo termine al di sotto dei livelli che avrebbero reso attrattive per gli investitori residenti le obbligazioni bancarie.

In Francia la rapida crescita di M_3 è in ampia misura attribuibile ad una maggiore preferenza per la liquidità da parte degli investitori, di riflesso alle aspettative di ascesa dei tassi di interesse a lungo termine. L'espansione dei depositi a scadenza ed in particolare quella dei certificati di deposito, introdotti nel 1985 e compresi in M_3 ma non in M_2 , è rimasta a ritmi sostenuti, nonostante un incremento selettivo dei coefficienti di riserva obbligatoria ad essi applicati con effetto dal giugno scorso. In particolare, vi è stata una ricomposizione dei portafogli dei fondi comuni a favore di attività comprese in M_3 , unitamente ad un netto aumento dei collocamenti del pubblico in fondi di investimento specializzati del mercato monetario. Nel Regno Unito lo scorso anno il perdurare della concorrenza fra le banche e le *building societies* si è tradotta in un forte incremento di M_4 e in un'espansione ancora maggiore di M_3 , che esclude le passività delle *building societies*. In parte quest'ultima è attribuibile ad uno spostamento nelle attività di tali istituzioni dai titoli di Stato verso i depositi bancari, nonché alla crescita dei depositi di altri soggetti del settore finanziario parallelamente all'espansione della loro attività.

In Svizzera la crescita sostenuta della domanda di circolante ha contribuito ad accelerare l'espansione della moneta della banca centrale nel primo semestre del 1987. All'inizio dell'estate la Banca Nazionale ha ritenuto che il grado di restrizione sulle riserve bancarie necessario ad impedire uno sconfinamento dall'obiettivo monetario avrebbe potuto tradursi in un'eccessiva spinta al rialzo sul franco svizzero rispetto ad altre monete europee ed ha mostrato di essere disposta a tollerare tassi di crescita monetaria superiori ai valori prefissati.

L'espansione del credito bancario come importante contropartita della rapida crescita monetaria

In molti altri paesi l'andamento delle grandezze monetarie va interpretato alla luce dei rapidissimi ritmi di crescita del credito bancario al settore privato. Nel 1987 quest'ultimo ha infatti contribuito in misura sostanziale all'espansione della quantità di moneta in senso ampio in Giappone, Francia, Regno Unito, Canada, Svezia e Spagna. Se da un lato l'aumento è stato il riflesso di una forte crescita di fondo della domanda interna, esso è anche servito in molti paesi a finanziare transazioni speculative in proprietà immobiliari e attività finanziarie. In Giappone ha altresì agito da stimolo l'ulteriore calo dei tassi bancari attivi, ma il settore delle imprese ha fatto ampiamente ricorso al credito bancario per finanziare operazioni in titoli nazionali ed esteri. In Italia l'accelerazione nella crescita del credito al settore non statale durante il primo semestre 1987, in parte come riflesso di speculazioni valutarie, è stata bloccata con l'introduzione, nel mese di settembre, di un massimale sui prestiti bancari in lire, mentre si è quasi raddoppiata l'incidenza del credito al settore statale. In Francia e in Svezia il precedente smantellamento dei controlli diretti sugli impieghi bancari e l'accresciuta concorrenza fra le istituzioni finanziarie hanno portato ad una marcata espansione dei crediti bancari, in particolare al settore famiglie. Nel Regno Unito, l'ulteriore rapida crescita dei prestiti bancari ipotecari ha rispecchiato la politica aggressiva intrapresa dalle banche per espandere questa categoria di impieghi, divenuti

particolarmente lucrativi. In molti paesi l'incentivo delle famiglie ad indebitarsi è accresciuto dalla deducibilità ai fini fiscali degli interessi ipotecari, anche se di recente sono state adottate misure per limitare in taluni casi questa agevolazione. Negli Stati Uniti, dove ha avuto inizio nel 1987 la graduale abrogazione della deducibilità degli interessi passivi sul credito al consumo, le banche hanno introdotto nuove linee di credito (*home equity*) che consentono ai proprietari di immobili residenziali un più agevole accesso al credito ipotecario, per il quale gli interessi restano pienamente deducibili dal reddito imponibile.

| Variazioni della quantità di moneta in senso lato e contributi relativi delle principali contropartite | | | | | | | | |
|--|--|------|---|------|---|------|---|------|
| Paesi | Quantità di moneta ¹ | | Credito a imprese e famiglie ² | | Credito alle amministrazioni pubbliche ³ | | Attività nette sull'estero ⁴ | |
| | 1986 | 1987 | 1986 | 1987 | 1986 | 1987 | 1986 | 1987 |
| | variazione dicembre su dicembre, in percentuale della quantità di moneta | | | | | | | |
| Stati Uniti | 9,3 | 4,8 | 7,3 | 5,5 | 3,1 | 2,0 | -2,2 | -2,6 |
| Giappone | 9,2 | 10,8 | 9,6 | 11,3 | 1,3 | 0,1 | -2,3 | -0,9 |
| Germania | 6,7 | 5,8 | 7,5 | 5,8 | 0,8 | 2,5 | 5,7 | 5,1 |
| Francia | 4,7 | 9,0 | 9,6 | 14,4 | 1,2 | -0,6 | 2,3 | -0,8 |
| Italia | 9,4 | 8,4 | 5,3 | 4,2 | 5,6 | 10,6 | -0,5 | 0,2 |
| Regno Unito | 20,4 | 22,8 | 24,3 | 25,4 | -1,0 | -1,0 | -1,9 | 1,7 |
| Spagna | 12,2 | 13,6 | 7,0 | 10,6 | 7,9 | 4,9 | 0,9 | 2,9 |
| Paesi Bassi | 5,1 | 3,9 | 14,0 | 8,9 | 4,5 | -0,6 | -5,5 | 1,6 |
| Belgio | 10,3 | 8,0 | 5,1 | 6,6 | 7,1 | 4,9 | -4,3 | -0,1 |
| Svezia | 10,9 | 4,0 | 12,6 | 13,7 | 1,7 | -3,0 | -1,2 | -0,9 |

¹ Per il Giappone, $M_2 + CD$; per Italia, Paesi Bassi e Belgio, M_2 ; per la Spagna, ALP; per gli altri paesi, M_3 . ² Per gli Stati Uniti, prestiti delle banche commerciali e delle istituzioni di risparmio, esclusi i titoli di Stato; per il Regno Unito, prestiti in sterline. ³ Per gli Stati Uniti, acquisizioni di titoli del Tesoro da parte della Riserva Federale, delle banche commerciali e delle istituzioni di risparmio; per Francia e Svezia, limitatamente all'amministrazione centrale. ⁴ Sistema bancario; per gli Stati Uniti, comprese le attività di riserva ufficiali e le passività verso istituzioni ufficiali estere, più altre attività nette verso non residenti notificate dalle banche.

Fonte: statistiche nazionali.

Nella maggior parte dei casi lo scorso anno i flussi monetari esterni non hanno rappresentato un'importante contropartita finanziaria della creazione di moneta in senso lato. In molti paesi, fra cui il Giappone, l'aumento delle attività nette sull'estero della banca centrale è stato in parte controbilanciato da un deterioramento della posizione esterna netta delle aziende di credito. La situazione è stata notevolmente diversa nel caso della Germania, in quanto l'avanzo nei pagamenti correnti non si è accompagnato ad ampi deflussi di fondi dal settore non bancario. In questo paese e nei Paesi Bassi la connessa posizione eccedentaria sull'estero dei soggetti non bancari ha mitigato la loro domanda di credito bancario all'interno. In entrambi i paesi la contrazione del credito bancario a breve, associata ad un considerevole aumento dei prestiti bancari a lungo termine, pare aver rispecchiato le aspettative dei mutuatari di una probabile ascesa dei tassi a lunga.

Modesto contributo esterno alla crescita monetaria, con l'eccezione della Germania

Sviluppi nelle procedure di controllo degli aggregati monetari

Conservazione
e adattamento
delle procedure

Agli inizi del 1988 in molti paesi le prospettive a riguardo dell'economia reale, dell'inflazione e della bilancia corrente erano più incerte del solito. Poiché non erano del tutto scomparse le cause dell'instabilità sui mercati finanziari e valutari che aveva così manifestamente condizionato la politica monetaria nel 1987, la riformulazione degli obiettivi di crescita degli aggregati si presentava in fine d'anno estremamente difficile. E' stata anche discussa l'opportunità di mantenere in atto strategie orientate ad un controllo quantitativo in assenza di chiari segni di un'immediata accelerazione dell'inflazione. Nondimeno, in tutti i paesi sono state confermate le strategie orientate al medio periodo, pur apportando varie modifiche alle procedure di determinazione degli obiettivi. In alcuni paesi, inoltre, permane la convinzione che, quand'anche possa non essere giustificata la fissazione di obiettivi ufficiali, il pubblico annuncio di proiezioni o direttrici di crescita per specifici aggregati monetari o creditizi può essere di utilità nella conduzione della politica monetaria.

Più ampie fasce-
obiettivo per M_2
e M_3 negli Stati
Uniti

Negli Stati Uniti la Riserva Federale ha abbassato dal 7 al 6% il valore mediano delle fasce-obiettivo stabilite per la crescita di M_2 e M_3 nel 1988, allargando nel contempo le fasce medesime per consentire ritmi di espansione monetaria coerenti con un andamento soddisfacente dell'attività economica. Pur aspettandosi che M_2 e M_3 crescano a tassi vicini al punto mediano della fascia-obiettivo, l'*Open Market Committee* si è detto disposto ad accettare un andamento differente qualora si rendano necessarie importanti variazioni dei tassi di interesse per contrastare un inatteso indebolimento della domanda, oppure un'accelerazione dell'inflazione. Mentre continuerà ad essere sorvegliata l'espansione dell'aggregato creditizio TDND, non è stato fissato alcun obiettivo per M_1 , in quanto il Comitato ha ritenuto che M_1 era stato influenzato più degli altri dalla deregolamentazione ed innovazione finanziaria e che le sue relazioni con le altre variabili economiche permanevano imprevedibili.

Rapida crescita
di $M_2 + CD$
prevista in
Giappone

Nel 1987 la Banca del Giappone ha ripetutamente affermato che la stabilità dei prezzi costituiva il presupposto per una crescita sostenuta della domanda interna e che un'eccessiva espansione monetaria avrebbe potuto rinfocolare l'inflazione nel lungo periodo. Vi sono state iniziative per moderare la crescita del credito bancario, in particolare quello destinato a finanziare acquisti di proprietà immobiliari e di titoli. Comunque, la proiezione ufficiale per il secondo trimestre 1988 prevede che il tasso di crescita di $M_2 + CD$ rimanga intorno al 12%.

Obiettivo
espresso in
termini di M_3 in
Germania

Nel gennaio 1988, con un mese di ritardo rispetto agli anni passati, la Bundesbank ha annunciato una fascia-obiettivo del 3-6% per l'espansione della quantità di moneta in Germania nell'anno in corso. Anche se l'intervallo è uguale a quello stabilito nel 1987, l'aggregato assunto come obiettivo è M_3 , anziché la moneta della banca centrale, grandezza che era stata in uso fin dal primo annuncio di un obiettivo ufficiale di crescita monetaria nel 1975. Poiché M_3 comprende la maggior parte delle passività bancarie sull'interno soggette a riserva obbligatoria (e che sono in effetti ponderate in base ai coefficienti di riserva nel calcolare la moneta della banca centrale), i tassi di crescita dei due aggregati sono stati simili per lunghi periodi. Lo scorso anno il tasso di incremento di M_3 , del 6% circa, si è situato in prossimità del limite superiore della

fascia-obiettivo stabilita per l'espansione della moneta. Il valore mediano dell'intervallo di crescita programmato per M_3 nel 1988 (4,5%) tiene conto dell'espansione a medio termine del potenziale produttivo dell'economia (stimata al 2%), di un inevitabile aumento del livello dei prezzi (2%) e di un effetto modesto prodotto dal calo tendenziale della velocità di circolazione dell'aggregato.

Mantenute le fasce-obiettivo per M_2 in Francia e Italia

In Francia gli obiettivi per gli aggregati monetari sono stati in certa misura formulati nell'intento di rafforzare la fiducia del mercato nella politica del cambio. In considerazione delle previsioni ufficiali di una leggera accelerazione della crescita economica e di una flessione del tasso di inflazione nel 1988, è stato deciso di mantenere al 4-6% la fascia-obiettivo per M_2 . Le autorità francesi hanno affermato che sarebbe stato attentamente sorvegliato l'andamento degli altri aggregati, segnatamente M_3 e L , e che sarebbe stata prestata particolare attenzione all'espansione del credito interno. In Italia la maggior parte dell'espansione del credito totale interno è dovuta a finanziamenti al settore statale (che comprende talune imprese pubbliche). Dato l'impegno del governo a ridurre il fabbisogno del settore statale nel 1988, il mantenimento della crescita di M_2 in linea con quella del PIL nominale è apparso compatibile con un leggero innalzamento (all'8%) del valore mediano della fascia-obiettivo programmata per l'espansione del credito al settore non statale. La fascia tiene conto della duplice possibilità di una più debole domanda privata di credito da un lato, e di un accresciuto ricorso delle imprese pubbliche ai finanziamenti bancari dall'altro.

Nel Regno Unito il Cancelliere dello Scacchiere nel suo discorso di presentazione del bilancio nel marzo 1988, ha affermato che la strategia finanziaria a medio termine avrebbe ulteriormente costituito il quadro orientativo per moderare la crescita del PIL nominale, e che le autorità avrebbero tenuto conto dell'andamento degli aggregati monetari ampi. E' stato inoltre rilevato che, nonostante la fissazione di una nuova fascia-obiettivo per M_0 , il tasso di cambio avrebbe continuato ad avere un ruolo centrale nelle decisioni di politica monetaria interna.

Ruolo centrale del tasso di cambio nel Regno Unito...

In Svizzera, dove la crescita della moneta della banca centrale è stata vicina al 3% durante la maggior parte dell'anno, l'innalzamento dell'obiettivo per il 1988 non è indicativo di un allentamento della politica monetaria. Prevedendo che l'inflazione sarebbe rimasta moderata, il più alto valore di obiettivo avrebbe consentito alle autorità di reagire in modo flessibile alle eventuali perturbazioni sui mercati finanziari e valutari. Non si è esclusa la possibilità di uno scostamento per difetto dall'obiettivo monetario qualora l'introduzione di nuovi coefficienti obbligatori di liquidità per le banche e/o i recenti cambiamenti nel sistema di compensazione avessero condotto ad una minore domanda di riserve bancarie libere.

... e in Svizzera

In Canada, dove la fissazione di un obiettivo per la crescita di M_1 era stata abbandonata nel 1982 a causa dell'innovazione finanziaria, le autorità hanno proseguito la ricerca di aggregati alternativi utilizzabili come obiettivi intermedi di politica monetaria. Da allora la gestione del tasso di cambio ha svolto un ruolo importante, specie nei momenti in cui un certo scetticismo a riguardo della politica monetaria si è tradotto in pressioni al ribasso sul dollaro canadese. Recentemente si sono accresciuti i timori circa le conseguenze inflazionistiche di una forte espansione della domanda interna, e l'attenzione si è nuovamente

Ripristino degli aggregati come parametri-guida in Canada

Nuovi strumenti
nei Paesi Bassi

appuntata sugli aggregati monetari. Negli ultimi anni gli aggregati più ampi (M_2 e M_2+) si sono tendenzialmente mossi in linea con la spesa in termini nominali nell'arco di periodi di dodici-ventiquattro mesi. L'accelerazione della crescita di queste grandezze ad oltre il 10% nei primi mesi del 1987 ha influito sulla decisione di inasprire la politica monetaria. Tuttavia, l'intenzione non è quella di ristabilire obiettivi ufficiali di crescita per un qualche aggregato, bensì soltanto di impiegare gli aggregati come parametri-guida.

Lo scorso anno ha avuto termine l'accordo temporaneo fra la Nederlandsche Bank e le banche per ridurre l'espansione del loro contributo alla creazione netta di moneta. Allo scopo di provvedersi di uno strumento alternativo per influenzare la struttura per scadenze dei tassi di interesse, così da stimolare gli investimenti dei soggetti non bancari in strumenti del mercato finanziario e moderare la crescita della quantità di moneta, la Nederlandsche Bank ha stabilito delle intese con il Tesoro per costituire un portafoglio di obbligazioni di Stato che le consenta di effettuare operazioni sul mercato mobiliare. In tale contesto è stata concordata l'introduzione di un sistema di riserve obbligatorie per le banche.

In sintesi, nella maggior parte dei paesi sono state mantenute in atto le strategie basate sulla fissazione di obiettivi di crescita monetaria, anche se le procedure sono state aggiustate in modo da consentire un più elevato grado di flessibilità nel breve periodo.

Gli interventi ufficiali sul mercato dei cambi e la politica monetaria

L'impatto degli interventi valutari ufficiali sulla liquidità internazionale è trattato nel Capitolo VII. L'aspetto trattato qui di seguito concerne il modo e la misura in cui gli acquisti ufficiali di valuta di ammontare tale da finanziare – direttamente o indirettamente – gran parte del disavanzo esterno corrente degli Stati Uniti si sono ripercossi lo scorso anno sugli sviluppi monetari negli altri paesi.

Interventi su
vasta scala

Un'ampia parte della crescita delle riserve valutarie ufficiali lo scorso anno si è concentrata nei paesi industriali al di fuori degli Stati Uniti. Può essere interessante porre in relazione gli acquisti ufficiali netti di valuta dei paesi maggiori con l'andamento delle altre poste di bilancio delle autorità monetarie. Ciò può essere fatto, ad esempio, comparando il "contributo" delle transazioni in attività interne e sull'estero alla crescita della base monetaria (essenzialmente circolante e riserve bancarie). Le vendite ufficiali nette di moneta nazionale contro valuta estera nel corso dell'anno sono così poste in relazione al livello della base monetaria alla fine dell'anno precedente. Questa misura evidenzia, per quasi tutti i paesi riportati in tabella, l'enorme dimensione degli interventi ufficiali nel 1987 rispetto ai valori dei precedenti otto anni, nonostante talune difformità concettuali fra le statistiche dei singoli paesi. L'elevatissima cifra per il Regno Unito, quella relativamente bassa dell'Italia ed il valore negativo della Francia indicano l'importanza delle politiche dirette a stabilizzare i rapporti di cambio fra le valute europee.

Spesso si assume, senza un adeguato supporto analitico, che forti aumenti della liquidità internazionale siano di per sé inflazionistici. In realtà, gli effetti prodotti dalle variazioni nella posizione esterna netta delle banche centrali sugli sviluppi monetari nei singoli paesi sono assai meno diretti di quanto spesso si

supponga. Nella maggior parte dei paesi industriali le banche centrali fissano obiettivi strumentali in termini di tassi di interesse a breve che si ritengono coerenti con gli obiettivi intermedi e finali della politica monetaria; in altre parole, la determinazione dei tassi di interesse comporta normalmente un'esplícita decisione di politica monetaria, la quale può tuttavia riflettere considerazioni di tasso di cambio. Lo strumentario della banca centrale è impiegato nella regolazione dell'offerta di riserve bancarie in funzione dell'obiettivo operativo posto per i tassi di interesse. Nel breve periodo la domanda di riserve delle banche viene soddisfatta, e gli effetti indesiderati esercitati dagli acquisti o vendite ufficiali di valuta estera sull'offerta di liquidità bancaria sono più o meno neutraliz-

Interventi,
politiche di
mercato
monetario
e riserve
bancarie

| Fattori influenti sulla creazione di base monetaria | | | | | | | | |
|--|--|---------------|---------|--------|----------------|--------|--------|----------------|
| Voci e periodi | Giap- pone | Ger- mania | Francia | Italia | Regno Unito | Canada | Belgio | Paesi Bassi |
| | variazioni percentuali in rapporto alla base monetaria al termine dell'anno precedente ¹ | | | | | | | |
| Attività esterne nette della banca centrale ² | | | | | | | | |
| 1979-86 media ³ | - 1,4 | -2,6 | 6,9 | 0,7 | - 4,1 | - 1,5 | - 3,3 | 3,3 |
| 1987 | 18,4 | 17,5 | -20,7 | 4,9 | 79,4 | 19,9 | 20,2 | 19,2 |
| Finanziamenti ed operazioni di mercato della banca centrale ⁴ | | | | | | | | |
| 1979-86 media ³ | 4,3 | 3,1 | 1,7 | 0,9 | 17,6 | 5,3 | - 2,5 | 2,9 |
| 1987 | 3,0 | -4,4 | 29,2 | -3,5 | -52,0 | 5,0 | - 0,4 | -16,5 |
| Altri fattori interni ⁵ | | | | | | | | |
| 1979-86 media ³ | 2,6 | 5,1 | 0,8 | 12,1 | - 8,9 | 1,1 | 7,5 | - 0,2 |
| 1987 | -12,3 | -4,8 | - 0,4 | 8,5 | -23,1 | -15,7 | -17,2 | 9,2 |
| Base monetaria ⁶ | | | | | | | | |
| 1979-86 media ³ | 5,5 | 5,6 | 9,4 | 13,7 | 4,6 | 4,9 | 1,7 | 6,0 |
| 1987 | 9,1 | 8,3 | 8,1 | 9,9 | 4,3 | 9,2 | 2,6 | 11,9 |

¹ Flussi depurati degli effetti di cambio, in parte su stime BRI. Per Germania, Francia e Canada, sulla base di medie mensili di dati giornalieri; per gli altri paesi, dati di fine mese. ² Escluse le operazioni di swap di valute effettuate al fine di influenzare la liquidità bancaria. Per Giappone, Regno Unito e Canada, operazioni del fondo cambi governativo. ³ Per il Regno Unito, 1981-86. ⁴ Anticipazioni e (salvo che per la Germania) risconto; vendite ed acquisti definitivi di effetti e titoli sul mercato aperto, finanziamenti speciali a tassi di mercato e depositi del settore pubblico trasferiti al mercato. ⁵ Comprese le variazioni nei conti di tesoreria pubblica e, per la Germania, l'effetto delle variazioni dei coefficienti di riserva e dei contingenti di risconto. ⁶ Per la Germania, ponderata in base ai coefficienti di riserva del 1974; per il Regno Unito, M0; per gli altri paesi, circolante e riserve bancarie libere.

Fonte: statistiche nazionali.

zati automaticamente, assieme all'impatto indesiderato di fattori di perturbazione interni quali le variazioni della posizione del Tesoro presso la banca centrale. Non ha molto senso definire questa condotta della banca centrale come intervento "sterilizzato". I vincoli istituzionali e comportamentali sugli aggiustamenti di portafoglio da parte delle banche e dei soggetti non bancari sono tali per cui non esistono praticamente possibilità alternative. Le forti oscillazioni dei tassi di interesse del mercato monetario che si produrrebbero qualora non vi fosse l'azione della banca centrale diretta ad assorbire le perturbazioni nell'of-

Gli strumenti
impiegati per
controbilanciare
l'impatto sulle
riserve bancarie
esercitato dagli
interventi
valutari

ferta di riserve bancarie non avrebbero alcuna utilità dal punto di vista della politica monetaria.

Gli strumenti impiegati per regolare l'offerta di liquidità bancaria variano a seconda dei paesi, ma praticamente ovunque essi si sono dimostrati atti allo scopo, anche in presenza di massicci interventi ufficiali, come avvenuto lo scorso anno. Negli Stati Uniti i limitati effetti potenziali sull'offerta di riserve bancarie degli interventi valutari della Riserva Federale e del Tesoro, nonché delle variazioni nei saldi in dollari delle banche centrali estere presso la Riserva Federale, sono stati neutralizzati nell'ambito delle normali operazioni di mercato aperto. In Giappone, dove il ben maggiore volume degli interventi in termini di dollari è rimasto comunque di entità modesta rispetto alle variazioni nel conto del Tesoro presso la banca centrale e nell'emissione di banconote, la Banca del Giappone ha ridotto il rifinanziamento al sistema bancario ed ha talvolta effettuato massicce vendite di titoli del Tesoro per controbilanciare l'impatto degli interventi valutari ufficiali sulla liquidità bancaria. In Germania la procedura impiegata dalla Bundesbank si è basata su *swaps* di valuta con le banche, una riduzione delle operazioni temporanee su titoli, vendite di strumenti del Tesoro a breve, incrementi dei coefficienti di riserva obbligatoria ed una riduzione dei contingenti di sconto. In Francia, dove la direzione delle pressioni sul tasso di cambio è mutata nel corso dell'anno, la banca centrale ha adeguato il volume delle periodiche operazioni d'asta ed ha inoltre effettuato transazioni pronti contro termine su base giornaliera di entità eccezionalmente ampia. Nel Regno Unito la Banca d'Inghilterra ha diminuito i suoi acquisti di effetti privati. In Canada il meccanismo di neutralizzazione si è basato su *swaps* della banca centrale con l'*Exchange Fund Account* ed il trasferimento alle banche di depositi del settore pubblico. In Italia ed in Belgio il processo è avvenuto in parte attraverso variazioni indotte della domanda di titoli pubblici delle banche e del settore non bancario, e quindi del fabbisogno residuale di finanziamento dello Stato coperto dalla banca centrale. In Belgio è stata considerevolmente ridotta la linea di credito del *Fonds des Rentes*, attraverso il quale viene indirettamente finanziata l'amministrazione pubblica.

Altri effetti dei
flussi valutari
sulle condizioni
monetarie

I flussi valutari possono influenzare le condizioni monetarie interne in diversi altri modi. Anche gli interventi che non incidono sulle riserve bancarie possono avere effetti di secondo impatto sul credito bancario e sulla quantità di moneta allorché, com'è avvenuto lo scorso anno in Giappone e Germania, l'azione della banca centrale per neutralizzare le conseguenze degli interventi accresce la disponibilità delle banche in strumenti di liquidità secondaria, come ad esempio i buoni del Tesoro. Nel Regno Unito, dove le riserve valutarie ufficiali sono detenute dal Tesoro, il principio della copertura integrale del fabbisogno complessivo del settore pubblico implica una sostanziale neutralizzazione, almeno nel medio periodo, degli interventi sull'offerta di moneta in senso ampio attraverso vendite di titoli pubblici al di fuori delle istituzioni creatrici di base monetaria. Come già detto, la rapida espansione del credito bancario osservata lo scorso anno in molti paesi può in ampia misura essere spiegata in termini di deregolamentazione, di calo dei tassi di interesse a breve, di crescita economica e di attività speculativa. Ma ben difficilmente questi fenomeni possono essere considerati come interamente disgiunti dagli sviluppi e dalle politiche sui mercati dei cambi.

La conduzione delle politiche monetarie orientate al tasso di cambio nei paesi industriali di medie e piccole dimensioni

Paesi partecipanti al meccanismo di cambio dello SME

Lo scorso anno le connessioni fra gli andamenti dei tassi di interesse nei paesi partecipanti al meccanismo di cambio dello SME hanno rispecchiato l'andamento convergente dei tassi di inflazione interna e le perturbazioni derivanti principalmente dal comportamento del dollaro USA. Adottando un dato tasso di cambio nominale come grandezza-guida di politiche monetarie dirette a ridurre tassi di inflazione relativamente elevati, alcuni paesi avevano in certi periodi consapevolmente accettato perdite di competitività internazionale. Nonostante gli aggiustamenti delle parità in seno allo SME nel 1985 e 1986, le difformità nelle posizioni di bilancia dei pagamenti correnti sono parse indicare una differente capacità dei vari paesi di far fronte ad un deprezzamento del dollaro USA. I restanti differenziali di inflazione dei prezzi al consumo potevano essere considerati abbastanza ridotti da risultare compatibili con tassi di cambio stabili. Ciò nonostante essi sembravano ancora tali da richiedere il mantenimento, nella maggior parte dei paesi, di tassi di interesse a breve più elevati che in Germania e nei Paesi Bassi. In molti casi il connesso differenziale di interesse nominale tendeva ad attrarre indesiderati afflussi di capitali allorché vi erano aspettative di stabilità dei cambi, rischiando nel contempo di essere troppo esiguo per impedire deflussi quando i mercati iniziavano a speculare sulla prospettiva di un prossimo riallineamento.

In Francia i tassi di interesse a breve hanno subito una riduzione dopo il riallineamento nello SME del gennaio 1987, e in seguito sono stati mantenuti stabili. In novembre, al fine di contrastare temporanee tensioni associate alla caduta del dollaro USA, un certo aumento del tasso di aggiudicazione nelle procedure d'asta della Banca di Francia è stato coordinato con un calo del tasso delle operazioni pronti contro termine della Bundesbank. In Italia il tasso sui depositi interbancari *overnight* è fortemente salito in primavera e nell'estate, allorché le autorità monetarie sono intervenute per arginare le pressioni speculative sulla lira, anche se il tasso dei BOT ha tardato ad adeguarsi. In settembre venivano introdotte restrizioni valutarie transitorie sui movimenti di capitali a breve, le quali sono poi state revocate innanzi tempo nel gennaio di quest'anno. In presenza di spinte al rialzo sul fiorino olandese superiori a quelle sul marco, nel periodo dal novembre 1987 al gennaio 1988 la Nederlandsche Bank ha ridotto autonomamente in quattro riprese il tasso sulle anticipazioni garantite. A marzo il tasso sui finanziamenti speciali, che di solito ha un impatto più diretto sul mercato monetario, era di vari punti percentuali inferiore al livello di un anno prima. In Belgio e in Danimarca i tassi del mercato monetario hanno subito moderate spinte al rialzo in novembre, ma in complesso risultano calati nel periodo dal marzo 1987 al marzo 1988. In Belgio i tassi del mercato monetario sono stati ulteriormente guidati dal tasso sui buoni del Tesoro a tre mesi fissato dalla Banca Nazionale, che ha subito piccoli ma frequenti aggiustamenti di riflesso alle condizioni sul mercato dei cambi. In Danimarca, con il permanere della posizione debitoria delle banche verso l'istituto di emissione, i tassi del mercato hanno generalmente seguito fino a luglio il tasso sulle operazioni di provvista della Banca Nazionale contro certificati di deposito, e successivamente il tasso applicato sui prelievi in conto

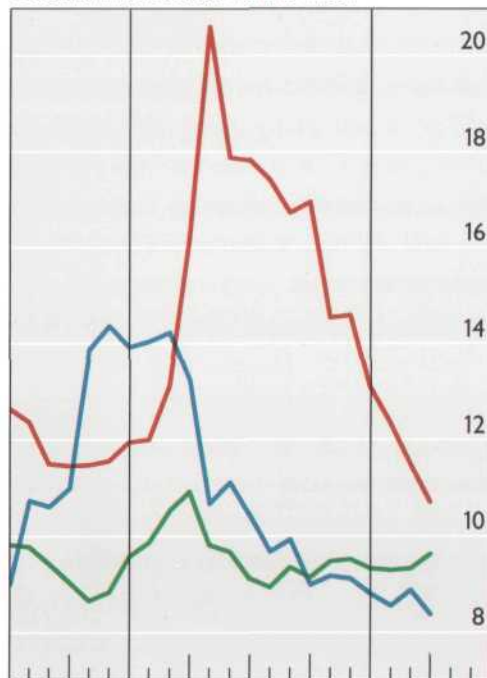
I tassi di interesse rispecchiano la convergenza dei livelli di inflazione ...

... ma anche tensioni sul mercato valutario

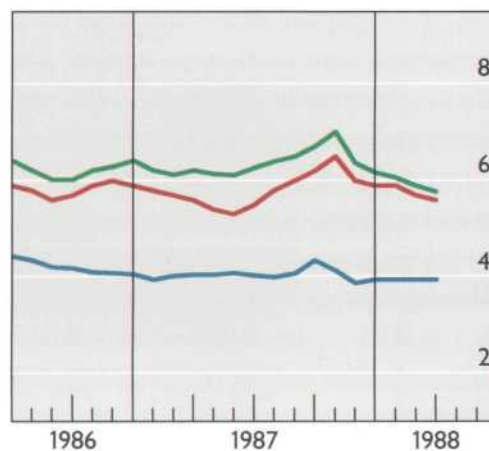
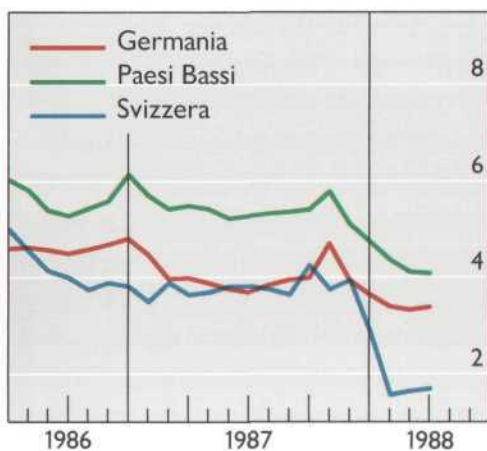
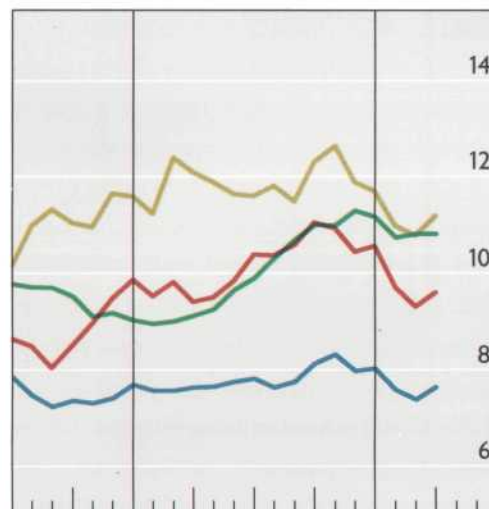
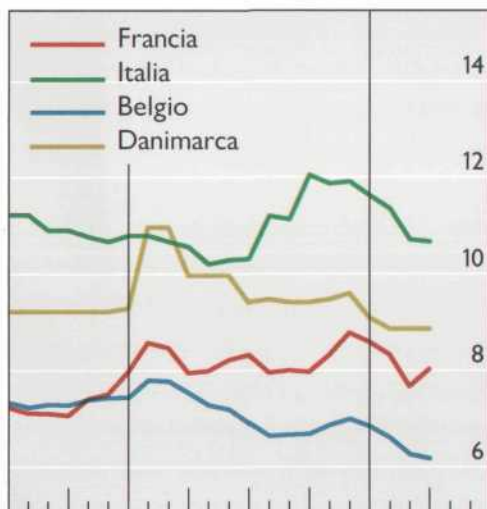
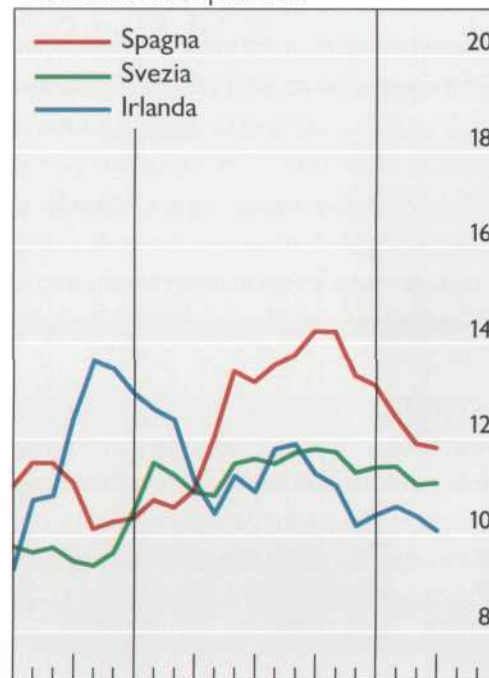
Gli andamenti nei singoli paesi

Tassi di interesse in alcuni paesi europei; 1986–88

Crediti interbancari a tre mesi¹



Titoli del debito pubblico²



¹ Per Italia e Svezia, strumenti del Tesoro a tre mesi; per la Danimarca, crediti a brevissimo termine. ² Per Francia, Italia e Spagna, obbligazioni del settore pubblico; per la Danimarca, media ponderata delle obbligazioni del settore pubblico ed ipotecarie.

corrente sulla nuova linea di credito della banca centrale. In Irlanda i tassi del mercato monetario sono stati abbassati rispetto ai livelli massimi raggiunti nei primi mesi del 1987, e agli inizi di quest'anno essi si situavano a livelli prossimi a quelli presenti in Francia. I rendimenti su titoli rappresentativi di Stato e del settore pubblico in Francia, Italia, Danimarca e Irlanda hanno mostrato una straordinaria tendenza convergente nel 1987 e nei primi mesi del 1988. In seguito all'annuncio di proposte per l'introduzione di una ritenuta fiscale sugli interessi in Germania, i tassi a lungo termine nei Paesi Bassi ed in Germania si sono parimenti mossi in senso convergente nell'ultima parte del 1987, mentre i rendimenti in Belgio sono rimasti in posizione intermedia.

Mentre i paesi partecipanti ritengono che il meccanismo di cambio dello SME abbia reso un contributo sostanziale alla stabilità monetaria e dei prezzi nell'area, di recente sono emersi taluni interrogativi circa le conseguenze della liberalizzazione dei movimenti di capitali nella Comunità Economica Europea sulla conduzione della politica dei tassi di interesse nei paesi membri. Ci si chiede altresì se sia possibile rendere più "simmetrici" gli aggiustamenti delle politiche di fronte alle perturbazioni che esercitano pressioni al ribasso su talune monete e spinte al rialzo su altre. In una prospettiva ancora più lontana, vi sono state numerose speculazioni sul tipo di politica monetaria e di ordinamento istituzionale che potrebbe implicare il fine politico di una piena integrazione economica e finanziaria.

Il genere prevalente di perturbazione cui hanno dovuto far fronte le politiche dei tassi di interesse a breve nei paesi partecipanti al meccanismo di cambio dello SME è stata l'anticipazione da parte del mercato di riallineamenti delle parità, basate sull'esperienza che la scelta temporale di questi è stata spesso determinata più da considerazioni politiche che non da esigenze economiche. Nei primi anni ottanta è stato talvolta possibile sventare la speculazione con forti aumenti dei tassi di interesse a brevissimo termine sui mercati esterni delle monete che si trovavano in una fase di debolezza. Tuttavia, ciò non costituisce un'opzione valida quando i controlli valutari non possono più essere impiegati per isolare i tassi sul mercato interno. Gli aggiustamenti dei tassi a breve richiesti per evitare i riallineamenti hanno chiaramente avuto un effetto assai minore sui tassi a lungo termine che non i riallineamenti stessi; tuttavia, il costo è stato inevitabilmente sopportato soprattutto dai paesi la cui moneta era oggetto di aspettative al ribasso, dato il ridotto margine disponibile negli altri paesi per un abbassamento dei tassi di interesse. Nella misura in cui il problema consiste ora nel convincere gradualmente il mercato che in futuro saranno evitati ampi aggiustamenti delle parità centrali, la maggiore disponibilità da parte dei paesi a consentire che i tassi di cambio si muovano entro i limiti della fascia dovrebbe accrescere il costo della speculazione e rendere minimi i suoi effetti sui tassi di interesse.

Dal canto loro sono state comparativamente modeste le pressioni sull'assetto dei tassi di interesse nello SME derivanti da spostamenti nelle preferenze per le monete motivati da considerazioni diverse dalla collocazione temporale dei riallineamenti. L'impatto delle perturbazioni originatesi sul mercato del dollaro USA, di entità notevole lo scorso anno, è destinato a perdere di importanza nella misura in cui la convergenza e la liberalizzazione dei capitali tende con

Questioni poste dall'ulteriore liberalizzazione dei movimenti di capitali

Le reazioni al rischio di riallineamenti restano la principale fonte di perturbazione

Nuovo accordo
sul finanziamento
degli interventi

il tempo ad accrescere la sostituibilità fra il marco tedesco e le altre valute europee nei portafogli degli investitori istituzionali. L'accordo raggiunto a Basilea ed a Nyborg nel settembre 1987, che prevede l'accesso al Fondo Europeo di Cooperazione Monetaria per il finanziamento degli interventi intramarginali, introduce la possibilità che tali interventi influenzino le riserve bancarie libere sia nel paese creditore che in quello debitore. Degni di nota sono anche i recenti esempi di risposte coordinate in materia di tassi di interesse.

Possibilità di
ulteriori
modifiche
nell'ambito
dello SME

La convergenza dei tassi di inflazione è stata favorita dalle decisioni dei governi e delle banche centrali dei paesi partecipanti di limitare il numero e l'ampiezza degli aggiustamenti di tasso nello SME. Il costo della lotta all'inflazione è stato senz'altro considerevole nei paesi in cui questa si trovava a livelli elevati. E questi paesi sono ora riluttanti a mettere a repentaglio con variazioni dei tassi di interesse i risultati duramente conquistati e confidano che le eventuali difficoltà nel sistema associate al deprezzamento del dollaro risultino di natura transitoria e che possano essere attenuate da correzioni nelle politiche fiscali dei paesi membri e da una più intensa consultazione a riguardo dei tassi di interesse. Talune proposte si spingono oltre, invocando una cooperazione più esplicita nello specificare gli obiettivi della politica monetaria, una diversificazione delle riserve al fine di ridurre il ruolo speciale del marco, ed una ripartizione più equilibrata dell'onere degli interventi. L'attivazione del finanziamento degli interventi intramarginali prevista nell'accordo del settembre 1987 esprime un compromesso nella ripartizione dell'onere, ma nell'assetto attuale, per il conseguimento di obiettivi comuni di politica monetaria restano necessari un certo grado di autonomia delle politiche dei tassi di interesse ed un certo grado di asimmetria nei movimenti dei tassi medesimi. Il ruolo svolto dagli obiettivi di cambio nel controllo dell'inflazione differisce tuttora a seconda dei paesi, ma in ogni caso siffatti obiettivi non possono da soli assicurare la stabilità dei prezzi nell'insieme del sistema.

Ostacoli
all'integrazione
finanziaria ...

L'integrazione finanziaria nella Comunità dovrebbe rafforzarsi in conseguenza dei previsti ulteriori passi verso la liberalizzazione dei movimenti di capitali nei paesi membri e l'apertura del settore dei servizi finanziari interni alla concorrenza intracomunitaria. Questi sviluppi potrebbero entrare in conflitto con l'obiettivo di stabilizzare i tassi di cambio e ridurre ulteriormente il margine di autonomia delle politiche monetarie nazionali. Al momento attuale, com'è ben noto, molti ostacoli ritardano i progressi dell'integrazione monetaria in Europa. Anche nei paesi partecipanti al meccanismo di cambio dello SME i movimenti dei capitali privati non sono ancora stati completamente liberalizzati, ed una moneta mantiene tuttora un più ampio margine di oscillazione, senza contare che vi sono paesi membri della CEE che non partecipano al meccanismo dei tassi di cambio.

... e alla
completa unione
monetaria

Nello stadio finale l'unione economica e monetaria comporta cambi permanentemente fissi fra le monete comunitarie, oppure un'unità monetaria comune assieme ad una qualche forma di centralizzazione nel processo decisionale della politica monetaria, come è stato di recente proposto. Chiaramente ciò ha molte implicazioni politiche di vasta portata. Tra le questioni sollevate, una riguarda ovviamente l'ordinamento istituzionale in grado di garantire che la stabilità dei prezzi costituisca il fine primario della futura politica monetaria comune, nonché il modo in cui potrebbe essere conseguita l'indipendenza dalle interfe-

renze politiche. Ci si è chiesti inoltre se le nuove istituzioni contribuirebbero a potenziare gli sforzi nel senso dell'integrazione, oppure se i problemi economici cardinali dovrebbero essere affrontati in modo diretto, riconoscendo che essi non possono essere superati focalizzando l'attenzione sui soli ordinamenti monetari. Pur essendovi importanti aspetti tecnici per i quali gli esperti potranno peraltro trovare soluzioni ingegnose, l'essenza del problema risiede nella necessità di ardue decisioni politiche che implicano sacrifici in termini di sovranità nazionale. E non è affatto scontato che i governi e l'elettorato dei vari paesi siano pronti ad accettarli.

Politiche monetarie orientate al tasso di cambio in altri paesi

In taluni paesi industriali i parametri-guida adottati per i tassi di cambio nella conduzione delle politiche monetarie antinflazionistiche hanno lasciato un certo margine al perseguimento di obiettivi in termini di bilancia dei pagamenti correnti o di PNL nominale. In altri paesi tali parametri hanno contribuito a limitare per via indiretta le perdite di competitività internazionale. Nel Regno Unito il deprezzamento della sterlina nel 1986 fu ritenuto compatibile con un'ulteriore attenuazione dell'inflazione in presenza della caduta dei prezzi del petrolio. In Canada si ritenne che il deprezzamento subito dal tasso di cambio nel 1984 e 1985 a seguito della caduta dei prezzi relativi delle esportazioni di materie prime avesse un impatto soltanto moderato sull'inflazione, data la debolezza che mostrava allora la domanda aggregata. In Spagna il mantenimento di un tasso di cambio effettivo abbastanza stabile ha comportato nel complesso un deprezzamento in termini reali nei confronti dei *partners* commerciali europei negli anni 1985 e 1986 con il deprezzarsi del dollaro. Il peso di quest'ultima moneta nell'indice di cambio composito che la Banca di Svezia utilizza come parametro di riferimento per la politica monetaria è stato alla base dell'aggiustamento verso il basso subito dalla corona svedese rispetto alla maggior parte delle monete europee a partire dal 1985. Lo scorso anno il problema postosi alle autorità monetarie di questi paesi è stato che l'espansione eccessivamente rapida della domanda interna ed il rischio nel medio periodo di un aumento dell'inflazione parevano richiedere tassi di interesse a breve relativamente elevati. I favorevoli differenziali di interesse nominale rispetto alle altre valute tendevano però ad attrarre fondi dall'estero. Nella maggior parte dei casi è parso non opportuno rispondere con un apprezzamento della propria moneta, sia perché le autorità desideravano preservare i guadagni di competitività acquisiti precedentemente, sia perché esse intendevano continuare ad usare un tasso di cambio stabile come ancoraggio per la politica monetaria a medio termine. Le indicazioni di un incipiente deterioramento della bilancia corrente hanno fatto ritenere che le pressioni sui mercati dei cambi avrebbero successivamente potuto subire un'inversione.

Nel Regno Unito si è temuto, nella primavera 1987, che un cedimento alle spinte al rialzo sulla sterlina potesse nuocere alla fiducia degli operatori economici. In particolare si è cercato di contrastare l'apprezzamento nei confronti del marco sia intervenendo massicciamente sul mercato dei cambi, sia abbassando i tassi di interesse a breve. Tuttavia, le autorità hanno guardato con crescente preoccupazione alle prospettive di inflazione ed alla sostenibilità del ritmo di

Dilemmi posti dalle pressioni al rialzo sulla moneta in un contesto di rapida espansione monetaria e creditizia

La risposta delle autorità nel Regno Unito ...

espansione economica. Nell'estate i tassi a breve sono stati innalzati, ed il calo prodottosi dopo il crollo del mercato azionario in ottobre è stato recuperato nel gennaio di quest'anno. In marzo, dopo ulteriori ampi interventi ufficiali sul mercato valutario, è stato deciso di consentire al tasso di cambio di portarsi al di sopra di DM 3,0, livello che il mercato aveva ritenuto essere il limite superiore della fascia-obiettivo non ufficiale entro cui si erano mosse le autorità. Tuttavia, pochi giorni più tardi, dopo la presentazione del bilancio di previsione, è stata accettata una riduzione dei tassi di interesse a breve. Gli sviluppi dello scorso anno non hanno dato modo di accertare come potrebbero agire le autorità britanniche in presenza di un significativo indebolimento della sterlina rispetto al marco, e in un orizzonte di più lungo periodo resta aperta la questione se un'efficace stabilizzazione del tasso di cambio possa contribuire a moderare le spinte interne sui costi in assenza di un impegno più vincolante in termini di tasso di cambio.

... in Canada ...

In Canada la prospettiva di tensioni sulla capacità produttiva ha fatto temere in misura crescente il rischio di un'accelerazione dell'inflazione. Pur facendo ampio ricorso agli interventi valutari per contrastare i movimenti del cambio nel breve periodo, la Banca del Canada ha favorito un aumento del differenziale di interesse a breve termine verso gli Stati Uniti ed ha consentito un apprezzamento del dollaro canadese rispetto a quello USA al fine di moderare il ritmo di crescita economica.

... in Spagna ...

In Spagna, dove la manovra disinflazionistica si è basata principalmente su obiettivi di crescita della moneta, i criteri orientativi stabiliti per il tasso di cambio prevedevano un tasso di deprezzamento tale da compensare la più elevata inflazione interna rispetto ai partners commerciali europei. Agli inizi del 1987, in presenza di una rapida espansione della domanda interna, è stato deciso un innalzamento dei tassi di interesse a breve. Nonostante forti acquisti ufficiali di valuta estera e la reintroduzione di controlli valutari, la peseta si è decisamente apprezzata. Nel prosieguo dell'anno i tassi a breve sono stati ridotti e si è consentito uno sconfinamento dall'obiettivo di crescita monetaria, benché il ritmo di espansione economica abbia continuato ad essere fonte di preoccupazioni.

... e in Svezia

In Svezia il tasso di inflazione relativamente elevato e la crescita eccessivamente sostenuta dei consumi hanno parimenti richiesto lo scorso anno un'impostazione ferma della politica monetaria. Per contrastare gli ingenti afflussi speculativi di capitali la Banca di Svezia ha talvolta consentito al tasso di cambio effettivo di portarsi al limite superiore della fascia di oscillazione prefissata.

Flessibilità nelle politiche monetarie basate sul tasso di cambio

Vantaggi e rischi
potenziali ...

Nella misura in cui i paesi hanno fatto ricorso ad obiettivi di cambio come ancoraggio per le politiche monetarie antinflazionistiche, ben difficilmente tali obiettivi possono essere considerati incoerenti con esigenze interne di lungo periodo. Le politiche del cambio seguite da molti paesi europei sono basate sul convincimento che i necessari aggiustamenti nell'economia possono essere attuati nel modo più appropriato mediante provvedimenti fiscali e strutturali. In alcuni casi, tuttavia, i timori circa la capacità di conseguire gli obiettivi di crescita, in particolare a seguito del forte deprezzamento del dollaro, possono avere

riaperto talune questioni che si ritenevano già superate. In Canada, nell'intento di controllare l'inflazione nel medio periodo, la politica monetaria è stata spesso diretta a controbilanciare l'impatto sulla spesa nominale delle variazioni dei tassi di interesse e dei movimenti a breve termine dei rapporti di cambio. Ciò contrasta nettamente con le politiche di "moneta forte" perseguite in diversi paesi europei, che badano piuttosto ad evitare l'impatto di costo sui prezzi interni delle variazioni dei cambi. In alcuni casi i provvedimenti adottati negli ultimi anni per ridurre la portata dell'indicizzazione salariale possono aver allentato questo nesso. Tuttavia, l'esperienza maturata in vari paesi con differenti criteri-guida in materia di cambio non ha risolto la questione di quanto siano durevoli, in economie relativamente aperte, i guadagni di competitività conseguiti con deprezzamenti della moneta.

| Rendimenti obbligazionari corretti per l'inflazione; marzo 1988 ¹ | | | | | | | |
|---|----------|-----------|--------|-------------|-----------|-------------|------------------|
| Germania | Francia | Italia | Belgio | Paesi Bassi | Irlanda | Spagna | Portogallo |
| 4,6 | 7,1 | 5,9 | 6,7 | 5,2 | 8,2 | 7,3 | 5,5 ² |
| Austria | Svizzera | Danimarca | Svezia | Norvegia | Finlandia | Regno Unito | Canada |
| 4,4 | 2,0 | 6,5 | 5,6 | 6,6 | 6,4 | 5,5 | 6,0 |
| ¹ Rendimenti di titoli rappresentativi a lunga scadenza deflazionati con la variazione su dodici mesi dell'indice dei prezzi al consumo, in percentuale. ² Febbraio. Fonti: statistiche nazionali. | | | | | | | |

I paesi devono altresì tenere conto del probabile effetto del cambio sui tassi di interesse a lungo termine. In alcune economie i livelli dei rendimenti obbligazionari in rapporto ai tassi correnti di inflazione al consumo danno adito ad una certa preoccupazione. Nei primi mesi di quest'anno tali rendimenti reali si situavano fra il 4 e l'8% nella maggior parte dei paesi europei. Le differenze non paiono corrispondere dappresso alla situazione delle finanze pubbliche, forse a causa della misura in cui si è fatto ricorso al finanziamento esterno ed a breve per coprire gli ampi fabbisogni. In presenza di una crescente liberalizzazione dei mercati dei capitali, le aspettative circa l'evoluzione a lungo termine dei tassi di cambio paiono aver assunto un ruolo di notevole importanza. Quasi ignorando i meccanismi istituzionali di cambio le aspettative sembrano in molti casi essere collegate ai differenziali attesi di inflazione, data l'esperienza che, se si prescinde dalle economie più grandi, vi è stato generalmente uno stretto nesso fra i movimenti dei tassi di cambio e la dinamica relativa dei prezzi. I mercati possono altresì far riferimento alle situazioni attuali ed alla prevedibile evoluzione delle bilance dei pagamenti correnti. Tuttavia, negli anni recenti in un crescente numero di paesi è maturata la consapevolezza del fatto che deprezzamenti passati del tasso di cambio paiono aver ritardato il formarsi della fiducia nella credibilità delle loro politiche e rallentato la discesa dei tassi di interesse a lungo termine parallelamente al rientro dall'inflazione. E' naturale quindi che i paesi tengano debito conto di ciò nel valutare le proprie strategie in materia di tasso di cambio.

... tra cui gli effetti indesiderati sui tassi di interesse a lungo termine

Il rischio di un eccessivo affidamento sulla politica monetaria

Squilibri esterni
e rigidità di bilan-
cio...

Lo scorso anno la politica monetaria ha dovuto muoversi in un contesto di perduranti gravi squilibri nei pagamenti internazionali, di ricorrenti fasi di instabilità dei tassi di cambio e di una ridotta domanda di attività finanziarie USA da parte degli investitori privati esteri. Per diverse ragioni i paesi hanno convenuto sull'opportunità di agire per stabilizzare il dollaro. Sebbene ciò non abbia comportato un pieno accordo sulle condizioni di crescita economica che avrebbero consentito di ridurre nel modo migliore i disavanzi esterni, è stata generalmente riconosciuta la necessità delle politiche fiscali. In considerazione delle difficoltà incontrate dall'Amministrazione e dal Congresso USA nel concordare una sostanziale riduzione del disavanzo federale, e del consenso di cui gode la politica di risanamento fiscale negli altri paesi, le autorità monetarie hanno dovuto far fronte alla situazione con i soli mezzi a propria disposizione. Allorché gli investitori esteri hanno mostrato di non essere disposti ad accumulare ulteriormente attività in dollari ai tassi di cambio correnti, le banche centrali si sono sostituite ad essi in misura massiccia. Poiché il ritmo con cui è proceduto l'aggiustamento esterno ha talvolta messo a dura prova il mercato e finanche la perseveranza delle autorità, l'impiego degli interventi ufficiali e della politica monetaria per stabilizzare i tassi di cambio pare aver contribuito a traslare le pressioni sui mercati obbligazionari ed azionari. Il mantenimento di bassi tassi di interesse a breve ha comportato in molti paesi una forte espansione monetaria. Nei primi mesi del 1988 la situazione sui mercati dei cambi si è fatta più calma, ma sono persistite le inquietudini circa la durevolezza dei principali rapporti di cambio, dati i differenziali di crescita economica fra i paesi, il perdurante bisogno di una correzione di bilancio negli Stati Uniti ed il miglioramento ancora modesto, seppure percettibile, della bilancia dei pagamenti americana.

... condizionano
le politiche di
intervento e di
tasso di interesse

I rischi di un'im-
postazione di
breve periodo in
caso di rivivi-
scenza dell'infla-
zione

Da qualche tempo la politica monetaria negli Stati Uniti è impostata in modo da compensare l'impatto prodotto sulla domanda aggregata dalla restrizione di bilancio e dalla variazione del disavanzo esterno corrente, nell'intento di mantenere il ritmo di espansione dell'attività economica. Poiché questo obiettivo non è sempre risultato compatibile con la stabilizzazione della dinamica degli aggregati monetari, la conduzione della politica monetaria ha assunto come riferimento l'evoluzione di una più ampia gamma di indicatori. Negli altri paesi maggiori la stretta osservanza degli obiettivi monetari a medio termine non ha rappresentato una strategia praticabile nelle circostanze dello scorso anno. Nondimeno, le autorità monetarie mantengono la convinzione che la stabilità dei prezzi costituisce il requisito essenziale di una crescita economica duratura. Anche in presenza di tassi di inflazione bassi o moderati le banche centrali restano in guardia contro il manifestarsi di spinte o aspettative inflazionistiche. Qualora il concentrarsi sull'esigenza a breve termine di sostenere la crescita economica dovesse ritardare troppo a lungo il ritorno ad un indirizzo stabile di medio periodo delle politiche monetarie, i risultati faticosamente acquisiti nella lotta per riportare sotto controllo l'inflazione potrebbero rivelarsi di non lunga durata.

VII. Il sistema monetario internazionale

Aspetti salienti

Nel 1987 e nei primi mesi del 1988 la scena monetaria internazionale è stata ancora dominata dall'andamento del mercato del dollaro. In considerazione del precedente amplissimo deprezzamento della moneta statunitense, le autorità si sono mostrate sempre più riluttanti ad accettare una sua ulteriore incontrollata flessione. Allo stesso tempo, la lentezza del processo di aggiustamento internazionale (si veda il Capitolo III) ha gravato pesantemente sul clima del mercato valutario, e gli investitori privati hanno talora mostrato una minore propensione ad accrescere le proprie esposizioni in dollari ai tassi di cambio esistenti. Il conseguente divario apertosi tra il fabbisogno di finanziamento della bilancia dei pagamenti e il volume di flussi spontanei di capitale ha indotto le autorità monetarie a sostenere un ruolo sempre più attivo nel mercato dei cambi. La strategia ufficiale, espressa dall'Accordo del Louvre, ha mirato a rafforzare la fiducia del mercato, stabilizzando i tassi di cambio attorno ai livelli esistenti e offrendo nel contempo un sostegno al processo di aggiustamento internazionale mediante un appropriato coordinamento delle politiche macroeconomiche. Tuttavia, nonostante un considerevole rafforzamento della cooperazione monetaria internazionale, vi sono state talune deviazioni effettive o presunte delle politiche. Di conseguenza, il dollaro ha attraversato ripetute fasi di debolezza, e la fiducia ha potuto essere talvolta ristabilita solo dopo un ulteriore marcato deprezzamento e massicci interventi ufficiali sul mercato dei cambi.

Le perturbazioni valutarie e i connessi timori inflazionistici hanno parimenti condizionato l'evoluzione del mercato dell'oro. Nonostante la maggiore offerta, il prezzo in dollari dell'oro è cresciuto per il terzo anno consecutivo.

Il ruolo crescente del settore ufficiale nel finanziamento del deficit corrente degli Stati Uniti, unitamente agli interventi nell'ambito dello SME e alla diversificazione valutaria, ha favorito lo scorso anno una notevole espansione delle riserve internazionali. Gran parte di questa espansione ha tuttavia riguardato pochi paesi e non presenta gravi rischi di inflazione per il futuro dell'economia mondiale.

I mercati valutari

L'evoluzione recente

Il periodo in esame è stato nuovamente caratterizzato da ripetute fasi di debolezza del dollaro. Mentre nel 1986 il suo calo era stato per lo più accolto favorevolmente come elemento indispensabile del processo di aggiustamento internazionale, nei primi mesi del 1987 ha cominciato a prevalere l'opinione che un'ulteriore incontrollata caduta del dollaro avrebbe comportato rischi eccessivi.

Le iniziative intraprese agli inizi del 1987, segnatamente nel quadro dell'Accordo del Louvre, per stabilizzare i tassi di cambio attorno ai livelli allora

L'azione delle autorità per frenare il calo del dollaro



esistenti, e le successive forti pressioni al ribasso sul dollaro tra gli ultimi giorni di marzo e gli inizi di maggio, sono stati già descritti nella Relazione annuale dello scorso anno.

L'accentuata debolezza del dollaro agli inizi della primavera del 1987 è essenzialmente dovuta alle incertezze del mercato circa la determinazione delle autorità di agire in conformità all'Accordo del Louvre impostando le politiche interne in funzione della stabilità dei cambi. La fiducia del mercato ha risentito anche delle indicazioni di contrasti commerciali tra i principali paesi industriali. Le pressioni al ribasso sul dollaro sono cominciate nella seconda metà di marzo concentrandosi particolarmente sul cambio con lo yen. Il clima si è rapidamente deteriorato ad un punto tale da richiedere il ricorso a tutto un ventaglio di misure ufficiali per ripristinare fiducia e stabilità.

La prima linea di difesa si è basata su interventi valutari strettamente coordinati e di dimensioni senza precedenti. Gli stessi Stati Uniti sono intervenuti vendendo, dalla metà di marzo alla metà di maggio, circa \$4 miliardi delle proprie riserve ufficiali in valuta estera. Le riserve valutarie del Giappone sono aumentate tra marzo e aprile di \$16 miliardi e quelle del Regno Unito, dove si è attribuita notevole importanza anche alla stabilità del cambio con il marco, sono cresciute di quasi \$10 miliardi nel trimestre da marzo a maggio.

Incertezze degli operatori e risposta delle autorità

Volume record di interventi

La seconda linea di difesa si è basata sulla politica monetaria. Sebbene le aspettative di cambio abbiano ovviamente agito di per sé sui tassi di interesse degli Stati Uniti e dei paesi in attivo, queste variazioni dei tassi di interesse sono state favorite o convalidate da provvedimenti di politica monetaria interna. Anche in questo caso la caratteristica saliente è stata la dimensione dell'aggiustamento, in particolare dei tassi di interesse a lungo termine. In Giappone, ad esempio, il rendimento dei titoli a dieci anni è caduto, intorno alla metà di maggio, ad un minimo del 2,5%, ossia oltre 200 punti base al di sotto del livello di febbraio. Variazioni dei rendimenti dei titoli a lungo termine di tale ampiezza e rapidità non avevano precedenti. I tassi a breve e a lungo termine negli Stati Uniti sono aumentati, tra metà marzo e metà maggio, di circa 150 e 100 punti base rispettivamente. Il differenziale di interesse a lungo termine tra Stati Uniti e Giappone si è pertanto ampliato da 2,5 a oltre 6 punti percentuali.

Manovra dei tassi di interesse

La terza linea di difesa è stata quella basata sull'effetto persuasivo delle dichiarazioni ufficiali. Agli inizi di aprile, in occasione dell'Assemblea delle istituzioni di Bretton Woods, il Gruppo dei Sette ribadiva l'impegno all'osservanza dell'Accordo del Louvre e del suo approccio basato sulla cooperazione. Dopo pochi giorni la Banca del Giappone annunciava un'intesa con altre banche centrali sull'apprestamento di *swaps* valutari da impiegare per sostenere il dollaro nei confronti dello yen. Verso la fine di aprile, in occasione di una visita ufficiale a Washington, il Primo Ministro giapponese e il Presidente della Riserva Federale dichiaravano che, se necessario, sarebbero ricorsi a ulteriori aggiustamenti delle politiche monetarie per stabilizzare il cambio dollaro/yen. Inoltre, le autorità giapponesi hanno vivamente esortato i principali operatori nazionali sul mercato dei cambi a moderare l'attività "speculativa" sul dollaro.

Effetto persuasivo delle dichiarazioni ufficiali

Infine, sono emerse indicazioni di un aggiustamento economico di fondo. Agli inizi di aprile il governo giapponese ha proposto un bilancio integrativo di ammontare ed estensione considerevoli per stimolare l'attività economica e le importazioni; durante il mese di maggio sono stati compiuti considerevoli progressi nella sua attuazione.

Questo approccio molteplici è in definitiva riuscito a assicurare il mercato circa la determinazione delle autorità di mantenere la stabilità dei cambi e, dalla metà di maggio in poi, il dollaro ha cominciato a riprendersi. Pur in presenza di un mercato agitato e sensibile a notizie sfavorevoli, il cambio dollaro/yen, sceso nell'ultima parte di aprile a yen 138, il 10% in meno rispetto al livello raggiunto all'epoca dell'Accordo del Louvre, si è rafforzato a yen 145 agli inizi di giugno.

L'azione delle autorità prevale sulle forze di mercato

I risultati del vertice del Gruppo dei Sette, tenutosi a Venezia agli inizi di giugno, non hanno impressionato eccessivamente il mercato. Oltre a riaffermare l'Accordo del Louvre, i capi di Stato e di governo hanno convenuto sul principio di rafforzare i meccanismi di coordinamento delle politiche economiche e di sorveglianza multilaterale nell'intento di promuovere una crescita globale duratura e non inflazionistica e una maggiore stabilità valutaria. I mercati, tuttavia, si attendevano misure più specifiche.

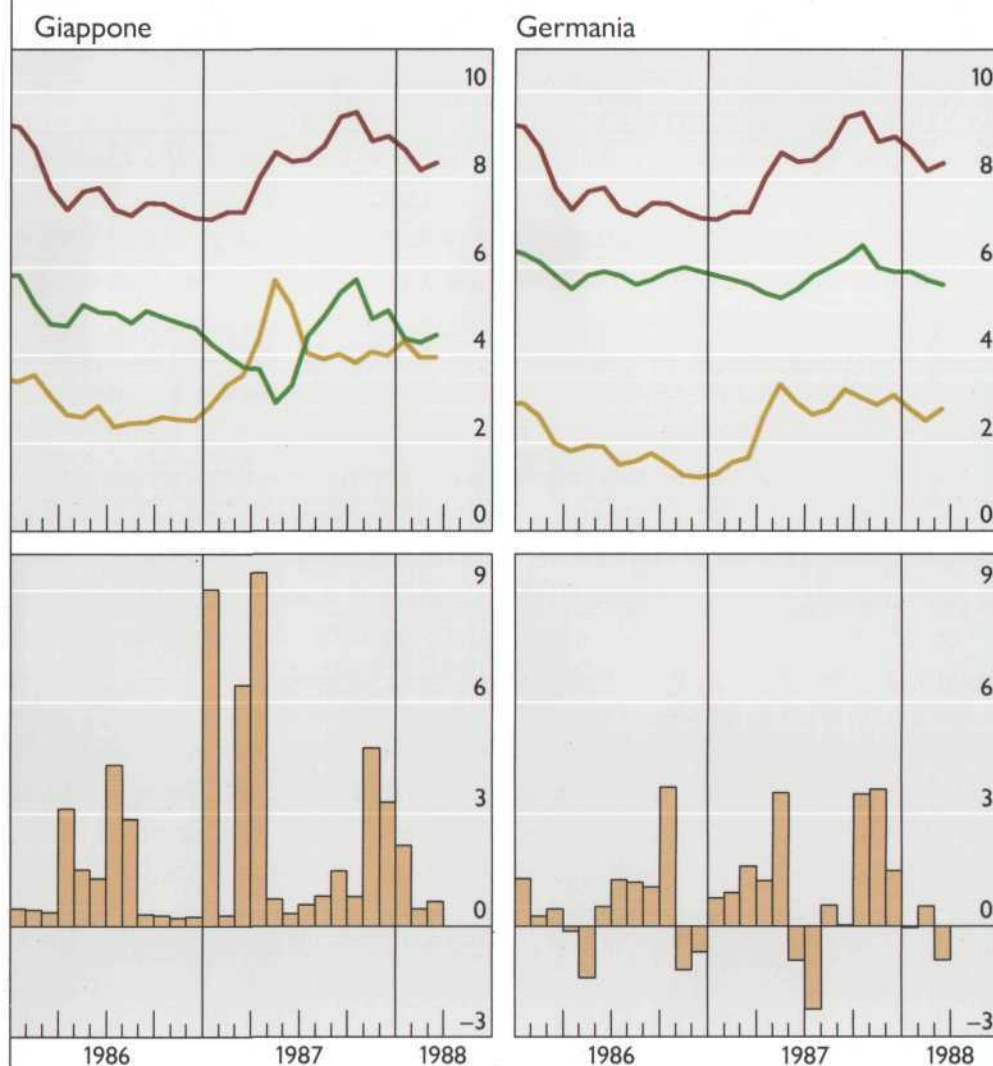
Ciò nonostante, nella seconda metà di giugno, sospinto da un leggero miglioramento dei dati sull'interscambio USA, il dollaro ha continuato a riprendersi. Essendo diminuiti i timori di un ulteriore deprezzamento della moneta americana, l'alto livello dei tassi di interesse USA a lungo termine ha cominciato

Temporaneo rafforzamento del dollaro

a esercitare un forte richiamo sugli investitori esteri. Nonostante un aumento dei tassi di interesse giapponesi e tedeschi e un conseguente restringimento dei differenziali di interesse in favore del dollaro, gli afflussi di capitali negli Stati Uniti hanno iniziato ad eccedere il fabbisogno di finanziamento esterno del paese, esercitando così una pressione al rialzo sul dollaro. Alla seconda metà di giugno il tasso dollaro/yen era tornato a circa yen 151, appena il 2% in meno rispetto al livello esistente all'epoca dell'Accordo del Louvre. Il cambio dollaro/DM si è portato decisamente al di sopra di DM 1,83, il suo livello al momento dell'Accordo, toccando un picco di DM 1,90 durante la prima metà di agosto. Agli inizi

Tassi di interesse a lungo termine e variazioni delle riserve in valuta estera in Germania e Giappone; 1986-88

- tassi di interesse a lungo termine negli Stati Uniti¹
- tassi di interesse interni a lungo termine¹
- differenziale di interesse²
- variazioni delle riserve in valuta estera³



¹ Rendimenti sui titoli pubblici, in percentuale. ² Rendimenti USA meno rendimenti interni, in punti percentuali. ³ In miliardi di dollari USA; le variazioni non comprendono solo gli interventi valutarî in senso stretto, ma anche gli introiti per interessi e altre forme di proventi ed esborsi valutarî. Nel caso della Germania sono escluse le variazioni delle attività in ECU.

di agosto, per effetto della crescente tensione nel Golfo Persico, la spinta al rialzo sul dollaro è diventata così forte da indurre le autorità statunitensi ad intervenire decisamente, di concerto con la Bundesbank e con altre banche centrali, per frenare il suo apprezzamento. In questo periodo le sole autorità statunitensi hanno effettuato vendite contro marchi per oltre \$ 600 milioni.

Il rafforzamento del dollaro ha però avuto vita breve. Intorno alla metà di agosto la pubblicazione di dati deludenti sull'interscambio ha generato dubbi circa l'ulteriore miglioramento della bilancia corrente USA. Il clima di mercato è mutato bruscamente rendendo necessari interventi ufficiali coordinati a sostegno del dollaro. Allo stesso tempo, i timori di un'accelerazione dell'inflazione hanno favorito una ripresa dei tassi di interesse statunitensi a lungo termine. Il 4 settembre il saggio di sconto USA è stato innalzato dal 5,5 al 6%. Benché lo scopo primario di tale manovra fosse quello di contrastare efficacemente e tempestivamente eventuali spinte inflazionistiche, essa ha anche prodotto un effetto distensivo sul mercato valutario. Quando, verso la fine di settembre, in occasione dell'Assemblea annuale del FMI, i Ministri delle Finanze e i Governatori delle banche centrali del Gruppo dei Sette hanno ribadito l'impegno a conformarsi all'Accordo del Louvre, riaffermandone la validità, il dollaro ha persino mostrato una modesta ripresa.

Tuttavia, questa pausa di respiro è stata breve; poiché i tassi di interesse in Germania e Giappone si sono talvolta mossi verso l'alto in anticipo rispetto a quelli negli Stati Uniti, agli inizi di ottobre il dollaro si è ancora una volta indebolito. Le ulteriori cifre scoraggianti sul commercio estero degli Stati Uniti, le critiche colà espresse all'aumento in altri paesi dei tassi di interesse soggetti alla manovra delle autorità, l'assenza di progressi nel riequilibrio del bilancio federale e talune allusioni fatte negli ambienti ufficiali statunitensi circa l'opportunità di ulteriori aggiustamenti del cambio non sono certo servite a rassicurare il mercato.

Il drammatico crollo delle quotazioni azionarie del 19 ottobre non ha immediatamente provocato un indebolimento del dollaro in quanto, in un primo tempo, esso si è accompagnato ad un rimpatrio di fondi USA. Tuttavia, a distanza di pochi giorni, allorché il mercato ha riconsiderato la posizione del dollaro, le forze ad esso contrarie hanno preso il sopravvento. Il crollo del mercato azionario aveva d'un tratto dileguato i timori inflazionistici. Unitamente al massiccio intervento ufficiale a sostegno della liquidità e alla "fuga verso la qualità", ciò ha determinato una considerevole flessione dei tassi di interesse USA a breve e a lungo termine. Inoltre, date le circostanze, appariva probabile che la politica monetaria degli Stati Uniti avrebbe ulteriormente dovuto accordare la priorità al mantenimento della stabilità del mercato finanziario ed all'allentamento dei pericoli di recessione, lasciando che il dollaro trovasse il suo livello di assestamento. In effetti, la spirale ascendente dei tassi di interesse a lungo termine a livello internazionale prima della crisi del mercato azionario, unitamente alla mancanza di significativi progressi nel riequilibrio del bilancio federale, aveva intaccato la fiducia dei mercati nell'Accordo del Louvre. Nonostante il deciso sostegno delle autorità, comprese quelle statunitensi, il dollaro ha nettamente ceduto e il suo cambio con il marco si è ridotto da poco più di DM 1,80 nei giorni immediatamente successivi al crollo del mercato azionario a un

Rinnovate incertezze sul dollaro

Carenze nel coordinamento delle politiche

Crisi del mercato azionario e reazioni di quello valutario

minimo di DM 1,65 il 10 novembre. La riduzione dei tassi attivi ufficiali decisa agli inizi di novembre da tre paesi europei a valuta forte, cioè la Germania, i Paesi Bassi e la Svizzera, ha contribuito ad allentare le tensioni all'interno del Sistema Monetario Europeo (si veda pagina 195) senza però produrre effetti di rilievo sul mercato del dollaro.

Crescente
debolezza del
dollaro
nonostante le
rassicurazioni
ufficiali

Il 10 novembre l'intervento del Presidente degli Stati Uniti in cui egli si dichiarava contrario a un ulteriore calo del dollaro allentava le pressioni del mercato ma, nonostante la continua azione di sostegno, la moneta americana rimaneva fragile. Un compromesso sul bilancio raggiunto il 20 novembre tra l'Amministrazione e il Congresso, con cui si concordava di ridurre il disavanzo federale di \$ 75 miliardi nell'arco di due anni, non ha del tutto convinto il mercato. Analogamente, le riduzioni concertate dei tassi ufficiali in Europa il 24 novembre, e nuovamente il 3 dicembre, apportavano solo un limitato allentamento delle tensioni, pur determinando un allargamento dei differenziali di interesse a breve in favore del dollaro USA.

Le pressioni al ribasso sul dollaro si sono nuovamente intensificate dopo l'annuncio, il 10 dicembre, di un disavanzo commerciale record degli Stati Uniti per il mese di ottobre. Il 22 dicembre una dichiarazione congiunta del Gruppo dei Sette, che riaffermava la validità degli obiettivi fondamentali di politica economica dell'Accordo del Louvre e conveniva che un'ulteriore flessione del dollaro sarebbe stata controproducente, non ha avuto inizialmente effetti sul mercato. Nonostante massicci interventi ufficiali coordinati (le sole autorità statunitensi hanno acquistato \$ 1,7 miliardi nella seconda metà di dicembre), la flessione del dollaro si è accentuata negli ultimi giorni del mese, con pressioni al ribasso particolarmente forti nei confronti dello yen. Attorno alla fine dell'anno le quotazioni del dollaro nei confronti dello yen e del marco hanno toccato i nuovi minimi di yen 122 e DM 1,58, corrispondenti a cali del 21 e 14% rispettivamente sui livelli presenti all'epoca dell'Accordo del Louvre.

Interventi
efficaci e
tempestivi

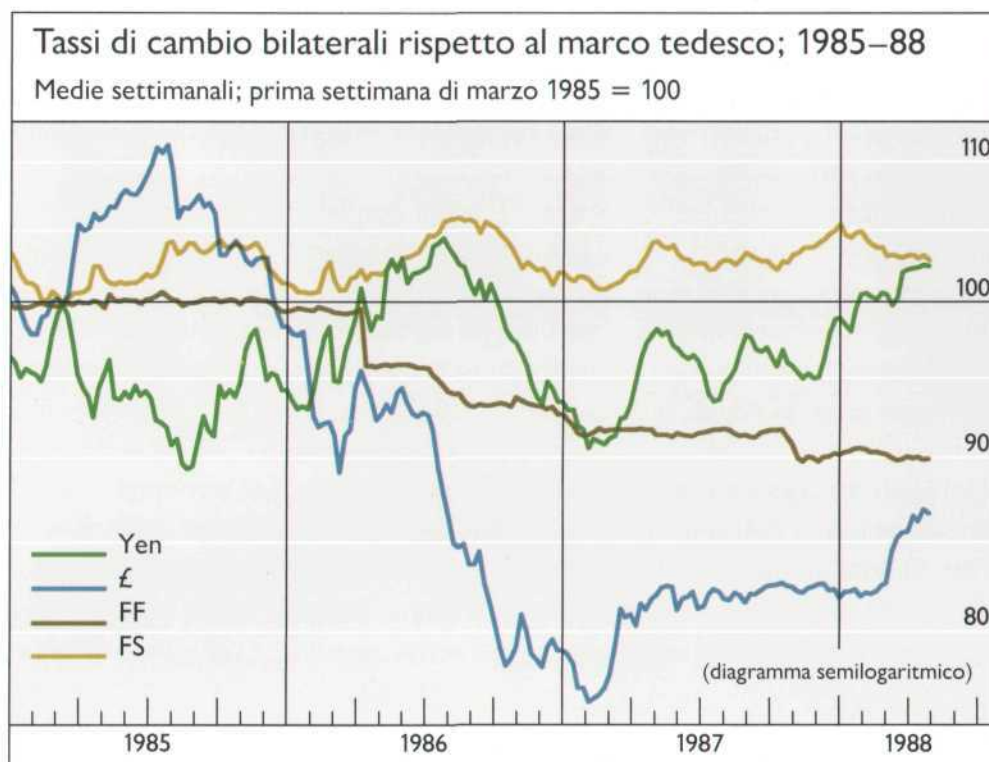
A questo punto, però, il mercato aveva sospinto le quotazioni a livelli insostenibili e le autorità hanno potuto trarne prontamente vantaggio. L'attuazione incessante di interventi aggressivi e strettamente coordinati ha mostrato che la dichiarazione di dicembre del Gruppo dei Sette non era stata una mossa di pura facciata. Il clima di mercato ha pertanto cominciato a modificarsi e il dollaro si è ripreso nettamente. Il 13 gennaio 1988 il Presidente Reagan e il Primo Ministro giapponese Takeshita hanno concordato uno schema che consentiva agli Stati Uniti di ottenere yen in cambio di DSP, un'iniziativa che è sembrata ribadire ulteriormente la determinazione che stava alla base dell'Accordo del dicembre 1987. Questa maggiore fermezza ha trovato quindi supporto nel netto miglioramento del saldo commerciale degli Stati Uniti, il quale faceva ritenere che il processo di aggiustamento fosse finalmente avviato. Anche la riduzione dell'avanzo registrato dalla bilancia corrente giapponese agiva nella stessa direzione. Da metà gennaio in poi le quotazioni hanno oscillato attorno a yen 129 e DM 1,69 fino a che, verso la fine di marzo, il dollaro si è nuovamente indebolito e ha richiesto un continuo sostegno, particolarmente nei confronti dello yen. L'Assemblea delle istituzioni di Bretton Woods, nella seconda settimana di aprile, ha riconfermato le intese del Gruppo dei Sette sul coordinamento delle politiche e sulla cooperazione in materia di cambi. A metà aprile, la pubblicazione di dati

Maggiore stabi-
lità del dollaro

deludenti sull'interscambio USA provocava una nuova ondata di vendite di dollari, ma le pressioni al ribasso venivano rapidamente contenute mediante un energico intervento coordinato e il dollaro si stabilizzava successivamente attorno a yen 125 e DM 1,70.

Con la stabilizzazione del dollaro nei primi mesi del 1988, l'attenzione del mercato si è temporaneamente spostata sui rapporti di cambio tra DM, yen e sterlina. In effetti, una delle caratteristiche rilevanti del periodo in esame è stata la forza relativamente maggiore dello yen rispetto al marco. Dopo essersi fortemente indebolito rispetto alla moneta tedesca nella seconda metà del 1986 e nel gennaio del 1987, lo yen si è rafforzato di oltre il 15% nel corso dei successivi sedici mesi. Esso è stato particolarmente sostenuto nel periodo marzo-aprile 1987, durante il quale si sono concentrate su di esso le forti pressioni al ribasso sul dollaro, e nuovamente tra il dicembre 1987 e il maggio 1988. Durante quest'ultimo periodo il divario tra gli andamenti dell'economia giapponese e tedesca è divenuto alquanto marcato. Il sistema economico giapponese pareva essersi adattato senza grosse difficoltà al nuovo assetto dei cambi, dato il forte incremento dei profitti aziendali e dell'attività economica. In Germania, al contrario, la crescita è stata sotto tono, e sono emersi diffusi timori che un ulteriore apprezzamento del marco avrebbe avuto gravi conseguenze per l'economia. In siffatte circostanze i mercati hanno ritenuto che una combinazione di inasprimento monetario e di un certo ulteriore apprezzamento del tasso di cambio costituiva una configurazione delle politiche più adatta al Giappone che non alla Germania.

Rafforzamento dello yen nei confronti del marco



Beneficiando delle quotazioni più ferme del petrolio e dell'alto livello dei tassi di interesse interni, la sterlina è stata soggetta a pressioni al rialzo nella maggior parte del periodo in esame. Data la sostenutezza dell'economia britannica e taluni sintomi di spinte inflazionistiche, la politica monetaria ha dovuto

Mercato rafforzamento della sterlina

mantenere un difficile equilibrio tra le esigenze di restrizione interna e gli obiettivi di cambio.

Dopo la sua netta flessione nella seconda metà del 1986 e nel gennaio 1987, la sterlina ha continuato ad apprezzarsi nei confronti delle altre valute della CEE, e in misura anche maggiore nei confronti del dollaro USA, fino agli inizi di marzo 1987, quando ha raggiunto un livello di poco inferiore a DM 3. Questo apprezzamento di circa l'8% nei confronti del marco è avvenuto nonostante una marcata riduzione dei tassi delle operazioni ufficiali, i quali sono stati abbassati in quattro riprese tra gli inizi di marzo e i primi giorni di maggio, e nonostante il volume senza precedenti di interventi sul mercato dei cambi, che ha accresciuto di quasi \$ 10 miliardi le riserve ufficiali nel corso del trimestre marzo-maggio.

Parallelamente alla graduale ripresa del dollaro, le pressioni al rialzo sulla sterlina si sono successivamente allentate. Agli inizi di agosto le autorità hanno approfittato di un lieve indebolimento della moneta britannica per elevare i tassi delle operazioni ufficiali di un intero punto percentuale, una misura resa necessaria dalla forte espansione della domanda interna e dal peggioramento del saldo commerciale. Dagli ultimi giorni di agosto sino al febbraio 1988 la sterlina si è apprezzata nei confronti del dollaro in linea con le altre valute della CEE. La politica ufficiale è stata chiaramente quella di mantenere stabile il cambio della sterlina con il marco, o quanto meno di impedirne l'apprezzamento oltre la quota di DM 3. Negli ultimi mesi dell'anno, allorché il dollaro si è bruscamente indebolito sulla scia del crollo del mercato azionario, la Banca d'Inghilterra, di concerto con altre banche centrali europee, non solo ha ridotto in tre riprese i tassi delle operazioni ufficiali, ma è anche intervenuta massicciamente sul mercato dei cambi, accrescendo le proprie riserve in valuta estera di ulteriori \$ 12,6 miliardi nel periodo ottobre-dicembre.

Nel gennaio 1988 la ripresa del dollaro ha provocato un temporaneo allentamento delle spinte al rialzo sulla sterlina e, dopo una serie di dati sfavorevoli sul commercio con l'estero, la Banca d'Inghilterra, all'inizio di febbraio, ha elevato di 0,5 punti percentuali i tassi delle operazioni ufficiali. Tuttavia, poiché il mercato non ha dato molto peso ai dati negativi, gli ampi differenziali di interesse in favore della sterlina hanno ben presto provocato nuove forti pressioni al rialzo sul tasso di cambio. Poiché l'economia procedeva a pieno ritmo e la dinamica salariale mostrava un'accelerazione, le autorità britanniche si sono rese conto che una strategia imperniata sul tasso di cambio avrebbe comportato rischi eccessivi sul fronte interno. Agli inizi di marzo, alla sterlina veniva consentito di apprezzarsi nei confronti del marco oltre la soglia non ufficiale di DM 3. Da principio il mercato ha fatto un uso molto cauto di questo nuovo margine di manovra ma, dopo l'accoglimento favorevole del bilancio pubblico, nella seconda metà di marzo la sterlina ha cominciato a salire al di sopra di DM 3,10 e, nonostante due riduzioni dei tassi delle operazioni ufficiali e i dati sull'interscambio non molto incoraggianti, si è gradualmente apprezzata a oltre DM 3,18 a metà maggio, prima che un'ulteriore riduzione di mezzo punto percentuale dei tassi di interesse ufficiali provocasse una temporanea reazione al ribasso.

Il dollaro canadese, sostenuto da una solida situazione economica, da alti tassi di interesse, dalla crescita dei prezzi delle materie prime e dalla prospettiva di un accordo di libero scambio con gli Stati Uniti, ha avuto un andamento soste-

Il marco come
moneta di rife-
rimento

Consentito un
apprezzamento
della sterlina nei
confronti del
marco

Rafforzamento
del dollaro
canadese

nuto nei confronti del dollaro USA. Tra l'inizio del 1987 e metà maggio del 1988, la moneta canadese si è apprezzata di quasi il 12% su base bilaterale. Questa ascesa è avvenuta soprattutto nei primi mesi del 1987 e del 1988. Agli inizi di quest'anno il dollaro canadese non solo si è apprezzato nei confronti del dollaro USA, ma si è rafforzato nettamente anche rispetto allo yen e al marco.

L'evoluzione passata in un'ottica di più lungo periodo

I grafici alle pagine 187 e 188 illustrano l'evoluzione dei tassi di cambio in una retrospettiva di più lungo periodo. Il primo mostra l'evoluzione, a partire dalla fine del 1980, dei tassi di cambio nominali di quattro fra le principali monete, ponderati per le quote bilaterali delle importazioni e le quote bilaterali e multilaterali delle esportazioni riferite a ventuno paesi industriali. Alla fine del 1980, anno di riferimento nel grafico, il marco e lo yen erano leggermente calati rispetto agli alti livelli raggiunti negli ultimi anni settanta e ciò, insieme alla rinnovata crescita dei prezzi del petrolio, aveva causato un consistente disavanzo corrente sia in Germania che in Giappone. La bilancia corrente degli Stati Uniti era in quel periodo sostanzialmente in equilibrio.

Si può osservare, su questa base ponderata con le quote di commercio con l'estero, che il dollaro si è deprezzato di circa il 35% rispetto al picco dei primi mesi del 1985, mentre lo yen si è apprezzato di circa il 75% e il marco del 20%. Considerando l'intero arco temporale del grafico, il dollaro si trova ora leggermente al di sotto del suo livello di fine 1980, mentre lo yen si è apprezzato di quasi l'80% e il marco di quasi il 30%. Il differente andamento del marco e dello yen nel corso del periodo considerato va attribuito al peso molto più elevato del dollaro nel tasso di cambio effettivo dello yen rispetto a quello del marco, in quanto gran parte dell'interscambio della Germania avviene con altri paesi europei. Ciò dà ragione della più forte ascesa dello yen a partire dai primi mesi del 1985 e contribuisce a spiegare perché, dalla data dell'Accordo del Louvre, il tasso di cambio effettivo del marco non abbia presentato ulteriori significativi incrementi, mentre lo yen si è ancora apprezzato del 17%.

Si può aggiungere che, alla fine del 1980, la sterlina era a un livello eccezionalmente alto, a causa dei nuovi rincari del prezzo del petrolio e della stretta monetaria interna. Nonostante il deprezzamento di quasi il 20% dalla fine del 1980, la sterlina si è mantenuta pertanto sui livelli storici (si veda anche il grafico di pagina 188).

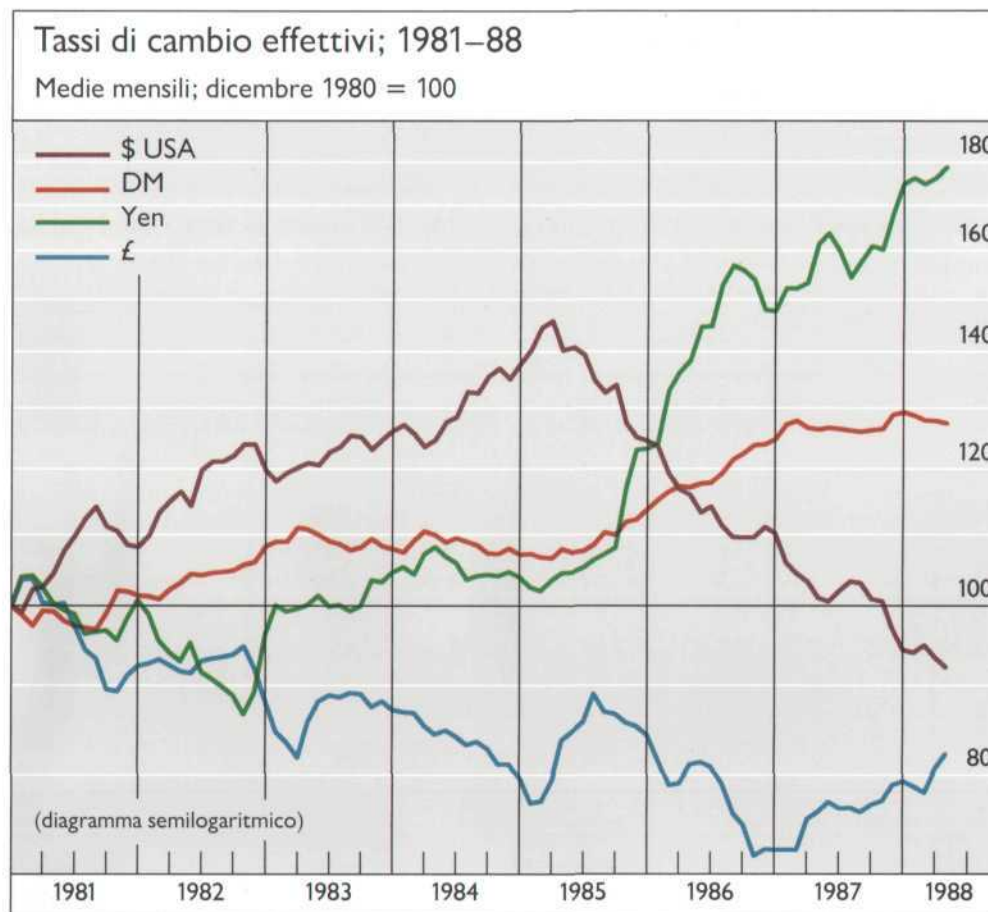
Va infine sottolineato che, a causa delle notevoli differenze nei pesi dell'interscambio usati nel calcolo dei tassi di cambio effettivi, il grafico alla pagina seguente non può servire da base per confronti bilaterali, come l'evoluzione della posizione competitiva della Germania rispetto al Giappone. A questo scopo è necessario considerare direttamente i tassi di cambio bilaterali. E' quanto si tenta di fare nel grafico di pagina 188, che mostra l'andamento del marco e dello yen nei confronti del dollaro dopo l'Accordo dello Smithsonian, tenendo conto delle variazioni differenziali nei costi unitari del lavoro.

Si può notare, sulla base di questo tasso di cambio bilaterale "reale", che lo yen e il marco si sono apprezzati dalla fine del 1980 di circa il 60 e il 25% rispettivamente nei confronti del dollaro, e si situano ora a livelli ben superiori ai massimi raggiunti verso la fine degli anni settanta.

Tassi di cambio ponderati in base all'interscambio

Andamento differenziato dello yen e del marco

Tassi di cambio bilaterali reali



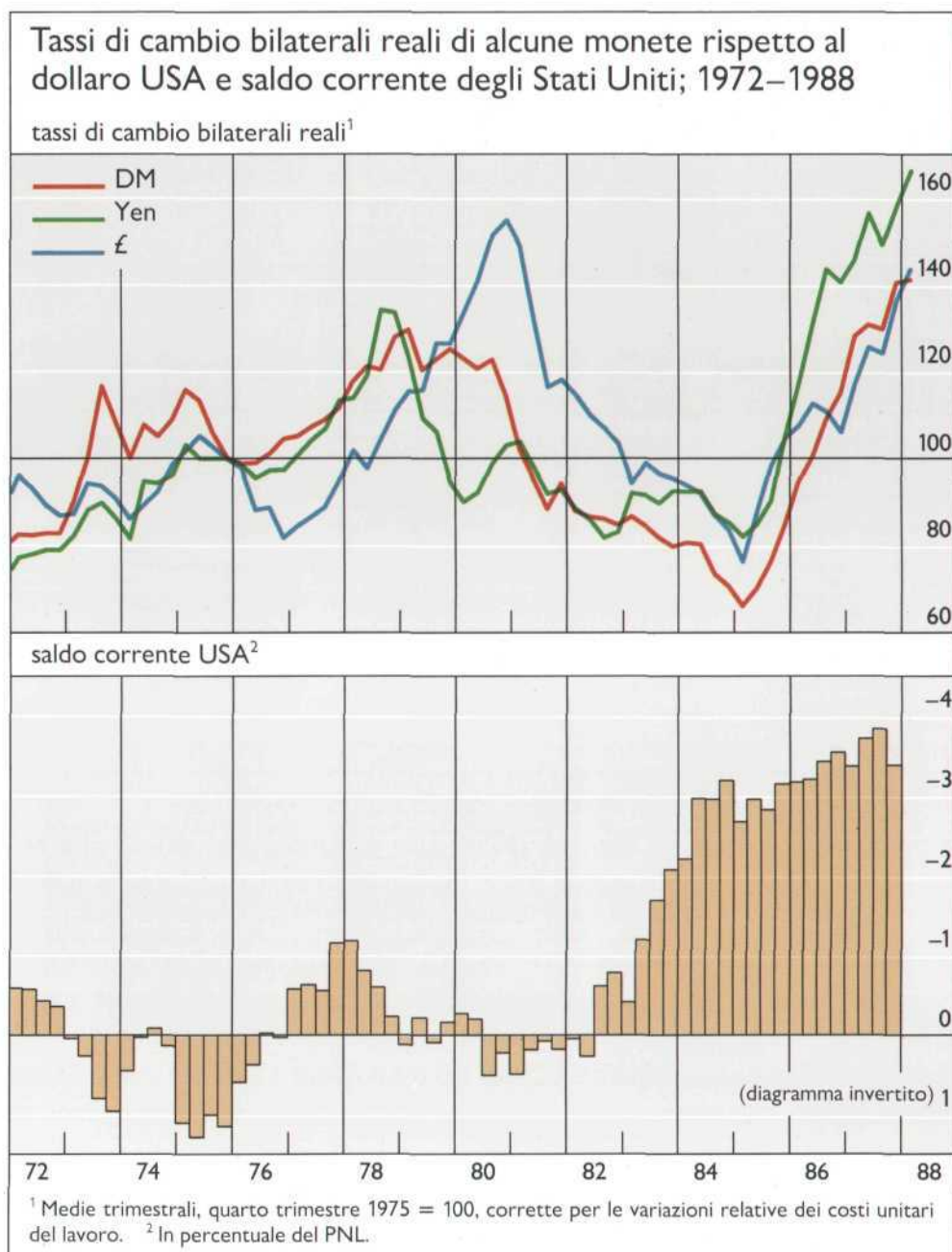
Ampie fluttuazioni dei cambi reali nel medio periodo

Ciò che più risalta, tuttavia, in questo grafico sono le amplissime e progressivamente crescenti fluttuazioni dei tassi di cambio reali nel medio periodo. In effetti, dopo i minimi toccati agli inizi del 1985, i tassi di cambio reali dello yen e del marco si sono apprezzati di circa il 100% nei confronti del dollaro. Poiché è difficile sostenere che, a parte gli stessi tassi di cambio, le altre grandezze fondamentali siano significativamente cambiate nel corso degli anni recenti, non si può non concludere che l'andamento dei tassi di cambio si è spesso discostato da quello della realtà economica e che, alla luce dell'ampio disavanzo corrente degli Stati Uniti, il forte apprezzamento del dollaro nei tre o quattro anni che vanno fino al febbraio 1985, apprezzamento che risulta ora annullato, era chiaramente di entità eccessiva.

I costi delle variazioni abnormi dei cambi

I costi di ingiustificate fluttuazioni di più lungo periodo dei cambi sono ben noti: distorsioni competitive, segnali errati per l'allocazione delle risorse, effetti dirompenti sulla stabilità dei prezzi interni, incoraggiamento delle politiche protezionistiche e crescente incertezza generale, che acuiscono i rischi già insiti nelle decisioni di investimento a lungo termine. Un'ulteriore conseguenza dell'eccessiva instabilità di medio periodo dei tassi di cambio è che le aziende, nelle loro decisioni di investimento, di allocazione delle risorse e di fissazione dei prezzi, tendono a considerare sempre meno queste fluttuazioni ricorrendo a proprie stime dei tassi di cambio di equilibrio. Ciò può produrre effetti positivi quando i cambi si muovono nella direzione sbagliata, ma può dar luogo a problemi allorché, come è avvenuto di recente, si rende necessario un ingente aggiustamento dei rapporti di cambio. In questo caso, gli effetti di curva a J tende-

ranno ad esasperarsi. Ad esempio, può essere necessario parecchio tempo prima che le imprese si convincano della durezza della attuale basso valore del dollaro e adeguino corrispondentemente le proprie decisioni di investimento e di allocazione.



L'esperienza dell'Accordo del Louvre

Il periodo in esame è stato caratterizzato dal ruolo preminente sostenuto dalle autorità sui mercati dei cambi. Tuttavia, benché gli avvenimenti degli anni recenti abbiano chiaramente dimostrato che gli interventi valutari coordinati a livello internazionale, soprattutto se sostenuti da altre misure di politica economica, possono considerevolmente influenzare l'andamento dei cambi, è meno chiaro, però, se questa capacità di manovra sia sempre stata usata in modo ottimale.

Il ruolo degli
interventi
valutari
coordinati

L'Accordo del Louvre, nel febbraio 1987, è intervenuto allorché il dollaro si era ormai ampiamente deprezzato e si profilava il pericolo che, in assenza di una dimostrazione di impegno da parte delle autorità, sarebbe sopravvenuta una crisi di fiducia. Un'indicazione in tal senso era già stata fornita dall'andamento del mercato valutario all'epoca del riallineamento in seno allo SME il 12 gennaio 1987.

Le ragioni per sostenere il dollaro

L'accordo di stabilizzare i tassi di cambio attorno ai livelli allora esistenti, e di sancire questa sorta di obiettivo non ufficiale di cambio mediante un appropriato coordinamento delle politiche nazionali, non si basava sull'assunto di una difesa ad oltranza dell'assetto esistente dei cambi nominali. Tuttavia, alla luce delle precedenti esperienze di iperreazione dei tassi di cambio, e in considerazione dell'ampiezza dell'aggiustamento già avvenuto, si era ritenuto che sarebbe stato oltremodo opportuno impedire in quel momento un eventuale ulteriore forte deprezzamento del dollaro. In tal modo nuovi effetti di curva a J non si sarebbero sovrapposti a quelli esistenti e si sarebbe avuta la tregua necessaria affinché la nuova struttura dei cambi potesse dar luogo ad una corrispondente riduzione degli squilibri correnti. In effetti, dati più recenti sull'interscambio avevano lasciato sperare che fosse in corso tale correzione degli squilibri. Inoltre, nell'eventualità che gli aggiustamenti di cambio già prodottisi si fossero poi rivelati insufficienti o eccessivi, vi sarebbe stato tempo per un ulteriore aggiustamento.

Poiché non vi era immediata evidenza che il maggiore coordinamento delle politiche da molti atteso dopo l'Accordo del Louvre fosse effettivamente attuato, la risolutezza delle autorità è stata severamente messa alla prova dal mercato valutario poche settimane più tardi. Data questa carenza di credibilità, è stato possibile ripristinare la fiducia del mercato solo attraverso massicci interventi ufficiali, sorretti da decisi segnali di politica monetaria e, in particolare nel caso del Giappone, da chiare indicazioni di progresso verso un aggiustamento più di fondo (si vedano le pagine 179 e 180).

Incongruenza fra ampi differenziali di interesse ed aspettative di cambi stabili

Tuttavia, nel momento in cui il mercato si è persuaso della determinazione e della capacità delle autorità di difendere la struttura dei cambi esistente, è sorto un nuovo tipo di problema. Venendo meno l'aspettativa di un ulteriore deprezzamento del dollaro, gli alti tassi di interesse nominali USA sono diventati estremamente attraenti, ed hanno quindi iniziato ad esercitare un'influenza prevalente sui movimenti di capitali. Il dollaro, di conseguenza, si è notevolmente rafforzato nonostante la crescita dei tassi di interesse nei paesi eccedentari. Si sono resi allora necessari interventi per impedire un'eccessiva ripresa del dollaro che avrebbe potuto ritardare ulteriormente il processo di aggiustamento.

Rincorsa al rialzo dei tassi di interesse e sue conseguenze

A metà agosto, quando tutta una serie di dati poco soddisfacenti sull'interscambio USA ha messo in dubbio uno degli assunti fondamentali dell'Accordo del Louvre, ossia che l'interscambio USA era sulla via di un sicuro miglioramento, lo scenario si è ancora una volta modificato. Il dollaro è stato sottoposto a una nuova pressione al ribasso richiedendo nuovi interventi di sostegno. I timori riguardo al tasso di cambio hanno ulteriormente alimentato le aspettative inflazionistiche, e i tassi di interesse sul dollaro hanno preso a crescere decisamente. E' a questo punto che sono emersi i conflitti fra le politiche. Le aspettative di cambio che favorivano il rialzo dei tassi di interesse sul dollaro avrebbero dovuto esercitare, per converso, una pressione al ribasso sui tassi di interesse nei

paesi in attivo. Al contrario, con il sostegno ufficiale i tassi hanno continuato a crescere anche in Germania e in Giappone, dove si nutrivano serie preoccupazioni per la forte crescita degli aggregati monetari interni. Ciò ha a sua volta generato aspettative di un ulteriore corrispondente innalzamento dei tassi di interesse USA, soprattutto perché non vi erano indicazioni di una decisa azione sul fronte del bilancio federale, e perché il dollaro continuava a risentire dei dati poco confortanti sul commercio estero. Questa rincorsa dei tassi di interesse fra i paesi in attivo e gli Stati Uniti era chiaramente contraria allo spirito dell'Accordo del Louvre e ne ha minato la credibilità. Suscitando gravi incertezze sugli sviluppi dell'economia mondiale, questa tendenza ha certamente influito sulla collocazione temporale del drammatico tracollo del mercato azionario e ha favorito una ripresa delle perturbazioni valutarie le quali, nonostante le misure coordinate di politica monetaria e i massicci interventi, anch'essi coordinati, hanno potuto essere placate solo dopo aver consentito un sostanziale deprezzamento del dollaro.

E' stato sostenuto che, cercando di "congelare" i tassi di cambio a livelli irrealistici, l'Accordo del Louvre non solo era destinato all'insuccesso, ma ha anche provocato distorsioni delle politiche in altre aree. Uno dei presupposti su cui si è basato l'Accordo era l'inopportunità, per il momento, di un ulteriore calo del dollaro. Si poteva tuttavia sostenere che, essendo agli inizi dell'autunno ormai apparsa chiara la necessità di un limitato calo del dollaro per accelerare e rafforzare il processo di aggiustamento, tale deprezzamento non era da ritenere incompatibile con i termini dell'Accordo del Louvre e non ne avrebbe compromesso la credibilità.

Una seconda critica potrebbe essere che, in presenza di ampi differenziali internazionali di interesse di origine inflazionistica, ha poco senso stabilizzare i tassi di cambio nominali. Quando le autorità riescono a convincere il mercato di poter difendere il livello esistente dei cambi, i differenziali nominali di interesse a favore dei paesi con più alta inflazione tendono a diventare, per gli investitori esteri, differenziali reali. I capitali tenderanno pertanto ad affluire in misura eccessiva verso i paesi con tassi di inflazione relativamente più elevati, sospingendo i loro tassi di cambio nella direzione sbagliata; ne è esempio l'evoluzione prodottasi nella prima parte dell'estate scorsa, allorché il dollaro era sopravvalutato. D'altra parte, non appena il mercato inizia a dubitare della capacità delle autorità di difendere il livello esistente dei cambi, i differenziali nominali di interesse perdono la loro efficacia e i flussi di capitale cambiano direzione. Si avrà, di conseguenza, una situazione di squilibrio nell'uno o nell'altro senso. Una più appropriata politica consisterebbe quindi nell'adottare un obiettivo maggiormente flessibile che lasci spazio ai tassi di cambio per muoversi in linea con i differenziali di inflazione o di interesse.

Pur ammettendo la validità di queste considerazioni più tecniche, non si possono condividere le critiche che fanno carico all'Accordo del Louvre delle deviazioni delle politiche che potrebbero aver contribuito alla crisi del mercato azionario o, almeno, alla sua collocazione temporale. Non si sono avuti importanti conflitti tra le esigenze di politica interna e gli obiettivi di politica internazionale espressi nell'Accordo del Louvre. Negli Stati Uniti un'azione più risoluta in campo fiscale avrebbe avvantaggiato nel lungo periodo sia l'economia del

Stabilizzazione
dei cambi reali
anziché di quelli
nominali

Il ruolo dell'Ac-
cordo del
Louvre

paese sia l'aggiustamento esterno. In Germania più decise misure espansionistiche non solo avrebbero favorito un migliore equilibrio con l'estero, ma avrebbero anche sostenuto l'economia interna. Analogamente, l'orientamento più espansivo della politica fiscale in Giappone, adottato sotto la pressione di avvenimenti esterni, sarebbe stato giustificato anche per ragioni puramente interne.

Le implicazioni di un alto grado di mobilità dei capitali per la stabilità dei cambi

Ruolo stabilizzante o destabilizzante dei flussi di capitali?

Un ulteriore quesito sollevato dall'eccessiva fluttuazione dei cambi negli ultimi anni è se i movimenti internazionali di capitali, nel quadro della globalizzazione dei mercati finanziari nazionali, abbiano un ruolo stabilizzante o destabilizzante. Si sostiene, talora, che la crescente mobilità internazionale dei capitali è stata, negli ultimi anni, una delle cause principali della maggiore instabilità dei cambi e che, in particolare, i flussi di capitale a breve possono provocare turbolenze nei mercati valutari.

Movimenti di capitali a breve e funzionamento dei mercati dei cambi

Senza negare che i flussi di capitale a breve possono a volte favorire un'eccessiva variabilità del cambio, in generale il loro è un ruolo essenziale per il regolare funzionamento di un sistema di cambi fluttuanti. Anche se la bilancia corrente di un paese fosse in equilibrio nell'arco di un ciclo economico, si formerebbero comunque temporanei squilibri congiunturali o stagionali; vi sarebbero cioè sbilanci transitori su base mensile, settimanale, giornaliera e oraria. Si riconosce generalmente che, per quanto riguarda le transazioni di parte corrente, i movimenti dei tassi di cambio sono inefficaci come meccanismo di riequilibrio a breve termine; a causa degli effetti di curva a J essi tendono addirittura ad aggravare gli squilibri. I flussi di capitale autenticamente a lungo termine possono anche non rispondere molto velocemente ai movimenti dei tassi di cambio. In assenza di interventi ufficiali sul mercato valutario, solo i flussi di capitale a breve cosiddetti speculativi e l'attività di *market-making* delle banche assicurano un continuo equilibrio nel mercato dei cambi. Ed è soprattutto attraverso il loro impatto sui flussi di capitale a breve che le variazioni dei tassi di cambio possono esercitare un immediato effetto stabilizzante.

Ampio volume di transazioni valutarie derivate

I mercati valutari differiscono dagli altri mercati finanziari in quanto tutti i prezzi sono direttamente collegati. Per esempio, una variazione del cambio marco/dollaro implica necessariamente aggiustamenti dei tassi di tutte le altre valute rispetto al dollaro e/o al marco. Pertanto un mutamento di direzione dei flussi di bilancia dei pagamenti che influenza, ad esempio, il tasso di cambio marco/dollaro, tenderà a dar luogo a un multiplo di transazioni valutarie associate al mantenimento di un assetto di equilibrio coerente dei rapporti di cambio. E' questa continua attività di arbitraggio, di bilanciamento e di *market-making* delle banche che spiega come alle transazioni commerciali sia direttamente attribuibile una quota limitata sul totale delle transazioni valutarie. Ciò, tuttavia, non significa che la maggior parte delle operazioni in cambi e dei flussi di capitale a breve rappresenti soltanto "interferenze d'onda". Al contrario, esse sono essenziali per un ordinato funzionamento dei mercati.

Con ciò non si vuole negare che i flussi di capitale a breve, comprese le transazioni in attività a lunga scadenza effettuate a scopi speculativi a breve,

possano talvolta avere un forte effetto destabilizzante sul mercato valutario. E' certo inoltre che, a causa della crescente integrazione globale dei mercati nazionali, questi flussi destabilizzanti di fondi possono assumere proporzioni notevoli. Tuttavia, la risposta appropriata non consiste in nuovi controlli e restrizioni, che ridurrebbero anche i flussi di capitale stabilizzanti e le transazioni valutarie, ma in più stabili politiche economiche nazionali e in una loro migliore coordinazione internazionale.

L'importanza di un quadro delle politiche prevedibile e internazionalmente coerente

Il soddisfacente funzionamento di un sistema di cambi fluttuanti dipende dalla capacità degli operatori di mercato di formarsi aspettative realistiche e stabili sul livello di equilibrio o sull'evoluzione dei tassi di cambio nel più lungo periodo. Se questa condizione è soddisfatta, i flussi "speculativi" di capitale stabilizzanti assicureranno che, in caso di perturbazioni temporanee, i tassi di cambio non divergeranno troppo dal livello di equilibrio. Se, invece, i cambi non sono ancorati a tali solide aspettative, vi è il pericolo che variazioni dei cambi possano dar luogo a paralleli spostamenti delle aspettative, con il risultato che esse tenderanno ad autoperpetuarsi e ad acquisire una dinamica autonoma. Le variazioni dei cambi non eserciterebbero più, in questo caso, una funzione di riequilibrio, e potrebbero invece diventare una fonte di disturbi macroeconomici e di squilibri di bilancia dei pagamenti.

Il ruolo delle
aspettative

La condizione essenziale affinché gli operatori di mercato possano formarsi aspettative realistiche e ragionevolmente sicure circa il livello di equilibrio di medio periodo dei cambi è che il contesto generale di politica economica sia stabile e prevedibile. Ciò non significa soltanto che le politiche dei singoli paesi devono essere salde e trasparenti, ma anche che il quadro mondiale delle economie e delle bilance dei pagamenti, determinato dall'interazione delle politiche nazionali, sia sostanzialmente equilibrato. I tassi di cambio non dovrebbero essere una grandezza residuale, dopo che sono state determinate le altre politiche; piuttosto, un ragionevole grado di stabilità dei cambi dovrebbe essere parte di un più generale strumentario delle politiche. Da questo punto di vista l'Accordo del Louvre ha certamente costituito un passo nella giusta direzione.

L'importanza di
un contesto di
politica econo-
mica stabile

L'esigenza di una maggiore coordinazione internazionale delle politiche è un corollario della crescente interdipendenza e integrazione mondiale, che implica necessariamente un certo grado di riduzione dell'autonomia nazionale e richiede una certa disponibilità al compromesso. Ciò potrebbe essere politicamente spiacevole ma difficilmente evitabile e comporterebbe altresì vantaggi sia in termini di una maggiore efficienza allocativa, sia in una ottica più globale.

In prospettiva, il compito cui sono chiamate le autorità dei principali paesi industriali non è privo di difficoltà. Sebbene, in termini di volume, i flussi commerciali abbiano chiaramente iniziato a reagire al nuovo assetto dei cambi, il disavanzo corrente USA rimarrà prevedibilmente ampio nel corso dei prossimi anni. Ciò implica che l'accumulazione delle attività in dollari richiesta per finanziare questo disavanzo sarà di ammontare molto elevato. Anche i più modesti

I compiti futuri

tentativi di ridurre queste enormi posizioni nette in dollari potrebbero provocare forti pressioni sul mercato valutario.

Di fronte a questa situazione è estremamente importante che le autorità dei principali paesi industriali dimostrino unanimità d'intenti e determinazione nel fornire un orientamento al mercato valutario e nel proseguire l'azione di aggiustamento. Come ha mostrato l'esperienza dell'Accordo del Louvre, si sono ridotti i margini di tolleranza per deviazioni, indecisioni e discordanze delle politiche. Insuccessi nel coordinamento delle politiche e nella gestione congiunta dei cambi possono rapidamente generare seri scompigli nei mercati, con possibili conseguenze dannose per la stabilità e il benessere dell'economia mondiale.

Gli sviluppi nell'ambito dello SME

Stabilità delle
parità centrali
dopo il riallinea-
mento del
gennaio 1987

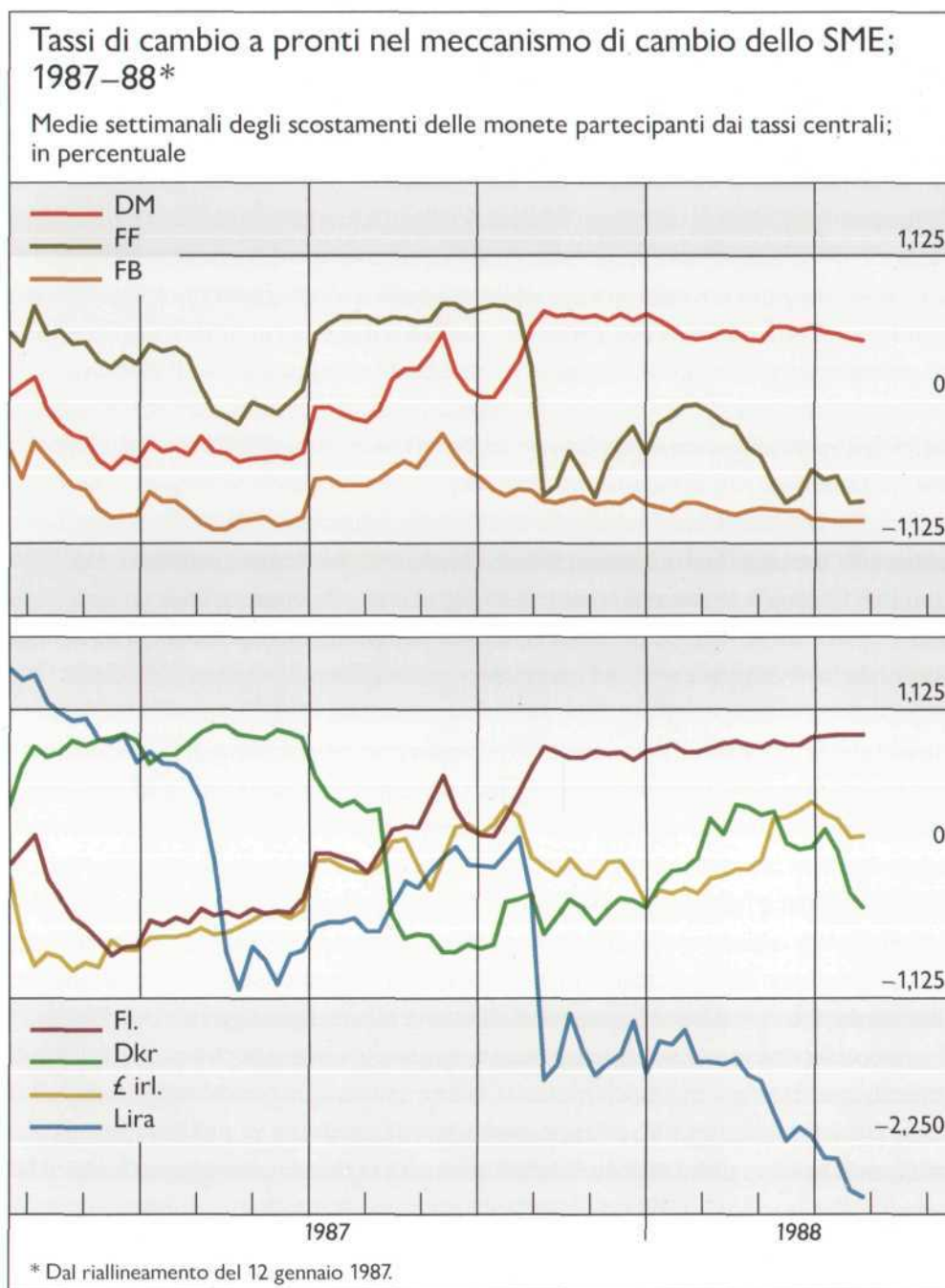
Dopo il riallineamento nei primi giorni del gennaio 1987 (descritto nella Relazione annuale dello scorso anno) il Sistema Monetario Europeo (SME) è riuscito a isolare le relazioni di cambio tra i paesi membri dagli sviluppi sul mercato del dollaro. L'instabilità del cambio del dollaro nel periodo in esame ha accentuato l'importanza di una maggiore coesione monetaria tra i paesi membri dello SME. I successi ottenuti negli ultimi anni dalle politiche nel processo di convergenza verso più bassi tassi di inflazione si sono consolidati. Inoltre, nel settembre 1987 i Governatori della CEE hanno adottato vari provvedimenti per rinforzare i meccanismi operativi dello SME (si veda il Capitolo VIII). In vista della completa liberalizzazione dei mercati finanziari in ambito comunitario entro il 1992, sono stati compiuti ulteriori passi verso la deregolamentazione dei movimenti di capitali fra i paesi, tra cui, nel giugno 1987, l'abolizione del divieto ufficiale di accettare depositi denominati in ECU da parte delle banche situate in Germania.

Pressioni tempo-
ranee sui cambi
e accresciuto
ruolo dei
movimenti
intramarginali

A parte il modesto riallineamento nel gennaio del 1987, le parità centrali sono rimaste invariate nel periodo in esame. Nondimeno, l'andamento del mercato è stato ancora caratterizzato da ampi e improvvisi spostamenti nei flussi di capitali, che hanno talvolta determinato forti pressioni sui cambi. Di conseguenza, la griglia delle parità nello SME ha dovuto essere difesa con ripetuti ampi interventi valutari e con altre misure di sostegno. Anche se dopo il riallineamento la fascia di oscillazione dello SME non ha mai toccato la massima ampiezza, è stata modificata la strategia di intervento, consentendo ai cambiamenti nelle condizioni di mercato di riflettersi in misura più completa nelle variazioni intramarginali e riducendo così le possibilità lucrative della speculazione destabilizzante.

Nei primi mesi del 1987 la graduale, e dapprima esitante, inversione dei capitali speculativi che erano affluiti in Germania alla vigilia del riallineamento del gennaio 1987 ha permesso agli altri paesi membri di recuperare le perdite di riserve subite in precedenza e di ridurre i tassi attivi ufficiali. Inoltre, tra gli ultimi giorni di marzo e i primi di aprile, questi riflussi di capitale hanno contribuito a proteggere il marco dalle forti spinte al rialzo nei confronti del dollaro, alle quali è stato invece soggetto lo yen in questo periodo.

Tuttavia, nel corso di aprile, i deflussi di capitale dalla Germania verso altri paesi membri sono gradualmente cessati. Agli inizi di maggio i timori connessi al rafforzamento del marco rispetto al dollaro e all'imminente allentamento dei



controlli valutari in Italia si sono tradotti in forti pressioni al ribasso sulla lira. Le autorità italiane hanno risposto in modo flessibile ed efficace non solo con ampi interventi valutari a sostegno, ma anche consentendo alla lira un calo di 2 punti percentuali rispetto alla sua parità centrale. Benché il 13 maggio le autorità abbiano proceduto ad una parziale liberalizzazione valutaria, per un certo periodo la lira non ha più subito pressioni al ribasso.

Pressioni sulla
lira

Nella prima parte dell'estate la situazione nello SME è rimasta abbastanza calma e un certo rafforzamento del franco francese ha consentito una modesta riduzione dei tassi delle operazioni ufficiali sul mercato francese. In agosto, tuttavia, sono riemerse tensioni in connessione alle voci di un imminente riallineamento nello SME e per effetto di un nuovo indebolimento del dollaro. Le

pressioni si sono concentrate in particolare sulla lira. Le autorità italiane hanno reagito non solo con interventi sul mercato dei cambi, ma anche innalzando il saggio di sconto e adottando provvedimenti fiscali. Tuttavia, un'inversione del movimento di capitali a favore dell'Italia si è prodotta solo dopo l'imposizione, il 13 settembre, di una serie di misure monetarie e creditizie, fra cui un temporaneo inasprimento dei controlli valutari e un massimale all'espansione dei prestiti bancari.

Forti tensioni
nello SME ed
efficace reazione
delle autorità

In seguito la situazione si è mantenuta piuttosto tranquilla fino all'ultima settimana di ottobre, quando nuove voci di un imminente riallineamento, alimentate dalla debolezza del dollaro, hanno fatto riemergere forti spinte centrifughe all'interno dello SME. Queste sono state contrastate da energici interventi ufficiali, consentendo al tempo stesso al franco francese ed alla lira di deprezzarsi sensibilmente. Agli inizi di novembre la decisione concertata di ridurre i tassi attivi ufficiali in Germania e di aumentare quelli in Francia riusciva infine a rassicu-
rare il mercato ed a placare le pressioni destabilizzanti nello SME.

Notevole stabi-
lità nonostante
la debolezza del
dollaro ed incer-
tezze elettorali

Nonostante la persistente debolezza del dollaro, soprattutto verso la fine dell'anno, i rapporti tra le monete all'interno del meccanismo dello SME si sono mantenuti assai stabili. Verso la fine di novembre e ai primi di dicembre la Banca di Francia ha potuto partecipare alle riduzioni concertate dei principali tassi attivi ufficiali da parte delle banche centrali europee. In gennaio, quando il dollaro ha mostrato una certa ripresa, vi è stata una parziale inversione dei precedenti afflussi di capitali in Germania e gli altri paesi membri hanno potuto recuperare le perdite di riserve subite in precedenza. Ciò ha consentito una riduzione dei tassi attivi ufficiali in Francia, Belgio e Olanda e il 20 gennaio – ben in anticipo rispetto al termine originario di fine marzo – in Italia sono state revocate le restrizioni temporanee introdotte nel settembre 1987. Durante il mese di febbraio sono cessati i riflussi di capitale dalla Germania ma, eccetto un breve sussulto agli inizi di marzo, la situazione nello SME è rimasta piuttosto stabile, nonostante le incertezze per le elezioni in Francia. Vi è stata, tuttavia, una certa pressione al ribasso sulla lira, che tra l'ultima parte di febbraio e gli inizi di maggio è stata lasciata scivolare gradualmente fin quasi al limite inferiore della sua fascia di oscillazione.

La produzione e il mercato dell'oro

Sostenuta
domanda di oro
alimentata dalla
debolezza del
dollaro e da
timori di infla-
zione

Nonostante un ulteriore aumento dell'offerta di nuovo oro, il prezzo in dollari del metallo ha continuato a crescere sensibilmente nel corso del 1987. La domanda di oro è stata alimentata da diversi fattori. Durante gran parte dell'anno essa è stata sostenuta dalle aspettative di cambio che inducevano gli investitori ad acquistare un'attività che aveva mostrato una marcata crescita in dollari da quando, nel febbraio 1985, la valuta americana aveva iniziato ad indebolirsi. Inoltre, durante la primavera e l'estate, un riaccendersi delle aspettative inflazionistiche ha contribuito a sostenere la domanda di oro in presenza di un'accen-
tuata crescita dei tassi di interesse a lungo termine. Infine, la domanda può aver beneficiato della forte tendenza al rialzo dei prezzi degli altri metalli. La crisi del mercato azionario in ottobre non sembra invece aver avuto un importante effetto sul mercato dell'oro.

Mentre la richiesta di oro per impieghi commerciali è diminuita durante l'anno per effetto dei crescenti prezzi del metallo, quella a fini di investimento e di tesoreggiamento è rimasta forte, beneficiando in parte delle tendenze di lungo periodo della domanda di oro. Negli ultimi anni i paesi asiatici del Pacifico sono diventati un importante mercato dell'oro, soppiantando in parte la fascia di paesi che va dal Mediterraneo al Mar Cinese meridionale, in cui tradizionalmente l'oro rappresenta una forma primaria di detenzione della ricchezza. Nel 1987 il Giappone ha importato oltre 240 tonnellate di oro, circa un quarto più del necessario per soddisfare la domanda industriale. Nonostante i dazi e le imposte, Taiwan ha importato oro per quasi 60 tonnellate nei sei mesi dall'ottobre 1987 al marzo 1988, e la banca centrale di Taiwan ha accresciuto le proprie riserve di oro di ben 172 tonnellate nei quindici mesi terminanti nel marzo 1988.

Dal lato dell'offerta, nel 1987 la produzione delle miniere occidentali è ulteriormente cresciuta di oltre 80 tonnellate, passando a 1.375 tonnellate. Questa espansione è stata generalizzata, avendo riguardato tutte le più importanti aree di produzione eccetto il Sudafrica dove, a causa della tendenza a sfruttare giacimenti a più basso tenore aureo, la produzione è diminuita, per il terzo anno consecutivo, di 33 tonnellate. La quantità di oro estratto è aumentata particolarmente nel Nord America: Stati Uniti e Canada hanno accresciuto la loro produzione rispettivamente di 37 e 14 tonnellate. Questi due paesi forniscono ora un quinto della produzione totale in occidente, rispetto a meno di un decimo all'inizio di questo decennio. Rilevanti incrementi si sono avuti anche in Australia (33 tonnellate) e in Brasile (17 tonnellate).

Ulteriore
crescita della
produzione
mineraria



| Produzione mondiale di oro | | | | | | | | |
|----------------------------|------------|-------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Paesi | 1953 | 1970 | 1980 | 1983 | 1984 | 1985 | 1986 | 1987 |
| | tonnellate | | | | | | | |
| Sudafrica | 371 | 1.000 | 675 | 680 | 683 | 672 | 640 | 607 |
| Stati Uniti | 61 | 54 | 31 | 63 | 66 | 80 | 118 | 155 |
| Canada | 126 | 75 | 52 | 73 | 86 | 90 | 106 | 120 |
| Australia | 33 | 20 | 17 | 31 | 39 | 59 | 75 | 108 |
| Brasile | 4 | 9 | 35 | 59 | 62 | 72 | 67 | 84 |
| Filippine | 15 | 19 | 22 | 33 | 34 | 37 | 39 | 40 |
| Papua-Nuova Guinea | 0 | 1 | 14 | 18 | 19 | 31 | 36 | 34 |
| Colombia | 14 | 7 | 17 | 18 | 21 | 26 | 27 | 26 |
| Cile | 4 | 2 | 7 | 19 | 18 | 18 | 19 | 19 |
| Venezuela | 1 | 1 | 1 | 6 | 10 | 12 | 15 | 16 |
| Zimbabwe | 16 | 15 | 11 | 14 | 15 | 15 | 15 | 15 |
| Giappone | 7 | 8 | 7 | 6 | 7 | 9 | 14 | 14 |
| Ghana | 23 | 22 | 11 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 |
| Zaire | 11 | 6 | 3 | 6 | 10 | 8 | 8 | 12 |
| Perù | 4 | 3 | 5 | 10 | 11 | 11 | 11 | 11 |
| Messico | 15 | 6 | 6 | 7 | 8 | 8 | 8 | 8 |
| Repubblica Dominicana | 0 | 0 | 12 | 11 | 11 | 10 | 9 | 8 |
| Altri paesi | 50 | 25 | 33 | 48 | 50 | 63 | 71 | 84 |
| Produzione mondiale* | 755 | 1.273 | 959 | 1.114 | 1.162 | 1.233 | 1.290 | 1.373 |

* Esclusi URSS, altri paesi dell'Europa orientale, Cina e Corea del Nord.
Fonte: "Consolidated Gold Fields PLC" (Londra).

Minori vendite
dei paesi
comunisti

Dopo aver raggiunto nel 1986 il volume massimo di questo decennio, le vendite di oro sui mercati occidentali da parte dei paesi comunisti (esclusi i paesi europei membri del FMI), lo scorso anno esse sono alquanto diminuite. La Cina, in particolare, pare aver contratto le proprie esportazioni di oro verso i mercati occidentali. Anche l'Unione Sovietica, che si suppone abbia ridotto le proprie riserve in oro nel corso degli ultimi anni, pare abbia diminuito le vendite nonostante la perdurante debolezza dei prezzi del petrolio. Ciò è avvenuto in parte perché, dati i prezzi crescenti, è stato possibile ottenere uguali introiti con un volume inferiore di vendite, e in parte perché il paese ha attinto ai propri depositi presso le banche occidentali. Si stima che, nel complesso, l'offerta di nuovo oro proveniente dai paesi dell'Est sia stata dell'ordine di 300 tonnellate nel 1987.

Diminuzione
delle disponibi-
lità ufficiali

Le riserve ufficiali in oro, cresciute in misura modesta nel 1986, sono diminuite lo scorso anno di 90 tonnellate. Alla base del calo netto vi sono ingenti acquisti e vendite da parte di alcuni paesi. Taiwan ha acquistato 65 tonnellate di oro, il che ha comportato un tasso di crescita delle riserve auree, valutate ai prezzi di mercato, perfino superiore a quello delle riserve in valuta estera. Le autorità delle Filippine hanno proseguito la politica di acquisto della produzione locale, aumentando di 16 tonnellate le proprie riserve ufficiali. L'acquisto di 11 tonnellate di oro da parte degli Stati Uniti è in parte servito a ricostituire le disponibilità auree usate per coniare l'*American Eagle* nel 1986. Le vendite ufficiali di oro sono state per lo più motivate da esigenze di bilancia dei pagamenti. In

America Latina, la Colombia e il Perú hanno effettuato le più ampie vendite (rispettivamente 41 e 20 tonnellate). Tra i paesi dell'Europa orientale membri del FMI, Romania e Ungheria hanno ridotto le proprie disponibilità rispettivamente di 28 e 22 tonnellate. Nell'ambito dei paesi industriali, il Canada, che ha seguito la politica di cedere oro tratto dalle riserve ufficiali quando i prezzi sono alti, ha venduto 37 tonnellate, mentre il Belgio ha utilizzato 17 tonnellate delle proprie disponibilità auree per coniare monete in ECU.

| Mercato dell'oro: fonti e impieghi. Stime | | | | | |
|--|------------|-------|-------|-------|-------|
| Voci | 1983 | 1984 | 1985 | 1986 | 1987 |
| | tonnellate | | | | |
| Produzione | 1.115 | 1.160 | 1.230 | 1.290 | 1.375 |
| Vendite nette da parte dei paesi comunisti ¹ | 100 | 150 | 250 | 400 | 300 |
| Variazioni nelle disponibilità auree ufficiali dovute ad operazioni di mercato ² (- = aumento) | 70 | 20 | -160 | -10 | 90 |
| Totale (= impieghi non monetari) | 1.285 | 1.330 | 1.320 | 1.680 | 1.765 |

¹ Esclusi i paesi europei membri del FMI. ² Le variazioni delle riserve auree del Sudafrica sono state escluse dai movimenti delle disponibilità ufficiali in questa tabella, giacché si ritiene che esse siano attribuibili in larga misura alla costituzione o liquidazione di swaps in oro tra la banca centrale sudafricana e le banche commerciali di altri paesi.

In presenza di una crescita della produzione, e di vendite di riserve ufficiali auree da parte dei paesi occidentali che hanno pressoché compensato il calo delle esportazioni dei paesi comunisti, l'offerta totale di nuovo oro sul mercato è di nuovo aumentata lo scorso anno. Ciò nonostante, data la sostenuta domanda di oro a fini di investimento e tesoreggiamento, il prezzo in dollari si è innalzato di oltre il 24%, da \$ 391 per oncia alla fine del 1986 a \$ 487 alla fine del 1987, mentre il prezzo in franchi svizzeri è rimasto alquanto stabile.

Aumento
dell'offerta
complessiva

Nei primi tre mesi del 1987 l'oro è stato trattato per lo più a prezzi compresi fra \$ 395 e 420 l'oncia, dopo di che i corsi hanno iniziato a rafforzarsi, salendo decisamente in primavera quando il dollaro è stato sottoposto a notevoli pressioni nel mercato valutario e si sono riaccese aspettative inflazionistiche. Il prezzo al *fixing* di Londra è salito da circa \$ 420 per oncia agli inizi di aprile ad un massimo di quasi \$ 480 nella terza settimana di maggio; successivamente esso è tuttavia ridisceso fortemente prima di rafforzarsi di nuovo attorno a \$ 460 nel periodo da fine luglio a metà ottobre. Il crollo del mercato azionario non ha avuto un effetto durevole sul prezzo dell'oro, poiché le considerazioni di sicurezza sono state evidentemente sopravanzate dall'effetto moderatore sulle aspettative inflazionistiche. Pur avendo raggiunto un picco di \$ 490 il lunedì 19 ottobre, le quotazioni dell'oro sono diminuite alquanto rapidamente nei giorni successivi, portandosi ad un livello attorno a \$ 465 nelle prime tre settimane di novembre. Solo nelle ultime settimane dell'anno esse hanno avuto un'im-pennata sotto l'impatto della crescente debolezza del dollaro, toccando temporaneamente la soglia dei \$ 500 il 14 dicembre, il livello più alto dal febbraio 1983. Agli inizi del 1988, con la maggiore stabilità mostrata dal dollaro, il prezzo

Rafforzamento
delle quotazioni

Nessun impatto
durevole della
crisi borsistica
sul prezzo
dell'oro

dell'oro ha cominciato a ridiscendere fino a un minimo di \$424 alla fine di febbraio. Esso si è tuttavia ripreso nella seconda metà di marzo per effetto del riaccendersi dei timori riguardo al dollaro e all'inflazione, fluttuando attorno a \$450 fin verso la fine di maggio. Uno dei fattori che pare aver favorito l'accentuata debolezza dei corsi nei primi mesi del 1988 è costituito dalle vendite di oro mutuato dalle società minerarie, le quali hanno fatto crescente ricorso a prestiti di oro (da rimborsare con produzione futura) come fonte di finanziamento poco onerosa.

L'oro viene tradizionalmente considerato come un bene rifugio e il suo prezzo è spesso cresciuto in presenza di tensioni politiche o di incertezze economiche. Da questo punto di vista la reazione assai pacata del prezzo dell'oro nell'ultima parte di ottobre, di fronte alla più grave caduta delle quotazioni azionarie da oltre mezzo secolo, è stata assai notevole. Anche il forte aumento della variabilità giornaliera dei corsi, che ha caratterizzato praticamente tutti i mercati delle attività finanziarie, è stato quasi del tutto assente dal mercato dell'oro. Come spiegare tale fenomeno?

Una spiegazione parziale sta senz'altro nel fatto che il collasso delle quotazioni azionarie ha determinato aspettative di un rallentamento dell'attività economica su scala mondiale, eclissando così i precedenti timori di una crescita dell'inflazione e dei tassi di interesse. Vi sono stati tuttavia anche altri fattori. In primo luogo, il prezzo del lingotto non riflette l'andamento dell'attività in tutti i segmenti del mercato. Nelle settimane successive alla crisi borsistica gli acquisti di monete auree da parte di piccoli risparmiatori sono enormemente aumentati. Tuttavia, la richiesta di monete costituisce una quota così ridotta della domanda totale di oro che anche un forte spostamento nelle preferenze dei piccoli investitori non è stato in grado di modificare il clima del mercato. In secondo luogo, in molti paesi i costi di transazione dell'oro sono elevati rispetto a quelli delle attività finanziarie, e l'onere implicito in termini di mancati interessi è considerevole. Infine, i maggiori produttori ed acquirenti di oro seguono politiche commerciali che tendono ad attenuare le variazioni di prezzo. I più importanti paesi produttori detengono ampie scorte del metallo e si mostrano disposti a venderne quantità considerevoli soltanto quando i prezzi superano determinati livelli.

La liquidità internazionale

Andamenti correnti delle riserve

La massima
espansione delle
riserve dall'ab-
bandono delle
parità fisse

Lo scorso anno una delle caratteristiche più di spicco sulla scena monetaria internazionale è stata l'enorme crescita delle riserve internazionali. Le disponibilità ufficiali totali non auree sono infatti aumentate di ben \$205 miliardi, cioè del 40%, superando abbondantemente l'espansione (del 15%) nel valore in dollari correnti del commercio internazionale. Ciò costituisce la crescita di gran lunga maggiore dagli inizi degli anni settanta, quando furono compiuti massicci interventi nel tentativo di puntellare il vacillante sistema di parità fisse. Una quota importante dell'espansione dello scorso anno – grosso modo un quarto – è ascrivibile alla crescita in termini di dollari delle riserve detenute in altre valute.

Per ragioni analoghe le cifre in dollari sovrastimano fortemente l'incremento dell'entità reale delle riserve ufficiali, in quanto il notevole deprezzamento del dollaro ha ridotto il loro potere d'acquisto internazionale. Se si tiene conto approssimativamente di questo calo nel valore reale delle riserve ufficiali, misurandole in termini di un "paniere" di valute come il DSP, la loro crescita risulta di poco superiore al 20% nel 1987, e in media soltanto dell'1,5% nel periodo 1985-86.

Anche le riserve globali ufficiali in oro hanno avuto, lo scorso anno, una crescita sensibile ai valori di mercato. Tuttavia, l'incremento di \$ 88,7 miliardi – il

| Variazioni nelle riserve globali | | | | | | | |
|--|--------------------|--|------------------------------|------|------|--------------------------|-------|
| Aree e periodi | Oro | Valute estere | Posizioni di riserva sul FMI | DSP | ECU | Totale riserve non auree | |
| | in milioni di once | in miliardi di dollari USA, a prezzi correnti ¹ | | | | | |
| Gruppo dei Dieci | | | | | | | |
| 1985 | -0,2 | 13,2 | 15,9 | 0,8 | 2,9 | 3,4 | 23,0 |
| 1986 | -1,0 | 46,7 | 38,4 | 0,3 | 2,9 | 7,9 | 49,5 |
| 1987 | -1,5 | 69,7 | 92,6 | 0,2 | 3,1 | 21,8 | 117,7 |
| Consistenze ² | 735,2 | 357,7 | 250,5 | 26,0 | 20,9 | 69,8 | 367,2 |
| Altri paesi industriali ³ | | | | | | | |
| 1985 | -1,8 | 1,0 | 6,3 | 0,1 | 0,4 | 0,4 | 7,2 |
| 1986 | -0,8 | 5,2 | 6,4 | 0,2 | 0,4 | 0,0 | 7,0 |
| 1987 | -1,9 | 7,1 | 28,2 | 0,6 | 0,5 | 5,0 | 34,3 |
| Consistenze ² | 82,1 | 39,9 | 85,8 | 3,1 | 2,6 | 5,8 | 97,3 |
| Paesi in via di sviluppo | | | | | | | |
| 1985 | 4,2 | 3,5 | 14,1 | 0,9 | 0,6 | | 15,6 |
| 1986 | 2,1 | 8,5 | 9,6 | 0,2 | 0,5 | | 10,3 |
| 1987 | 0,4 | 11,9 | 51,2 | 0,6 | 1,2 | | 53,0 |
| Consistenze ² | 122,8 | 59,7 | 227,5 | 15,5 | 5,2 | | 248,2 |
| PVS esportatori di petrolio del Medio Oriente ⁴ | | | | | | | |
| 1985 | -0,2 | 0,4 | 3,8 | 0,7 | 0,2 | | 4,7 |
| 1986 | -0,1 | 1,4 | -6,5 | 0,1 | 0,0 | | -6,4 |
| 1987 | -0,1 | 2,1 | 3,8 | 0,5 | 0,4 | | 4,7 |
| Consistenze ² | 22,8 | 11,1 | 38,8 | 12,7 | 1,6 | | 53,1 |
| Altri PVS | | | | | | | |
| 1985 | 4,4 | 3,1 | 10,3 | 0,2 | 0,4 | | 10,9 |
| 1986 | 2,2 | 7,1 | 16,1 | 0,1 | 0,5 | | 16,7 |
| 1987 | 0,5 | 9,8 | 47,4 | 0,1 | 0,8 | | 48,3 |
| Consistenze ² | 100,0 | 48,6 | 188,7 | 2,8 | 3,6 | | 195,1 |
| Totale ³ | | | | | | | |
| 1985 | 2,2 | 17,7 | 36,3 | 1,8 | 3,9 | 3,8 | 45,8 |
| 1986 | 0,3 | 60,4 | 54,4 | 0,7 | 3,8 | 7,9 | 66,8 |
| 1987 | -3,0 | 88,7 | 172,0 | 1,4 | 4,8 | 26,8 | 205,0 |
| Consistenze ² | 940,1 | 457,3 | 563,8 | 44,6 | 28,7 | 75,6 | 712,7 |

¹ Riserve auree valutate ai prezzi di mercato. ² A fine 1987. ³ Esclusi i paesi dell'Europa orientale.

⁴ Arabia Saudita, Emirati Arabi Uniti, Iran, Iraq, Kuwait, Libia, Oman e Qatar.

¹ Riserve auree valutate ai prezzi di mercato. ² A fine 1987. ³ Esclusi i paesi dell'Europa orientale.

⁴ Arabia Saudita, Emirati Arabi Uniti, Iran, Iraq, Kuwait, Libia, Oman e Qatar.

Fattori alla base
della forte
crescita delle
riserve ufficiali

maggiore di questo decennio – va esclusivamente attribuito all'andamento del prezzo dell'oro in dollari, che si è portato a livelli molto elevati verso la fine del 1987, per poi nuovamente flettere agli inizi del 1988. Il volume delle disponibilità ufficiali in oro si è invece ridotto dello 0,3%.

L'eccezionale incremento nel volume delle attività ufficiali di riserva non auree nel 1987 è essenzialmente dovuto all'effetto congiunto di quattro fattori. Il più importante è rappresentato dalle acquisizioni ufficiali di dollari da parte di paesi diversi dagli Stati Uniti per contenere l'apprezzamento delle proprie valute nei confronti del dollaro o di altre monete-chiave.

Un secondo fattore è dato dalla diversificazione delle disponibilità valutarie ufficiali, con un consistente spostamento dal dollaro verso altre monete. Siffatta ricomposizione del portafoglio determina un incremento delle riserve non denominate in dollari senza necessariamente implicare una corrispondente riduzione delle disponibilità ufficiali totali in dollari. Questa asimmetria si spiega con il fatto che le vendite ufficiali di dollari concentrano la pressione al rialzo sulle monete impiegate a fini di diversificazione. Di conseguenza, può accadere che le autorità dei paesi con tali valute di riserva secondarie, come il Giappone e la Germania, allo scopo di evitare un eccessivo apprezzamento debbano aggiungere alle proprie riserve i dollari ceduti da altri detentori ufficiali.

Un terzo fattore è costituito dagli interventi ufficiali in acquisto su valute diverse dal dollaro. Benché tali acquisti possano anche essere parzialmente ricollegabili all'andamento del mercato del dollaro, essi hanno avuto luogo soprattutto in un contesto europeo, come conseguenza degli sforzi di taluni paesi di stabilizzare il proprio tasso di cambio nei confronti del marco.

Un ultimo fattore, anch'esso collegato allo SME, è stata l'ascesa del prezzo di mercato dell'oro, che si è tradotta in un incremento dell'ammontare di ECU ufficiali creati in contropartita di oro, e delle operazioni iniziali di *swaps* effettuate con il FECoM dalla Spagna a seguito della sua adesione all'accordo dello SME.

Fattori che
hanno moderato
la crescita delle
riserve

Tuttavia, lo scorso anno, si sono avuti anche due fattori che hanno in certa misura moderato la crescita delle riserve ufficiali non auree. In primo luogo, le autorità statunitensi hanno attinto alle proprie disponibilità in valuta estera per sostenere il dollaro. In secondo luogo, nel 1987 su base netta il FMI non è risultato prestatore bensì percettore di fondi, in quanto taluni paesi indebitati hanno rimborsato prelievi effettuati nei primi anni della crisi debitoria internazionale. Questi rimborsi hanno teso a ridurre le posizioni di riserva sul Fondo di altri paesi membri.

Passando a considerare la struttura delle acquisizioni di riserve ufficiali, si rileva che le disponibilità in valuta estera (compresi gli ECU creati in contropartita di dollari e delle monete partecipanti allo SME) sono ammontate a oltre \$ 190 miliardi, equivalenti al 92% della crescita totale registrata nel 1987 dalle riserve non auree al di fuori degli Stati Uniti. Si può stimare che gli effetti di cambio abbiano contribuito a tale incremento nella misura di \$ 25 miliardi circa, ma il fattore espansivo di gran lunga più importante è stato un ulteriore spostamento nella struttura del finanziamento del disavanzo corrente statunitense. Dal 1983 al 1985 gli afflussi netti di capitali privati erano stati più che sufficienti a coprire l'ampio e crescente deficit corrente del paese. Nel 1986 l'afflusso

spontaneo di fondi privati ha iniziato a diminuire e, per evitare un eccessivo deprezzamento del dollaro, il sempre più ampio disavanzo americano di parte corrente è stato finanziato in misura crescente con acquisti ufficiali di attività in dollari. Nel 1987 una parte del sostegno al dollaro è stata fornita dagli stessi Stati Uniti che, per la prima volta dalla fine degli anni settanta, sono intervenuti con forza in favore della propria moneta, riducendo così di \$ 8,6 miliardi (in termini di volume) le proprie riserve ufficiali in valuta estera. Tuttavia, il finanziamento ufficiale è provenuto in larga parte dalle banche centrali estere. Le attività identificate in dollari verso gli Stati Uniti detenute da istituzioni ufficiali estere, dopo una crescita di \$ 33 miliardi nel 1986, sono aumentate di \$ 47,5 miliardi lo scorso anno, arrivando a coprire circa il 30% del disavanzo corrente degli Stati Uniti.

Queste cifre sottostimano peraltro notevolmente il contributo che le banche centrali estere hanno fornito lo scorso anno al finanziamento del disavanzo dei pagamenti correnti USA. Anzitutto, sembra che nel 1987 le banche centrali estere abbiano convogliato verso gli Stati Uniti una consistente quota delle acquisizioni di dollari attraverso le banche e le società di intermediazione mobiliare interne. Questi afflussi di fondi ufficiali negli Stati Uniti attraverso istituzioni finanziarie private estere non vengono registrati nelle statistiche della bilancia dei pagamenti USA come incremento di passività nei confronti delle autorità monetarie estere. Nel 1987 tali fondi solo apparentemente privati

Accresciuto finanziamento di fonte ufficiale del disavanzo corrente USA

Afflussi indiretti di fondi ufficiali negli Stati Uniti

| Saldo delle partite correnti USA e variazioni stimate nelle riserve in valuta estera per tipo di collocamento | | | | | |
|---|----------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Voci | 1983 | 1984 | 1985 | 1986 | 1987 |
| | in miliardi di dollari USA | | | | |
| Saldo corrente USA | -46,3 | -107,0 | -116,4 | -141,4 | -160,7 |
| Variazioni nelle riserve non auree USA | - 0,2 | 1,2 | 8,3 | 5,4 | - 2,7 |
| di cui: | | | | | |
| riserve in valuta estera | - 3,9 | 0,4 | 6,2 | 4,5 | - 4,2 |
| a dollari costanti ¹ (= aumento) | - 3,1 | 1,1 | 4,5 | 1,1 | 8,6 |
| Variazioni nelle riserve in valuta estera degli altri paesi ² | 8,3 | 23,1 | 31,5 | 54,0 | 190,9 |
| a dollari costanti ¹ | 15,0 | 32,0 | 11,5 | 31,6 | 165,5 |
| di cui: | | | | | |
| riserve in dollari detenute negli Stati Uniti ³ | 5,3 | 2,4 | - 2,0 | 33,0 | 47,5 |
| riserve in dollari detenute al di fuori degli Stati Uniti ⁴ | - 0,6 | 9,9 | - 4,5 | - 1,4 | 22,4 |
| riserve in valute diverse dal dollaro ⁵ | 1,6 | 7,9 | 21,2 | 5,9 | 60,2 |
| a dollari costanti ¹ | 7,8 | 16,2 | 2,6 | - 15,2 | 35,9 |
| partite non classificate | 2,0 | 2,9 | 16,8 | 16,5 | 60,8 |

¹ Variazioni calcolate a tassi di cambio costanti (di fine periodo). ² Include tutte le posizioni in ECU ad eccezione di quella parte delle riserve in oro dei paesi membri dello SME ceduta in contropartita di ECU. ³ Attività ufficiali estere negli Stati Uniti. ⁴ Depositi eurovalutari delle istituzioni monetarie ufficiali presso le banche dichiaranti alla BRI. Include tutti i depositi della Cina presso queste banche. ⁵ Stime su dati FMI e BRI.

sembrano però essere stati di ampie dimensioni poiché essi costituiscono la maggior parte della posta residuale, pari a oltre \$ 60 miliardi, che figura nella tabella a pagina 202. Un'altra forma di afflusso non palese di fondi ufficiali esteri verso gli Stati Uniti è rappresentata dall'investimento di riserve ufficiali in titoli emessi da operatori privati USA sugli euromercati. Anche questi flussi sono compresi nelle partite non classificate.

Un'altra importante caratteristica dello scorso anno, in netto contrasto con il 1986, è stato il forte incremento (+ \$ 22,4 miliardi) dei depositi in eurodollari delle banche centrali presso banche all'estero. Questi depositi presso banche situate al di fuori degli Stati Uniti rappresentano un contributo indiretto al finanziamento del disavanzo corrente USA poiché, a causa dell'arbitraggio sui tassi di interesse, essi tendono a tradursi in un incremento pressoché uguale delle attività nette delle eurobanche verso gli Stati Uniti.

Si può quindi stimare che, tenendo conto della riduzione delle riserve valutarie statunitensi, nel 1987 il disavanzo corrente USA sia stato finanziato per un ammontare superiore a \$ 100 miliardi, ossia per oltre il 60%, dal settore ufficiale attraverso l'acquisizione di attività negli Stati Uniti. A questa cifra vanno aggiunti circa \$ 20 miliardi di fondi ufficiali indiretti affluiti negli Stati Uniti attraverso gli euromercati.

Incremento
record delle
riserve valutarie
in dollari e in
altre monete

Per quanto concerne la composizione per monete delle riserve valutarie, si stima che lo scorso anno quelle denominate in dollari siano cresciute approssimativamente di \$ 125 miliardi, ossia di quasi il 45%. Tuttavia, anche le riserve in altre valute sembrano aver avuto un aumento record di circa \$ 65 miliardi in termini di dollari correnti, ovvero di \$ 40 miliardi se si escludono gli effetti di cambio.

Transazioni
del FMI

La diminuzione dei crediti in essere del FMI, cominciata nel 1986, si è accentuata lo scorso anno. Essa ha portato ad una riduzione delle posizioni di riserva sul Fondo dei paesi membri le cui valute erano state utilizzate per le erogazioni. Le posizioni di riserva sul Fondo sono cresciute in dollari correnti di \$ 1,4 miliardi, ma ciò è dovuto alle variazioni di cambio poiché, espresse in DSP, esse risultano anzi diminuite di \$ 3,9 miliardi.

L'ammontare dei crediti in essere del FMI è diminuito di DSP 4,6 miliardi, portandosi a DSP 28,8 miliardi alla fine del 1987, per effetto soprattutto dell'ulteriore rimborso di un ampio ammontare di crediti a medio termine concessi agli inizi degli anni ottanta, quando la crisi debitoria dei PVS aveva toccato l'apice. L'ammontare dei rimborsi è stato pari a DSP 7,9 miliardi, a fronte di erogazioni per soli DSP 3,3 miliardi. Tuttavia, sono stati concessi nuovi prestiti a quei PVS a basso reddito che hanno intrapreso politiche di aggiustamento macroeconomico e strutturale, o che hanno subito temporanei cali delle esportazioni dovuti a fattori esterni. I nuovi crediti erogati nel quadro della Facilitazione per l'aggiustamento strutturale sono aumentati da DSP 0,1 a DSP 0,4 miliardi. Il limite massimo di accesso a questa Facilitazione è stato elevato dal 47% al 63,5% della quota del paese e, alla fine dell'anno, è stata istituita una Facilitazione addizionale di aggiustamento strutturale per un ammontare di DSP 6 miliardi.

L'espansione delle riserve globali nel 1987, come già negli ultimi anni, si è ripartita in modo assai disuguale fra i paesi, poiché quasi il 60% dell'incremento totale di \$ 205 miliardi delle riserve non auree è stato realizzato da soli quattro paesi: Giappone (\$ 38,7 miliardi), Taiwan (\$ 30,4 miliardi), Germania (\$ 26,9

miliardi) e Regno Unito (\$ 22,9 miliardi). Viceversa, in molti paesi, specie in quelli in via di sviluppo, si è registrato un aumento modesto o nullo. Purtroppo, anche escludendo Taiwan, nel complesso i PVS hanno registrato un incremento netto di \$ 22,6 miliardi nel valore in dollari delle proprie riserve, e le loro acquisizioni si sono distribuite in modo più uniforme che nel 1986.

Le disponibilità ufficiali non auree dei paesi del Gruppo dei Dieci sono cresciute in misura notevole e in modo uniforme. Solo nel caso degli Stati Uniti vi è stato un calo di riserve di \$ 2,7 miliardi, mentre in Francia ad un incremento di \$ 1,6 miliardi a tassi correnti fa riscontro un calo in termini costanti. Le amplissime acquisizioni di riserve del Giappone sono quasi interamente ascrivibili ad acquisti effettivi a sostegno del dollaro. Gli incrementi di riserve fatti registrare dalla Germania sono derivati sia dagli interventi a sostegno del dollaro sia da ingenti transazioni nell'ambito dello SME, mentre la crescita eccezionale (125%) delle riserve del Regno Unito è stata in gran parte dovuta agli interventi ufficiali miranti a stabilizzare la sterlina nei confronti del marco. Tra gli altri paesi del Gruppo dei Dieci, l'Italia e la Svizzera hanno registrato i più ampi aumenti assoluti di riserve (rispettivamente \$ 10,1 e 5,7 miliardi).

Tra gli "altri paesi industriali" la Spagna, con un aumento di \$ 15,9 miliardi (ossia del 108%) nel valore in dollari delle proprie riserve non auree, ha fatto registrare l'aumento maggiore. Ciò va posto in relazione con l'ingresso della Spagna nella CEE che ha attirato massicci afflussi di capitale nel paese e ha comportato un'ingente creazione di ECU a fronte di oro. La conseguente pressione al rialzo sulla peseta è stata contenuta mediante ampi acquisti di valuta estera da parte della Banca di Spagna. Eccezionali incrementi delle riserve sono stati registrati anche in Danimarca (\$ 5,1 miliardi, pari al 103%) e in Finlandia (\$ 4,6 miliardi, pari al 259%); entrambi i paesi hanno sperimentato un afflusso insolitamente ampio di capitali nel 1987. La Nuova Zelanda e la Jugoslavia sono stati i soli paesi di questo gruppo a notificare sensibili perdite di riserve.

L'espansione globale delle riserve dei PVS, pari a \$ 53 miliardi nel 1987, nasconde ampie differenze tra i paesi. Della suddetta espansione, \$ 41,2 miliardi hanno riguardato i paesi dell'Asia. La crescita di \$ 30,4 miliardi delle riserve di Taiwan ha portato l'ammontare delle disponibilità ufficiali in valuta estera di questo paese a \$ 76,7 miliardi, la cifra più elevata del mondo a livello di singolo paese. Anche escludendo Taiwan, le riserve dell'Asia sono cresciute di \$ 10,8 miliardi. Cina, Singapore, Indonesia e Malaysia hanno fatto registrare incrementi pari rispettivamente a \$ 4,9, 1,9, 1,5 e 1,4 miliardi. Le Filippine, il solo paese asiatico contemplato dal piano Baker, hanno avuto un calo nelle proprie riserve non auree di \$ 0,8 miliardi, dopo aver fatto segnare nel 1986 uno dei più elevati incrementi di riserve tra i PVS.

Le acquisizioni complessive di riserve fatte registrare dai paesi dell'America Latina, pari a \$ 4,5 miliardi, derivano sostanzialmente dall'aumento di ben \$ 6,8 miliardi nelle disponibilità del Messico e dalla flessione di \$ 1,3 miliardi (fino ad ottobre) in quelle dell'Argentina, che nel 1987 ha incontrato gravi difficoltà economiche e nel servizio del debito. Anche il Perù ha subito un considerevole calo di riserve, diminuite di \$ 0,8 miliardi, ossia di quasi il 60%. Il Brasile, che nel 1986 aveva avuto una contrazione delle proprie riserve di \$ 4,8 miliardi, lo scorso anno ha incrementato le proprie disponibilità ufficiali di \$ 0,5 miliardi.

Distribuzione geografica dell'accrescimento delle riserve

Forte espansione delle riserve nei paesi industriali

Crescita non uniforme delle riserve nel gruppo dei PVS

| Variazioni nelle riserve ufficiali non auree dei singoli paesi ¹ | | | | | | | |
|---|-------------------------|------|-------|----------------|-------|-------|----------------------------|
| Paesi | 1985 | 1986 | 1987 | 1985 | 1986 | 1987 | Consistenze a fine 1987 |
| | in dollari USA correnti | | | in percentuale | | | in miliardi di dollari USA |
| Stati Uniti | 8,3 | 5,4 | -2,7 | 34,6 | 16,7 | -7,3 | 34,7 |
| Altri paesi del Gruppo dei Dieci | 14,7 | 44,1 | 120,4 | 9,5 | 26,3 | 56,8 | 332,5 |
| Giappone | 0,3 | 15,5 | 38,7 | 1,1 | 58,1 | 91,6 | 81,0 |
| Germania | 4,1 | 7,4 | 26,9 | 10,1 | 16,8 | 52,1 | 78,6 |
| Regno Unito | 3,4 | 5,6 | 22,9 | 35,9 | 43,4 | 124,7 | 41,3 |
| Italia | -5,3 | 4,4 | 10,1 | -25,2 | 28,3 | 50,8 | 30,1 |
| Svizzera | 2,7 | 3,8 | 5,7 | 17,8 | 20,9 | 26,1 | 27,5 |
| Paesi Bassi | 1,5 | 0,4 | 4,8 | 16,2 | 4,0 | 42,9 | 15,9 |
| Belgio | 0,3 | 0,7 | 4,1 | 5,6 | 14,4 | 73,8 | 9,6 |
| Canada | 0,0 | 0,7 | 4,0 | 0,4 | 29,9 | 123,9 | 7,3 |
| Francia | 5,7 | 4,8 | 1,6 | 27,1 | 18,2 | 5,0 | 33,0 |
| Svezia | 2,0 | 0,8 | 1,6 | 50,7 | 13,1 | 24,8 | 8,2 |
| Altri paesi industriali ² | 7,2 | 7,0 | 34,3 | 14,7 | 12,6 | 54,5 | 97,3 |
| Spagna | -0,8 | 3,6 | 15,9 | - 6,5 | 32,0 | 107,7 | 30,6 |
| Danimarca | 2,4 | -0,5 | 5,1 | 80,3 | - 8,5 | 102,7 | 10,1 |
| Finlandia | 1,0 | -2,0 | 4,6 | 36,2 | -52,3 | 259,1 | 6,4 |
| Altri | 4,6 | 5,9 | 8,7 | 14,6 | 16,6 | 21,0 | 50,2 |
| Paesi in via di sviluppo | 15,6 | 10,3 | 53,0 | 9,2 | 5,6 | 27,1 | 248,2 |
| Taiwan | 6,9 | 23,8 | 30,4 | 44,0 | 105,3 | 65,7 | 76,7 |
| Messico | -2,4 | 0,8 | 6,8 | -32,5 | 15,6 | 119,8 | 12,5 |
| Cina | -4,6 | -1,3 | 4,9 | -26,7 | -10,0 | 42,4 | 16,3 |
| Arabia Saudita | 0,3 | -6,7 | 4,4 | 1,0 | -26,7 | 23,8 | 22,7 |
| Altri | 15,4 | -6,3 | 6,5 | 14,8 | - 5,2 | 5,8 | 120,0 |
| Totale ² | 45,8 | 66,8 | 205,0 | 11,6 | 15,2 | 40,4 | 712,7 |

¹ Compresse le posizioni in ECU. ² Esclusi i paesi dell'Europa orientale.

L'incremento nelle riserve dei paesi africani e dei paesi del Medio Oriente esportatori di petrolio, rispettivamente di \$ 1,4 e 4,7 miliardi, deriva soprattutto dalle variazioni di cambio, in quanto questi paesi detengono una quota significativa delle proprie riserve in valute diverse dal dollaro. Nel Medio Oriente, l'Arabia Saudita, le cui riserve erano fortemente diminuite nel corso degli anni precedenti, ha registrato un aumento di \$ 4,4 miliardi, mentre il Kuwait ha notificato un calo nelle riserve per \$ 1,4 miliardi.

Durante i primi tre mesi del 1988 le riserve non auree nel Gruppo dei Dieci sono diminuite di \$ 6,1 miliardi, nonostante i continui interventi a sostegno del dollaro. Vi è stato un calo di \$ 9 miliardi negli ECU in essere, derivato dal rimborso di fondi erogati nel quadro della facilitazione di credito a brevissimo termine e dalla diminuzione del prezzo dell'oro utilizzato per gli swaps contro ECU. Principalmente a causa del rimborso di crediti in ECU da parte di altri paesi

partecipanti allo SME, le riserve non auree della Germania si sono contratte di \$ 5,5 miliardi durante questo trimestre. La riduzione di \$ 3,3 miliardi nelle riserve della Svizzera può essere attribuita alla liquidazione di *swaps* di fine anno con le banche residenti. I considerevoli aumenti delle riserve non auree del Canada (\$ 4,4 miliardi) e del Giappone (\$ 3,3 miliardi), nonché il calo di \$ 2,6 miliardi di quelle degli Stati Uniti, vanno attribuiti in larga parte ad ulteriori interventi valutarî a sostegno del dollaro. Al di fuori del Gruppo dei Dieci, Taiwan, che ha accresciuto di 107 tonnellate le proprie disponibilità ufficiali in oro, ha notificato una diminuzione di \$ 1,9 miliardi nelle proprie riserve valutarie.

Implicazioni macroeconomiche

Qual è il significato per l'economia mondiale del notevole incremento nelle riserve ufficiali avvenuto lo scorso anno? Ha forse determinato un'eccessiva espansione della liquidità internazionale che – analogamente a una crescita monetaria eccessiva in un contesto di economia interna – comporta il pericolo di un rafforzamento delle tendenze inflazionistiche su scala mondiale?

E' difficile dare una risposta a questo interrogativo senza sapere quale sarebbe il livello appropriato della liquidità internazionale. Esso potrebbe essere definito, in astratto, come il livello in corrispondenza del quale i vincoli di bilancia dei pagamenti alle politiche dei paesi non sono così forti da rappresentare una minaccia deflazionistica per l'economia mondiale, ma abbastanza forti da tenere sotto controllo le forze inflazionistiche.

A questo proposito va tuttavia sottolineato che le riserve ufficiali costituiscono solo uno degli elementi nella posizione complessiva di liquidità internazionale di un paese. Un altro elemento è costituito dalla possibilità del settore ufficiale di ottenere valute convertibili indebitandosi all'estero o inducendo il settore privato a raccogliere fondi all'estero e/o a rimpatriare quelli fuoriusciti. Dal lato negativo, va tenuto conto degli obblighi di pagamento effettivi o potenziali di un paese derivanti dal suo debito esterno a breve termine.

Ovviamente, tale concetto allargato della posizione di liquidità internazionale di un paese non si presta facilmente alla misurazione. Esso dipende in larga misura da un fattore piuttosto intangibile: lo *status* creditizio internazionale del paese. Comunque, è evidente che nella maggior parte dei paesi industriali, la cui affidabilità di credito è normalmente fuori di dubbio, l'accesso ai mercati finanziari internazionali ha ridotto di molto l'importanza delle riserve ufficiali come vincolo alle politiche economiche interne. Nella situazione opposta si trovano i PVS fortemente indebitati, con gravi squilibri di bilancia dei pagamenti e senza più possibilità di accesso ai mercati finanziari internazionali. Nel loro caso, un incremento delle riserve ufficiali utilizzabili come una sorta di garanzia a fronte di ulteriori prestiti potrebbe senz'altro contribuire ad allentare i vincoli alle politiche.

Ciò equivale a dire che le implicazioni a livello mondiale di una data crescita delle riserve internazionali dipenderanno dalla sua distribuzione geografica, e che il concetto di eccesso o carenza di liquidità globale non è operativo. A differenza della situazione negli ultimi anni settanta, quando i PVS non petroliferi avevano beneficiato in considerevole misura, attraverso i mercati finanziari, della crescita delle riserve generata dal disavanzo esterno USA, lo scorso anno le ampie acquisi-

Le riserve ufficiali sono solo una componente della liquidità internazionale

Importanza della distribuzione geografica delle riserve

zioni di riserve valutarie, salvo poche eccezioni, hanno riguardato essenzialmente i paesi industriali. Nei paesi in via di sviluppo (escluso Taiwan) l'incremento delle attività di riserva ufficiali in termini di dollari è stato neutralizzato dal minore potere di acquisto internazionale della moneta americana; infatti, espresse in DSP, le riserve non auree di questi paesi non hanno mostrato apprezzabili variazioni nel 1987, dopo aver segnato una flessione nei due precedenti anni.

Limitate conseguenze della forte crescita delle riserve nei principali paesi industriali

Nei paesi industriali (esclusi gli Stati Uniti) le massicce acquisizioni di riserve ufficiali hanno presumibilmente avuto un effetto espansivo sulle politiche monetarie interne, benché sia dubbio se i livelli molto più elevati delle riserve possano da soli avere un impatto significativo sugli orientamenti futuri delle politiche economiche interne. Ciò sembra valere in particolare per la Germania e per il Giappone, paesi che attribuiscono un'importanza fondamentale alla stabilità dei prezzi interni e nei quali le consistenze in essere delle riserve erano già assai elevate. Per questi paesi la principale conseguenza delle ingenti riserve è che esse potrebbero rendere politicamente meno accettabile un loro continuo e massiccio incremento, e ostacolare così l'azione volta ad impedire un ulteriore apprezzamento delle proprie monete. Allo stesso tempo, le enormi passività verso l'estero accumulate negli Stati Uniti, che per la maggior parte sono in forma liquida, potrebbero divenire infine un serio vincolo per le politiche economiche negli Stati Uniti.

Nei paesi in via di sviluppo lo scorso anno la crescita delle disponibilità ufficiali ha riguardato soprattutto Taiwan, un paese che già possedeva un'ingentissima consistenza di riserve. Anche in questo caso l'implicazione potenziale più importante è che le maggiori disponibilità ufficiali potrebbero indurre il paese ad accettare un ulteriore apprezzamento della propria moneta nei confronti del dollaro USA, il che sarebbe auspicabile nell'interesse di tutti i paesi.

La rapida crescita delle riserve come sintomo di insufficiente aggiustamento

In sintesi, sembra quindi non sussistere un immediato pericolo che il livello sensibilmente più elevato delle riserve globali, determinato dall'eccezionale incremento dello scorso anno, possa spingere l'economia mondiale su una rotta eccessivamente espansiva. In termini più generali, il problema non è quello di una sovrabbondanza o carenza di liquidità, ma piuttosto quello di un insufficiente aggiustamento macroeconomico. In un sistema in cui la crescita delle riserve è in gran parte endogena, l'eccessiva creazione di liquidità internazionale e la sua distribuzione squilibrata rappresentano un sintomo più che la causa dell'inadeguato aggiustamento delle politiche. Non è quindi possibile tener separato questo problema da quello, più generale, di ridurre gli ampi squilibri internazionali mediante l'adozione di politiche adeguate ed un loro più efficace coordinamento internazionale.

VIII. L'attività della Banca

1. Lo sviluppo della cooperazione tra banche centrali e organizzazioni internazionali

Lo scorso anno la Banca ha continuato a svolgere il suo ruolo tradizionale nel promuovere la cooperazione monetaria internazionale.

La Banca ha partecipato, in qualità di osservatore, ai lavori del Comitato interinale del Consiglio dei Governatori del FMI per il Sistema monetario internazionale e alle riunioni dei Ministri delle Finanze e dei Governatori delle banche centrali dei paesi del Gruppo dei Dieci e dei loro Sostituti. Inoltre, la Banca ha continuato ad esercitare le funzioni, conferitele nell'agosto 1964 dai Ministri e dai Governatori dei paesi del Gruppo dei Dieci, di raccogliere e distribuire a tutti i rappresentanti dei paesi suddetti e al Gruppo di Lavoro N. 3 dell'OCSE i dati statistici sulle contropartite finanziarie dei saldi attivi e passivi con l'estero dei paesi del Gruppo dei Dieci.

Oltre alle regolari riunioni a Basilea dei Governatori delle banche centrali dei paesi appartenenti al Gruppo dei Dieci, la Banca ha organizzato incontri periodici di funzionari delle banche centrali dedicati a materie diverse. Essa ha continuato inoltre a fornire i servizi di Segretariato per vari comitati e gruppi di esperti.

Il Comitato permanente per l'euromercato si è riunito regolarmente per seguire gli sviluppi dell'attività bancaria e finanziaria internazionale. In particolare, esso ha esaminato le questioni relative alla situazione debitoria internazionale e le implicazioni, per il sistema bancario internazionale, delle turbolenze dello scorso anno sui mercati finanziari. La Banca ha altresì continuato a raccogliere, analizzare e distribuire dati statistici concernenti gli sviluppi dell'attività bancaria e del mercato finanziario internazionale.

Il Comitato per la regolamentazione bancaria e le procedure di vigilanza ha proseguito la sua azione volta ad incoraggiare la cooperazione nella vigilanza prudenziale dell'attività bancaria internazionale. A questo fine il Comitato ha dedicato gran parte dell'anno alla stesura di una serie di proposte, applicabili alle maggiori banche in tutti i paesi rappresentati nel Comitato stesso, per la determinazione di parametri standard comuni di adeguatezza patrimoniale. In dicembre, dopo l'approvazione da parte dei Governatori delle banche centrali, le proposte concordate sono state raccolte nel documento a fini di consultazione intitolato "Proposte per la convergenza internazionale della misurazione del capitale proprio e dei coefficienti patrimoniali minimi". Scopo delle proposte è quello di sostituire le differenti regolamentazioni nazionali per la misurazione dell'adeguatezza patrimoniale con un criterio standard unico accettato a livello internazionale, contribuendo in tal modo a rafforzare la solidità del sistema bancario internazionale, nonché di eliminare il fattore di ineguaglianza concorren-

ziale costituito dalle disparità normative. Alla luce dei commenti pervenuti dalle associazioni bancarie nazionali e da altre parti interessate il Comitato riesaminerà le proposte nell'intento di sottoporre un accordo finale all'approvazione dei Governatori nell'estate di quest'anno.

Il Gruppo di esperti sui sistemi di pagamento è il consesso nell'ambito del quale le banche centrali dei paesi del Gruppo dei Dieci effettuano un regolare scambio di informazioni sull'evoluzione dei mezzi e dei sistemi di pagamento nei rispettivi paesi. Il Gruppo ha dedicato particolare attenzione agli sviluppi in atto per quanto concerne i *networks* per il trasferimento di fondi e la trasmissione di dati, nonché ai sistemi di compensazione delle transazioni in titoli. Inoltre esso ha compiuto un'analisi sui presupposti essenziali per un sistema nazionale dei pagamenti efficiente e sicuro.

Il Gruppo di esperti di informatica ha dato la priorità, nel corso dell'intero anno, all'esame dei problemi attinenti alla sicurezza e continuità delle operazioni in caso di grave anomalia di funzionamento dei sistemi telematici. Esso ha effettuato un'analisi dei rischi insiti nei sistemi di trasferimento elettronico di fondi, nonché delle misure adottabili al fine di ridurre tali rischi.

Il Gruppo di esperti sulle questioni relative alla banca dei dati monetari ed economici ha continuato a concentrare la propria attenzione sul corretto funzionamento e sull'ulteriore sviluppo del servizio di banca dei dati per le banche centrali dei paesi del Gruppo dei Dieci e la BRI. Tutte le istituzioni si sono adoperate, agendo in modo concertato, per fornire le proprie serie statistiche sull'attività bancaria internazionale in forma automatizzata, utilizzando in parecchi casi i collegamenti telematici con il Centro informativo della BRI. Sono stati compiuti importanti progressi per quanto concerne l'accesso automatizzato delle banche centrali al *data base* della BRI delle statistiche bancarie internazionali. Uno studio concernente il crescente utilizzo dei gruppi di serie macroeconomiche della banca dei dati è servito da base per individuare le aree in cui un ampliamento delle serie statistiche sarebbe di utilità per gli economisti e gli statistici delle banche centrali.

Sono proseguite a Basilea le riunioni del Comitato dei Governatori delle banche centrali dei paesi membri della Comunità economica europea e del Consiglio dei governatori del Fondo europeo di cooperazione monetaria (FECOM), nonché dei loro sottocomitati e gruppi di esperti. Questi ultimi comprendono in particolare:

- il Comitato dei Sostituti dei governatori, che predispone sistematicamente i documenti di base per le riunioni dei Governatori;
- un gruppo specializzato in questioni concernenti i mercati dei cambi e le politiche di intervento su tali mercati (dall'inizio del 1976 la composizione di questo gruppo è variata a seconda delle materie in discussione; per la trattazione di questioni attinenti, ad esempio, al Sistema Monetario Europeo (SME) essa è stata limitata ai rappresentanti dei dodici paesi comunitari, mentre in altre occasioni è stata estesa ad altri paesi industriali, tra cui Austria, Canada, Finlandia, Giappone, Norvegia, Stati Uniti, Svezia e Svizzera); e
- un gruppo incaricato di esaminare periodicamente le politiche monetarie perseguite dai paesi membri, il loro coordinamento a livello comunitario e le ripercussioni degli sviluppi nel campo della finanza pubblica; questo gruppo è

altresí incaricato di effettuare studi *ad hoc* su particolari questioni attinenti alle politiche monetarie.

Durante l'esercizio 1987–88, una parte importante dei lavori del Comitato dei governatori e, di conseguenza, dei suoi sottocomitati e gruppi di esperti ha riguardato due aspetti:

- il funzionamento dello SME;
- le implicazioni, in particolare per la politica monetaria e per il funzionamento dello SME, della piena libertà di circolazione dei capitali.

Per quanto riguarda il primo punto, il Comitato dei Governatori ha condotto un approfondito esame dei meccanismi di funzionamento dello SME. Nel settembre 1987, sulla base di tale esame, i Governatori delle banche centrali della CEE hanno adottato una strategia globale e misure di rafforzamento dello SME; tale insieme di provvedimenti è comunemente denominato "Accordo di Basilea – Nyborg". In primo luogo, è stato convenuto di sfruttare le possibilità di un impiego più efficace, flessibile e coordinato degli strumenti di cui dispongono le banche centrali, segnatamente i movimenti dei tassi di cambio all'interno della banda di oscillazione, i tassi di interesse e gli interventi valutari. Per promuovere un uso più efficace di tali strumenti, il Comitato ha rinforzato le procedure di sorveglianza congiunta degli sviluppi e delle politiche in campo monetario ed economico al fine di pervenire a valutazioni comuni della congiuntura economica e delle reazioni appropriate sul piano delle politiche. In secondo luogo, i meccanismi di funzionamento dello SME sono stati rafforzati sotto tre diversi aspetti:

- la durata iniziale massima del finanziamento a brevissimo termine è stata prolungata di un mese, portandola a tre mesi e mezzo; il limite applicato al rinnovo automatico per tre mesi di tali operazioni di finanziamento è stato raddoppiato, elevandolo al 200% della quota debitrice di ciascuna banca centrale nel meccanismo di sostegno a breve termine;
- vi è ora una presunzione che gli interventi intramarginali nelle monete dello SME effettuati con il consenso della banca centrale che emette la valuta di intervento siano ammessi al finanziamento a brevissimo termine attraverso il FECOM alle seguenti condizioni: a) l'ammontare cumulativo del finanziamento messo a disposizione della banca centrale debitrice non deve superare il 200% della sua quota debitrice; b) la banca centrale debitrice è disposta ad utilizzare le proprie disponibilità nella valuta oggetto di interventi in vendita per importi da concordare; c) la banca centrale creditrice può richiedere che il rimborso venga effettuato nella propria valuta, tenendo conto della posizione delle riserve della banca centrale debitrice;
- le banche centrali della CEE accetteranno in futuro il regolamento in ECU dei crediti in essere nel quadro del finanziamento a brevissimo termine oltre l'obbligo stabilito dall'accordo sullo SME (50%), fino ad un massimo del 100%, purché non ne risulti una composizione squilibrata delle riserve, né un'accumulazione di posizioni debtrici e creditrici in ECU eccessivamente ampie.

Per quanto concerne il secondo punto, il Comitato ha esaminato la proposta della Commissione di una direttiva che preveda l'abolizione completa, nei prossimi anni, di tutte le restanti restrizioni ai movimenti di capitali nei paesi

della CEE. Il parere del Comitato su questa materia è stato trasmesso al Consiglio delle Comunità Europee nell'aprile 1988. In aggiunta, il Comitato sta attualmente esaminando i modi ed i mezzi per migliorare il coordinamento delle politiche monetarie tra i paesi membri della CEE in un contesto totalmente liberalizzato.

2. Le funzioni di Agente, Fiduciario e Terzo designato

Durante lo scorso anno la Banca ha continuato a svolgere diverse funzioni di Agente, Fiduciario e Terzo designato connesse a regolamenti finanziari internazionali.

a) Fiduciario per i prestiti governativi internazionali e Terzo designato ai termini di un contratto stipulato con la Comunità europea del carbone e dell'acciaio (CECA)

Per quanto concerne le funzioni di Fiduciario che la Banca ha svolto per le nuove emissioni obbligazionarie del governo della Repubblica federale di Germania – ai termini dell'Accordo di Londra sui debiti esteri tedeschi del 27 febbraio 1953 – a fronte del Prestito internazionale del governo tedesco 1930 (Prestito Young), si rimanda alle pagine 171–173 della cinquantesima Relazione annuale.

La Banca, in veste di Terzo designato ai termini di un contratto stipulato con la CECA, ha amministrato dal 1954 i prestiti emessi dalla CECA ai sensi di questo contratto; lo scorso anno tutti i fondi inutilizzati sono stati trasferiti alla Commissione delle Comunità europee, Lussemburgo, in quanto l'ultimo prestito è stato rimborsato nel corso dell'esercizio finanziario 1985–86.

b) Agente del Fondo europeo di cooperazione monetaria (FECOM)

La Banca ha continuato a svolgere le funzioni di Agente del FECOM, assunte a partire dal 1° giugno 1973*. Queste concernono, da un lato, il funzionamento dello SME e, dall'altro, l'esecuzione delle operazioni finanziarie connesse con l'attività creditizia della Comunità a sostegno delle bilance dei pagamenti dei paesi membri della CEE.

Nel periodo dal 1° aprile 1987 al 31 marzo 1988 gli interventi compiuti dalle banche centrali dello SME nelle valute di altri paesi membri sono stati nuovamente rilevanti. Essi sono stati effettuati integralmente all'interno dei margini di fluttuazione e hanno dato luogo in parte ad operazioni di finanziamento e di regolamento per il tramite del FECOM, conformemente alle nuove regole concordate dai Governatori delle banche centrali della CEE (si veda il precedente paragrafo 1).

Il volume di ECU emesso dal FECOM attraverso le operazioni trimestrali di *swap* con ciascuna delle banche centrali comunitarie è aumentato da ECU 44,8 miliardi al 1° aprile 1987 a ECU 54,6 miliardi al 31 marzo 1988, equivalenti a circa

* Per una descrizione della struttura e delle funzioni del Fondo, si veda la cinquantaquattresima Relazione annuale, pagine 175–178.

\$ USA 68,3 miliardi al tasso di cambio corrente a quella data. L'aumento di circa ECU 10 miliardi nell'arco dell'anno è il risultato di: a) operazioni iniziali con il Banco de España e il Banco de Portugal in seguito alla loro adesione all'accordo sullo SME rispettivamente nel maggio e novembre 1987; e b) ulteriori sostanziali incrementi delle contribuzioni in dollari delle banche centrali della CEE, di riflesso all'espansione delle loro riserve in dollari, solo parzialmente compensato da un'ulteriore apprezzabile diminuzione del tasso di cambio del dollaro USA.

I trasferimenti di ECU tra i conti "riserve in ECU" delle banche centrali CEE sono ammontati a ECU 6,1 miliardi nel periodo sotto rassegna; essi hanno rappresentato soprattutto operazioni di mobilitazione, regolamenti di saldi in essere nel quadro del meccanismo di finanziamento a brevissimo termine e riacquisti volontari di ECU al fine di ridurre le posizioni debitorie nette in ECU.

Per quanto concerne le operazioni finanziarie attive e passive della Comunità ai sensi dei Regolamenti del Consiglio (CEE) N. 682/81 e N. 543/85, ed i cui particolari sono riportati nella cinquantaseiesima e cinquantasettesima Relazione annuale rispettivamente alle pagine 183 e 202, durante il periodo sotto rassegna l'Agente del Fondo ha continuato a ricevere dai mutuatari, cioè Francia e Grecia, e a trasferire ai creditori della Comunità, gli importi dovuti per interessi maturati, commissioni e spese sui prestiti in essere. Esso ha inoltre effettuato le transazioni finanziarie connesse alle seguenti operazioni attinenti ai prestiti a favore della Francia:

- alla data di scadenza del 15 luglio 1987, il rimborso integrale del prestito comunitario per \$ USA 350 milioni – sotto forma di *notes* al portatore 1983–87, all'11% annuo – e del corrispondente credito accordato alla Francia;
- alla data di scadenza del 28 luglio 1987, il rimborso della prima *tranche* di ECU 80 milioni – sotto forma di *notes* 1983–87, all'11 $\frac{1}{8}$ % annuo – del prestito comunitario per ECU 150 milioni, nonché del corrispondente credito accordato alla Francia.

La tabella che segue riporta, alla data del 31 marzo 1988, il totale in essere delle operazioni finanziarie attive e passive della Comunità.

| Prestiti comunitari in essere al 31 marzo 1988 | | | | | |
|--|-------------|-----------------|------------------|--------|-----|
| Paesi mutuatari | Dollari USA | Marchi tedeschi | Franchi svizzeri | Yen | ECU |
| | in milioni | | | | |
| Francia | 590 | | | | 70 |
| Grecia | 400 | 830 | 227 | 25.000 | 700 |
| Totale | 990 | 830 | 227 | 25.000 | 770 |

c) Agente del sistema di compensazione e di regolamento delle operazioni in ECU private

Nel corso dell'anno la Banca ha continuato ad espletare le sue funzioni di Agente del sistema di compensazione e di regolamento delle transazioni in ECU private in conformità dell'accordo stipulato con l'Associazione bancaria per l'ECU (ABE).

Come menzionato nella Relazione annuale dello scorso anno (pagina 203), l'accordo iniziale concluso il 21 marzo 1986 tra l'ABE e la Banca è stato sostituito, con decorrenza dal 30 aprile 1987, da un accordo contenente taluni emendamenti volti principalmente a facilitare l'esecuzione quotidiana delle operazioni di compensazione.

Dal maggio 1987 il sistema è stato aperto a nuove banche membri dell'Associazione che, dopo averne fatto formalmente richiesta, hanno ottenuto dall'ABE la designazione di banche di compensazione sulla base dei criteri stabiliti dall'ABE stessa e dalla Banca. Dal luglio 1987 il numero delle nuove banche che sono entrate a far parte del sistema è stato di circa tre al mese, per un totale di 30 banche partecipanti alla data del 31 marzo 1988.

3. Assistenza finanziaria alle banche centrali

In aggiunta alla normale attività bancaria, durante l'ultimo esercizio la Banca ha partecipato a due operazioni di prefinanziamento annunciate pubblicamente:

a) nel marzo 1987 è stata concordata una linea di credito a tre mesi a favore del Banco Central de la República Argentina per un totale di \$ USA 500 milioni, di cui \$ USA 275 milioni messi a disposizione della BRI e \$ USA 225 milioni dal Tesoro USA. La contribuzione della BRI era assistita dalla garanzia di undici banche centrali partecipanti.

Come menzionato nella Relazione annuale dello scorso anno, questa facilitazione era collegata ad un programma del FMI che comprendeva in particolare una assistenza finanziaria nel quadro della *Compensatory Financing Facility*, la cui attivazione era prevista entro il 15 luglio 1987.

L'intera linea di credito di \$ USA 500 milioni è stata utilizzata il 9 marzo 1987 e rimborsata alla data di scadenza del 15 luglio 1987.

b) Il 30 ottobre 1987 una seconda linea di credito di importo uguale alla precedente è stata concordata a favore del Banco Central de la República Argentina per un periodo di due mesi terminante il 31 dicembre 1987. Questa facilitazione è stata finanziata nella misura di \$ USA 250 milioni dalla BRI sempre con la garanzia di undici banche centrali partecipanti, mentre \$ USA 250 milioni sono stati forniti da un consorzio comprendente il Tesoro USA e tre banche centrali latino-americane (Banco de México, Banco Central del Uruguay e Banco de la República, Colombia).

Nel porre in essere questa facilitazione è stato tenuto conto del finanziamento previsto nel quadro di un programma del FMI e di vari prestiti della Banca Mondiale che avrebbero dovuto essere resi disponibili entro la fine di dicembre del 1987.

La linea di credito è stata messa a disposizione del Banco Central de la República Argentina in un'unica *tranche* di \$ USA 475 milioni che è stata utilizzata il 12 novembre 1987 e integralmente rimborsata nel corso del dicembre 1987.

4. Operazioni del Dipartimento bancario

Il Bilancio e il Conto profitti e perdite della Banca al 31 marzo 1988, certificati dai revisori dei conti, sono riportati alla fine della presente Relazione; entrambi sono espressi in franchi oro*.

Al 31 marzo 1988, il totale di bilancio ammontava a F. oro 38.150.580.292 mentre alla fine del precedente esercizio,
al 31 marzo 1987, il suo importo era di F. oro 29.944.209.515
L'aumento è stato di F. oro 8.206.370.777
ossia del 27%.

Questa ulteriore espansione nel totale di bilancio è la più ampia finora registrata in un singolo esercizio. Tuttavia, mentre nei due precedenti anni l'incremento aveva per la maggior parte rispecchiato l'apprezzamento, in termini di franchi oro, delle poste di bilancio denominate in monete diverse dal dollaro USA, la variazione intervenuta nell'esercizio appena concluso è essenzialmente dovuta ai nuovi depositi affluiti in valuta; l'incidenza degli effetti di cambio, sotto forma di un ulteriore apprezzamento di valore, è stata solo marginale.

Le nuove risorse, affluite principalmente nella seconda metà dell'esercizio sono costituite per la maggior parte da dollari USA, marchi tedeschi e yen.

| BRI: totali di bilancio negli ultimi cinque esercizi | | | |
|--|--------------------|---|-------------|
| Esercizi chiusi al 31 marzo | Totale di bilancio | Variazione rispetto all'esercizio precedente | |
| | | in milioni di franchi oro | percentuali |
| 1984 | 21.276 | + 918 | + 5 |
| 1985 | 22.852 | +1.576 | + 7 |
| 1986 | 26.558 | +3.706 | +16 |
| 1987 | 29.944 | +3.386 | +13 |
| 1988 | 38.151 | +8.207 | +27 |

Nel Bilancio non sono compresi:

- gli effetti e gli altri titoli detenuti in custodia per conto di banche centrali e di altri depositanti;
- le attività detenute in virtù delle funzioni svolte dalla Banca come Fiduciario, in connessione con prestiti internazionali;
- le partite contabili derivanti dalle funzioni della Banca quale Agente del Fondo europeo di cooperazione monetaria, di cui al precedente paragrafo 2;
- l'oro in custodia presso la Banca per conto di vari depositanti, che alla fine dell'esercizio finanziario 1987–88 ammontava all'equivalente di 1.225 milioni di franchi oro.

Questa posta ammontava a 1.165 milioni di franchi oro al 31 marzo 1987 e a 1.155 milioni al 31 marzo 1986.

*Il franco oro (abbreviato F. oro) equivale a gr. 0,290 322 58 ... di oro fino – articolo 4 dello Statuto. La conversione in franchi oro delle attività e passività in dollari USA è stata effettuata sulla base di \$ USA 208 per oncia di fino (ossia secondo l'equivalenza 1 franco oro = \$ USA 1,941 49 ...); tutte le altre partite in valuta sono state convertite sulla base dei tassi di mercato rispetto al dollaro USA.

Passivo (composizione delle risorse)

| BRI: evoluzione della composizione delle risorse negli ultimi cinque esercizi (dopo la ripartizione dell'utile netto d'esercizio proposta all'Assemblea generale ordinaria) | | | | |
|--|----------------------------|----------------------------|-----------------|--------------------|
| Esercizi chiusi al 31 marzo | Capitale versato e riserve | Fondi ricevuti in prestito | Altre passività | Totale di bilancio |
| in milioni di franchi oro | | | | |
| 1984 | 1.088 | 19.805 | 383 | 21.276 |
| 1985 | 1.143 | 21.323 | 386 | 22.852 |
| 1986 | 1.204 | 24.684 | 670 | 26.558 |
| 1987 | 1.270 | 27.626 | 1.048 | 29.944 |
| 1988 | 1.335 | 35.658 | 1.158 | 38.151 |

A. Capitale e riserve

a) *Capitale versato* F. oro 295.703.125

Il capitale autorizzato è rimasto invariato a 1.500 milioni di franchi oro; non vi sono state variazioni neppure nel capitale emesso, suddiviso in 473.125 azioni liberate per il 25%.

b) *Riserve*

Le variazioni nei diversi fondi di riserva, descritte nei seguenti capoversi, sono indicate al punto I del prospetto riportato alla fine della Relazione.

1) *Fondo di riserva legale* F. oro 30.070.313

Il relativo importo è rimasto immutato dal 1971, anno in cui ha raggiunto il livello massimo previsto dall'articolo 51(1) dello Statuto, e cioè il 10% del capitale versato.

2) *Fondo di riserva generale*

dopo la ripartizione dell'utile netto per il 1987-88 F. oro 576.352.793

contro 550,4 milioni di franchi oro al 31 marzo 1987; la differenza di 26 milioni rappresenta l'ammontare proposto per il trasferimento al Fondo dall'utile netto; l'attribuzione prevista a questo Fondo di riserva è conforme alle disposizioni dell'articolo 51(3) dello Statuto.

3) *Fondo speciale di riserva per i dividendi*

dopo la ripartizione dell'utile netto per il 1987-88 F. oro 31.530.055

contro 25,5 milioni di franchi oro al 31 marzo 1987. In conformità delle disposizioni dell'articolo 51(4) dello Statuto, è stato proposto di trasferire a questo Fondo un ammontare di 6 milioni di franchi oro dall'utile netto dell'esercizio.

4) Fondo di riserva libero

dopo la ripartizione dell'utile netto per il 1987-88 F. oro 401.530.236

contro 368,5 milioni di franchi oro al 31 marzo 1987. È stato proposto di trasferire a questo Fondo, sempre dall'utile netto, un ammontare di 33 milioni di franchi oro.

Le riserve totali della Banca che, dopo la ripartizione dell'utile netto per il 1987-88, superano per la prima volta un miliardo di franchi oro, ammontano infatti a F. oro 1.039.483.397

Le riserve erano salite a 974,5 milioni di franchi oro alla fine dell'esercizio precedente; esse hanno quindi registrato un incremento di 65 milioni.

B. Fondi ricevuti in prestito

Le tabelle che seguono indicano l'origine, la scadenza e la natura delle risorse finanziarie ricevute dalla Banca.

| BRI: origine delle risorse finanziarie esterne | | | |
|--|--|--------|------------|
| Origine | Esercizi finanziari chiusi al 31 marzo | | Variazione |
| | 1987 | 1988 | |
| | in milioni di franchi oro | | |
| Depositi di banche centrali | 26.229 | 34.507 | + 8.278 |
| Depositi di altri depositanti | 1.397 | 1.151 | – 246 |
| Totale | 27.626 | 35.658 | + 8.032 |

Dall'esame della tabella si rileva una sensibile espansione dei "Depositi di banche centrali"; il loro incremento è stato del 31,6% ed ha per la maggior parte determinato l'evoluzione del bilancio della Banca.

La flessione dei "Depositi di altri depositanti" ha rispecchiato un calo nel totale dei depositi affluiti da varie organizzazioni internazionali.

La quota dei depositi di banche centrali sulle risorse totali è corrispondentemente salita al 96,8% rispetto al 94,9% alla fine del precedente esercizio finanziario e quella dei depositi di altri depositanti è scesa dal 5,1 al 3,2%.

| BRI: scadenza e natura delle risorse finanziarie esterne | | | | | | | | | |
|--|--|-------|-----------------|--|--------|-----------------|--|--------|-----------------|
| Scadenza | Depositi in oro | | | Depositi in valute | | | Totale | | |
| | esercizi finanziari chiusi al 31 marzo | | varia- zione | esercizi finanziari chiusi al 31 marzo | | varia- zione | esercizi finanziari chiusi al 31 marzo | | varia- zione |
| | 1987 | 1988 | | 1987 | 1988 | | 1987 | 1988 | |
| | in milioni di franchi oro | | | | | | | | |
| A vista | 4.526 | 4.466 | -60 | 1.636 | 2.240 | + 604 | 6.162 | 6.706 | + 544 |
| Fino a tre mesi | 8 | 8 | 0 | 20.866 | 27.125 | + 6.259 | 20.874 | 27.133 | + 6.259 |
| Ad oltre tre mesi | | | | 590 | 1.819 | + 1.229 | 590 | 1.819 | + 1.229 |
| Totale | 4.534 | 4.474 | -60 | 23.092 | 31.184 | + 8.092 | 27.626 | 35.658 | + 8.032 |

Le risorse in oro sono diminuite, a causa della variazione intervenuta nei depositi a vista in oro.

Vi è stata, d'altra parte, un'espansione di tutte le poste in valuta, e in particolare dei depositi fino a tre mesi. Il totale dei depositi ad oltre tre mesi, diminuito per tre anni consecutivi, ha segnato un apprezzabile incremento.

I depositi in oro, per la maggior parte a vista, rappresentano il 12,5% delle risorse totali e i depositi in valuta l'87,5%. Alla fine dell'esercizio precedente le rispettive quote erano del 16,4 e 83,6%.

L'esame delle varie categorie di depositi mostra che la quota dei depositi a vista sul totale delle risorse è ammontata al 18,8% (rispetto al 22,3% al 31 marzo 1987), quella dei depositi fino a tre mesi al 76,1% (contro il 75,6%) e quella dei depositi ad oltre tre mesi al 5,1% (a fronte del 2,1%).

a) *Depositi in oro* F. oro 4.473.626.267

contro 4.534 milioni di franchi oro alla fine dell'esercizio 1986-87, con una flessione di 60 milioni che va interamente ascritta al calo dei depositi a vista in oro.

b) *Depositi in valuta* F. oro 31.184.049.767

contro 23.092 milioni di franchi oro al 31 marzo 1987, con un aumento di 8.092 milioni, ossia del 35%. Esso è dovuto per la maggior parte ai depositi in dollari USA, il cui aumento in corso d'esercizio è stato particolarmente pronunciato. Anche le risorse in marchi tedeschi e in yen hanno registrato apprezzabili incrementi.

Come si rileva dalla tabella precedente, l'espansione delle risorse in valuta ha riguardato tutte e tre le categorie di depositi.

C. *Altre passività*

a) *Sistema previdenziale del personale* F. oro 115.992.603

contro 97,5 milioni di franchi oro al 31 marzo 1987. Questa voce, che figurava per la prima volta nel bilancio del precedente esercizio finanziario, rappresenta l'equivalente in franchi oro delle passività della Banca, in franchi svizzeri, a titolo di pensioni per il personale.

b) *Partite varie* F. oro 1.010.788.081

contro 925,9 milioni di franchi oro al 31 marzo 1987.

Gran parte dell'incremento di questa voce va attribuito all'aumento del valore in franchi oro delle poste denominate in monete diverse dal dollaro USA.

c) *Conto profitti e perdite, prima della ripartizione* F. oro 95.937.052

Tale importo rappresenta l'utile netto per l'esercizio 1987-88.

I particolari delle proposte di ripartizione dell'utile netto, in conformità alle disposizioni dell'articolo 51 dello Statuto, sono riportati nel paragrafo 5 di questo capitolo. In particolare, è previsto che un importo di 30.937.052 franchi oro, rispetto a 25.081.090 franchi oro nel precedente esercizio, sia accantonato

a fronte del dividendo di 175 franchi svizzeri per azione pagabile il 1° luglio 1988. Nel 1987 l'importo del dividendo unitario era ammontato a 155 franchi svizzeri.

Attivo (impiego delle risorse)

La tabella che segue fornisce la composizione delle principali attività della Banca in base alla loro natura.

| BRI: composizione delle attività a vista e di altri impieghi | | | | | | |
|--|-----------------------------|--------|--------|--------|------------|---------|
| Tipi di attività | Esercizi chiusi al 31 marzo | | | | Variazione | |
| | 1987 | | 1988 | | | |
| | in milioni di franchi oro | | | | | |
| Attività a vista | | | | | | |
| Oro | 5.072 | | 4.981 | | - 91 | |
| Valute | 16 | 5.088 | 15 | 4.996 | - 1 | - 92 |
| Buoni del Tesoro | | | | | | |
| Valute | | 558 | | 1.952 | | + 1.394 |
| Depositi vincolati ed anticipazioni | | | | | | |
| Oro | 117 | | 145 | | + 28 | |
| Valute | 21.064 | 21.181 | 26.888 | 27.033 | + 5.824 | + 5.852 |
| Titoli di Stato e altri titoli | | | | | | |
| Valute | | 3.111 | | 4.165 | | + 1.054 |
| Totale | | | | | | |
| Oro | 5.189 | | 5.126 | | - 63 | |
| Valute | 24.749 | 29.938 | 33.020 | 38.146 | + 8.271 | + 8.208 |

a) Oro F. oro 4.980.714.027

rispetto a 5.072 milioni di franchi oro alla fine dell'esercizio finanziario 1986-87, con una flessione di 91 milioni di franchi oro.

Questa variazione è dovuta a un calo delle disponibilità in oro delle banche centrali e, in minor misura, a un aumento degli impieghi di oro sul mercato.

b) Cassa in contanti e conti a vista presso banche F. oro 14.474.885

rispetto a 16 milioni di franchi oro al 31 marzo 1987.

c) Buoni del Tesoro F. oro 1.951.979.207

contro 558 milioni di franchi oro al 31 marzo 1987.

Questa posta, che nel corso del precedente esercizio finanziario si era ridotta, ha segnato un aumento di ben 1.394 milioni di franchi oro. Acquisti di buoni del Tesoro sono stati effettuati su vari mercati.

d) Depositi vincolati ed anticipazioni F. oro 27.033.004.510

rispetto a 21.181 milioni di franchi oro alla fine del precedente esercizio, con un aumento di 5.852 milioni.

La variazione intervenuta in questa posta è la conseguenza diretta del marcato incremento delle risorse in valuta.

Data la composizione per monete delle nuove risorse esterne, gli impieghi in dollari USA hanno rappresentato la quota maggiore, seguita da quelli in marchi tedeschi e in yen.

La sensibile contrazione degli impieghi in DSP è dovuta al rimborso da parte del Fondo Monetario Internazionale di un'ampia parte della linea di credito per DSP 2.505 milioni accordata dalla Banca nel 1984.

e) *Titoli di Stato e altri titoli*

F. oro 4.165.282.966

Questa posta, che si è accresciuta di oltre un miliardo di franchi oro, ammontava a 3.111 milioni di franchi oro al 31 marzo 1987. Essa consiste di titoli del settore pubblico e privato acquistati su vari mercati.

La seguente tabella fornisce la composizione dei "Depositi vincolati e anticipazioni" (in valuta e in oro) e dei "Titoli di Stato e altri titoli" in base alla vita residua.

| BRI: "Depositi vincolati e anticipazioni" e "Titoli di Stato e altri titoli", suddivisi in base alla vita residua | | | |
|---|-----------------------------|--------|------------|
| Vita residua | Esercizi chiusi al 31 marzo | | Variazione |
| | 1987 | 1988 | |
| | in milioni di franchi oro | | |
| Fino a tre mesi | 20.088 | 26.385 | + 6.297 |
| Ad oltre tre mesi | 4.204 | 4.813 | + 609 |
| Totale | 24.292 | 31.198 | + 6.906 |

La quota degli impieghi fino a tre mesi, scesa all'82,7% durante l'esercizio precedente, è ammontata all'84,6%, ritornando quindi allo stesso valore percentuale registrato alla fine dell'esercizio finanziario 1985-86.

Gli impieghi con vita residua superiore a tre mesi hanno rappresentato il 15,4% del totale rispetto al 17,3% al 31 marzo 1987.

f) *Partite varie*

F. oro 5.124.696

rispetto a 6 milioni di franchi oro al 31 marzo 1987.

Operazioni a termine in oro

Queste operazioni, il cui volume è indicato nella nota 2 in calce al Bilancio, hanno registrato un saldo positivo di
F. oro 10.317.182
rispetto ad un saldo positivo di 7 milioni di franchi oro alla fine dell'esercizio precedente.

L'aumento è dovuto alla conclusione di una nuova operazione di riporto (oro consegnato a pronti) contro valuta.

5. Ripartizione dell'utile netto

I conti relativi al cinquantottesimo esercizio finanziario, chiuso al 31 marzo 1988, presentano un risultato netto di gestione di 118.901.393 franchi oro, a fronte di 95.214.480 franchi oro per l'esercizio finanziario precedente. I principali fattori all'origine del miglioramento nel risultato di gestione per l'esercizio sotto rassegna sono stati nuovamente l'accresciuto volume dei fondi a disposizione della Banca per impieghi e gli utili derivanti dalle transazioni in titoli.

Il risultato di gestione è al netto delle spese di amministrazione. Queste ultime, pari a 28.821.525 franchi oro, sono aumentate del 18% in corso d'anno in gran parte a causa dell'aumento del valore in franchi oro del franco svizzero, moneta in cui è sostenuta la maggior parte delle spese della Banca. In termini di franchi svizzeri, le spese complessive di amministrazione sono cresciute di meno del 2%.

Il Consiglio di amministrazione ha deciso di trasferire 964.341 franchi oro all'Accantonamento per spese straordinarie di amministrazione e di costituire – mediante un ulteriore trasferimento di 22.000.000 franchi oro – un nuovo "Accantonamento per la modernizzazione degli stabili ed il rinnovamento delle attrezzature", la cui principale destinazione è quella di coprire il costo di progetti che comportano spese di capitale fisso, le quali mostrano un costante aumento a causa dell'invecchiamento cui è soggetto lo stabile della Banca e del più rapido ritmo di obsolescenza connesso al progresso tecnologico. Dedotti questi trasferimenti, l'utile netto ammonta a 95.937.052 franchi oro, contro 91.081.090 franchi oro nel precedente esercizio. La ripartizione di tale ammontare è regolata dall'articolo 51 dello Statuto.

In conformità a quanto ivi disposto, il Consiglio di amministrazione raccomanda all'Assemblea generale di ripartire l'utile netto di 95.937.052 franchi oro nel modo seguente:

- un importo di 30.937.052 franchi oro per il pagamento di un dividendo di 175 franchi svizzeri per azione;
- un importo di 26.000.000 di franchi oro al Fondo di riserva generale;
- un importo di 6.000.000 di franchi oro al Fondo speciale di riserva per i dividendi; e
- un importo di 33.000.000 di franchi oro, rappresentante 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.

Se queste proposte saranno accettate, il dividendo verrà pagato il 1° luglio 1988 agli azionisti iscritti nei registri della Banca alla data del 20 giugno 1988.

Il Bilancio, il Conto profitti e perdite e un prospetto riassuntivo delle variazioni nelle riserve della Banca nel corso dell'esercizio finanziario sono riportati alla fine della presente Relazione. I conti della Banca sono stati esaminati dai revisori Price Waterhouse & Co. di Zurigo, i quali hanno confermato che il Bilancio e il Conto profitti e perdite, ivi comprese le relative note, rispecchiano in modo veritiero e imparziale, sulla base di quanto specificato alla nota 1, la situazione degli affari della Banca al 31 marzo 1988 e gli utili conseguiti nell'esercizio chiuso a questa data. La relazione dei revisori Price Waterhouse & Co. è riportata in calce al Bilancio.

6. I cambiamenti nel Consiglio di amministrazione e nella Direzione

Nella riunione del Consiglio tenuta il 10 novembre 1987 il Signor Jean Godeaux ha rammentato che il suo mandato triennale in qualità di Presidente del Consiglio di amministrazione e di Presidente della Banca dei Regolamenti Internazionali sarebbe scaduto alla fine del dicembre 1987 ed ha annunciato la sua decisione di rassegnare le dimissioni da queste cariche. Il Prof. Paolo Baffi, in qualità di decano del Consiglio di amministrazione, ha espresso al Signor Godeaux la profonda gratitudine del Consiglio per gli eminenti servizi resi alla Banca e per l'importante contributo fornito nel promuovere la cooperazione tra le banche centrali. Il Consiglio ha quindi eletto il Dott. W.F. Duisenberg, Presidente della Nederlandsche Bank, alle cariche di Presidente del Consiglio di amministrazione e Presidente della BRI, in conformità dell'articolo 38 dello Statuto, per un periodo di tre anni con decorrenza dal 1° gennaio 1988.

Nel settembre 1987 il Prof. Paolo Baffi, il cui mandato in qualità di Consigliere veniva a scadere il 7 novembre 1987, è stato riconfermato nell'incarico, in base all'articolo 27(2) dello Statuto, dal Dott. Ciampi, Governatore della Banca d'Italia, per un ulteriore periodo di tre anni che si concluderà il 7 novembre 1990.

Analogamente, nel dicembre 1987 il Dott. Johann Schöllhorn, il cui mandato in qualità di Consigliere giungeva a scadenza il 31 dicembre 1987, è stato riconfermato nell'incarico, in base all'articolo 27(2) dello Statuto, dal Signor Pöhl, Presidente della Deutsche Bundesbank, per un ulteriore periodo di tre anni che si concluderà il 31 dicembre 1990.

Nella riunione del Consiglio tenuta il 9 febbraio 1988 il Barone de Strycker, il cui mandato in qualità di Consigliere veniva a scadere il 29 febbraio, è stato riconfermato nell'incarico, in base all'articolo 27(2) dello Statuto, dal Signor Godeaux, Governatore della Banca Nazionale del Belgio, per un ulteriore periodo di tre anni che si concluderà il 28 febbraio 1991.

Il mandato del Dott. W.F. Duisenberg, che era stato eletto alla carica di Consigliere in base all'articolo 27(3) dello Statuto, veniva a scadere il 31 marzo 1988. Nella riunione del Consiglio dell'8 marzo 1988, egli è stato riconfermato nell'incarico per un periodo di tre anni che si concluderà il 31 marzo 1991.

Alla fine di aprile del 1988 il Signor Pierre Languetin ha lasciato la carica di Presidente della Direzione Generale della Banca Nazionale Svizzera ed ha rinunciato in pari tempo al suo seggio in seno al Consiglio di amministrazione della BRI. Nella riunione svoltasi il 12 aprile 1988 il Presidente ha ringraziato il Signor Languetin per gli eminenti servizi resi alla Banca durante un periodo di oltre tre anni. Nel corso della stessa riunione, il Dott. Markus Lusser, designato alla successione del Signor Languetin nella carica di Presidente della Direzione Generale della Banca Nazionale Svizzera, è stato eletto Consigliere, in base all'articolo 27(3) dello Statuto, per il restante periodo del mandato del Signor Languetin, e precisamente fino al 31 marzo 1989.

Nella riunione del 10 maggio 1988 il Presidente ha informato il Consiglio che il Signor Leigh-Pemberton aveva designato il Signor L.D.D. Price, in luogo del Signor J.E.W. Kirby, ad esercitare le funzioni di suo Sostituto in assenza del Signor A.D. Loehnis. Il Presidente ha espresso l'apprezzamento della Banca per i preziosi servizi resi dal Signor Kirby.

Il 31 dicembre 1987 il Signor Paul Hauser, Condirettore del Segretariato Generale, e il 31 maggio 1988 il Signor Robert Chaptinel, Direttore Supplente del Dipartimento Bancario hanno lasciato la Banca dopo un periodo di oltre trentasei e quaranta anni rispettivamente di apprezzato e leale servizio.

Nella riunione del Consiglio dell'8 marzo 1988 il Presidente ha annunciato che la Banca aveva deciso di promuovere, con decorrenza dal 1° aprile 1988, il Dott. H.W. Mayer e il Dott. Kurt Spinnler al grado di Direttore Supplente, nonché i Signori Jean-Claude Dagassan, P.C. Bridge e Tullio Pollonio al grado di Condirettore.

La Banca ha appreso con profondo cordoglio la notizia della scomparsa di Lord Cobbold, il 1° novembre 1987, del Dott. Edwin Stopper, il 17 febbraio 1988 e del Dott. M.W. Holtrop, il 1° aprile 1988. Lord Cobbold aveva ricoperto la carica di Governatore della Banca d'Inghilterra e di membro di diritto del Consiglio dal marzo 1949 al giugno 1961. Egli aveva fatto precedentemente parte del Consiglio in qualità di Sostituto dal novembre 1934 al febbraio 1949. Il Dott. Stopper era stato Presidente della Direzione Generale della Banca Nazionale Svizzera e membro del Consiglio della BRI dal settembre 1966 all'aprile 1974. Il Dott. Holtrop aveva ricoperto la carica di Presidente della Nederlandsche Bank dall'aprile 1946 all'aprile 1967. Egli era stato membro del Consiglio dal luglio 1946 al giugno 1967, nonché Presidente del Consiglio di amministrazione e Presidente della BRI dal luglio 1958 al giugno 1967.

Conclusioni

Nel Capitolo I si è osservato, guardando agli eventi dello scorso anno, come i principali problemi che si ponevano alla politica economica dodici mesi orsono permangano in gran parte irrisolti. Quello di gran lunga più importante, dal punto di vista delle banche centrali, è il persistere di ampi squilibri di bilancia dei pagamenti nell'ambito dei paesi industriali. L'interrogativo che si pone ora è se, rispetto ad un anno fa, tali squilibri comportino gli stessi pericoli per la stabilità del sistema finanziario e per una durevole crescita economica non inflazionistica e, in caso affermativo, in che modo questi pericoli possano essere ridotti al minimo. E ci si può domandare se analoghi interrogativi valgano per gli altri problemi che chiamano all'azione i responsabili delle politiche.

I più recenti sviluppi sui mercati finanziari hanno sottolineato l'attualità di tali questioni. Dopo un periodo di relativa calma durante i primi due mesi di quest'anno, i mercati hanno cominciato a rammentarci che la stabilità non può essere considerata come acquisita. A parte interruzioni sporadiche, dagli inizi di marzo i tassi di interesse a lungo termine negli Stati Uniti mostrano un andamento ascendente e, dalla metà di aprile, anche i tassi a lungo termine sul marco tedesco hanno preso a salire. I mercati azionari sono stati ripetutamente soggetti a repentine pressioni al ribasso. Si sono avuti altresì episodi di debolezza del dollaro. Più in generale, la variabilità giornaliera dei prezzi delle attività finanziarie è rimasta elevata. Sebbene le banche centrali abbiano efficacemente contrastato lo scivolamento del dollaro e siano riuscite a contenere la sua instabilità di breve periodo, e sebbene nessuna delle altre perturbazioni sia lontanamente comparabile, tanto nelle dimensioni quanto nell'intensità, a quelle dello scorso anno, tutti questi andamenti dimostrano quanto incerti siano ancora gli operatori del mercato finanziario circa l'evoluzione futura di variabili macroeconomiche fondamentali come l'inflazione e il tasso di cambio del dollaro. Inoltre, almeno una parte di essi si domanda se non si stia procedendo lungo la stessa rotta di un anno fa.

Non v'è dubbio che tale incertezza è in buona parte alimentata dagli squilibri nei pagamenti correnti di Stati Uniti, Giappone e Germania. Benché questi squilibri – anche in termini di dollari – abbiano ormai chiaramente superato il punto di massimo, essi sono ancora elevati rispetto ai parametri storici, ed è probabile che tali rimangano. Dato il ruolo così importante svolto dagli investitori esteri sul mercato obbligazionario degli Stati Uniti, la persistenza dei disequilibri è in parte causa diretta dell'incertezza a riguardo dell'evoluzione dei tassi di interesse a lungo termine sul dollaro, ed è evidentemente all'origine delle apprensioni circa il valore futuro della moneta americana. Ma il disavanzo con l'estero degli Stati Uniti è altresì importante in quanto sintomo di squilibri di fondo nell'economia interna americana: sul piano finanziario, l'insufficienza del

risparmio privato a finanziare il disavanzo del bilancio federale; sul piano dell'economia reale, la perdurante esuberanza della domanda interna che, unitamente all'auspicata crescita delle esportazioni, sta sospingendo sempre più l'economia verso i limiti della capacità produttiva. Questa situazione alimenta aspettative inflazionistiche che, a loro volta, influenzano i corsi obbligazionari. Infine, in siffatte circostanze gli operatori del mercato nutrono non poche apprensioni circa la reazione (o l'inazione) delle autorità, sia negli Stati Uniti sia nei paesi eccedentari, e ciò accresce ulteriormente le incertezze sull'evoluzione dei mercati finanziari e valutari. Chiunque tenda a dubitare della fondatezza di queste affermazioni dovrebbe osservare sul terminale di un operatore la rapidità e l'ampiezza delle variazioni dei prezzi delle attività finanziarie e dei tassi di cambio in reazione all'annuncio di nuovi dati riguardanti il disavanzo commerciale, i livelli di occupazione e gli indicatori di inflazione negli Stati Uniti, oppure a commenti espressi da responsabili della politica economica nei maggiori paesi. In un siffatto contesto è comprensibile che, essendo gli squilibri esterni in termini di dollari non molto diversi da quelli dello scorso anno, molti operatori siano indotti a ragionare per analogia sulla base della sequenza di eventi culminati nella crisi del 19 ottobre.

Con ogni probabilità questo modo di ragionare si dimostrerà errato, e non soltanto per la considerazione d'ordine generale che la storia non si ripete mai esattamente, ma anche per motivi ben più specifici. Negli ultimi dodici mesi vi sono stati numerosi sviluppi che hanno reso il quadro globale diverso da quello di un anno fa. Sfortunatamente per coloro che amano un insieme ben ordinato di problemi, con soluzioni chiare e nette, nessuno di questi sviluppi è stato univoco. Si sono confermati in generale i progressi verso una riduzione degli squilibri esterni in termini reali, ma appare inadeguato l'aggiustamento interno negli Stati Uniti; il periodo trascorso dal crollo di borsa ha dimostrato la resilienza dei mercati e delle istituzioni finanziarie, ma il crollo in sé ha suscitato interrogativi che ancora attendono una risposta; le autorità hanno dato prova della loro capacità di far fronte a situazioni di crisi, nonché della loro volontà di cooperare, ma il coordinamento delle politiche fiscali non è stato altrettanto efficace quanto quello posto in atto dalle politiche monetarie e valutarie; sono diminuiti i pericoli per la stabilità finanziaria mondiale insiti nella situazione debitoria internazionale, ma l'onere del debito esterno continua a gravare pesantemente sulle possibilità di ripresa della maggior parte dei paesi indebitati; infine, sono migliorate le prospettive di crescita nel mondo industrializzato, ma si sono ravvivate – a torto o a ragione – le aspettative inflazionistiche. Qui di seguito verrà brevemente esaminato ciascuno di questi sviluppi.

Il fatto più significativo e più favorevole, dal punto di vista del processo di aggiustamento, è costituito dall'ampia conferma statistica di incoraggianti progressi in termini reali. Negli Stati Uniti, all'espansione di \$ 2,5 miliardi nel disavanzo dell'interscambio reale di prodotti non petroliferi avutasi nel 1986 ha fatto seguito lo scorso anno una contrazione di oltre \$ 11,5 miliardi, dovuta in larga parte ad un aumento in volume delle esportazioni di manufatti di ben il 16%, pari a due volte e mezzo la crescita stimata dei mercati di esportazione dei prodotti industriali statunitensi. E' chiaro dunque che la competitività internazionale dell'industria americana è chiaramente molto migliorata. L'eccedenza reale

della bilancia commerciale non petrolifera del Giappone, già diminuita di \$ 20,5 miliardi nel 1986, ha fatto registrare un'ulteriore riduzione di \$ 14,5 miliardi nel 1987, la quale risulterebbe assai più marcata se si escludessero le eccezionali importazioni di oro dell'anno precedente. In termini di valori unitari dell'interscambio a dollari costanti, l'avanzo commerciale non petrolifero della Germania si è contratto di circa \$ 6 miliardi in ciascuno dei due ultimi anni. L'andamento delle ragioni di scambio ha neutralizzato buona parte di tali aggiustamenti, ma esso non durerà indefinitamente, e vi è quindi da attendersi almeno una modesta riduzione ulteriore del valore in dollari degli squilibri esterni.

La precisazione "almeno una modesta" è purtroppo resa necessaria dal grado ineguale di successo delle politiche di aggiustamento interno che sorreggono il processo di correzione degli squilibri esterni in termini reali. Queste politiche hanno condotto a risultati notevoli in Giappone, dove la spesa interna è cresciuta nell'ultimo trimestre del 1987 ad un tasso prossimo al 7% rispetto all'anno precedente. I risultati sono stati assai più modesti in Germania, giacché in questo paese il medesimo aggregato è cresciuto del 3%. La principale difficoltà si manifesta negli Stati Uniti, dove il vigore della domanda interna, in presenza di un elevato grado di utilizzo della capacità produttiva nei settori dei beni oggetto di interscambio, richiede un'ulteriore restrizione di bilancio, ben maggiore di quella finora attuata. Se non si realizza questa condizione, il calo del disavanzo corrente esterno degli Stati Uniti è destinato a rimanere di dimensioni modeste.

Il più importante evento dello scorso anno in campo finanziario – il crollo del mercato azionario negli Stati Uniti, seguito da un rapido, diffuso e forte ridimensionamento dei corsi azionari in tutto il mondo (eccetto il Giappone) – induce a tre considerazioni. In primo luogo, se si prescinde dal Giappone, le quotazioni azionarie sono ora decisamente al di sotto dei precedenti massimi e dovrebbero essere meno sensibili all'impatto di "cattive notizie". In secondo luogo, i mercati hanno dato prova di una notevole resilienza: con un comportamento alquanto atipico rispetto alle esperienze del passato, essi si sono più o meno stabilizzati abbastanza rapidamente su livelli più bassi. Sebbene la caduta dei corsi abbia avuto una dimensione ed una diffusione allarmanti, gli eventi successivi non hanno confermato i timori di reazioni a catena incontrollabili che facevano parte degli scenari più catastrofici. Nonostante alcune pesanti perdite, le società di intermediazione finanziaria hanno retto abbastanza bene alla tempesta e, fatto forse ancora più importante, a prescindere da alcune eccezioni minori non sono sorte difficoltà gravi per le singole banche, e tanto meno per il sistema bancario nel suo insieme. In terzo luogo, tuttavia, sia la rapidità sia la "globalizzazione" delle reazioni, nonostante le forti diversità nelle grandezze economiche fondamentali e nei rapporti capitalizzazione/utili, hanno fatto sorgere problemi che restano tuttora insoluti e che chiamano in causa ad un tempo gli operatori del mercato, i governi e le autorità di vigilanza.

La risposta delle autorità monetarie alla crisi del mercato azionario è stata pronta ed efficace – al punto che gli storici avranno ampio margine per dibattere se la stabilizzazione dei corsi vada attribuita ai meccanismi di freno insiti nel mercato oppure al sollecito approvvigionamento di liquidità (ed a taluni altri interventi più diretti) da parte delle autorità monetarie nei giorni immediatamente successivi al collasso dei prezzi. E' probabile che vi abbiano concorso

entrambi i fattori, il che costituisce comunque un elemento positivo. Come pure il fatto che gli interventi energici, palesi e coordinati sui mercati valutari siano divenuti sempre più efficaci nello smorzare l'eccessiva variabilità dei cambi e nel contrastare le pressioni al ribasso sul dollaro. La spiegazione di questa efficacia può risiedere in parte nel fatto che le operazioni di *trading* svolgono ormai un ruolo preminente sul mercato valutario e che, per ovvie ragioni, tali operazioni sono compiute in una prospettiva molto a breve termine. In siffatto contesto, gli interventi delle banche centrali, anche se per quantitativi che appaiono modesti in relazione al volume complessivo delle contrattazioni, possono avere una grande efficacia, che va al di là di quella ottenibile in virtù del tradizionale effetto di "segnalazione"; tuttavia ciò non significa ovviamente che gli interventi siano in grado da soli di stabilizzare i tassi di cambio. Sono stati altresì compiuti progressi nel coordinamento in campo monetario, ma i limiti di un coordinamento circoscritto alla politica monetaria sono stati messi chiaramente in evidenza dall'insufficiente differenziazione fra gli orientamenti della politica di bilancio negli Stati Uniti e in Germania.

Per quanto riguarda la situazione debitoria internazionale, il tempo è servito ad attenuare il pericolo di instabilità finanziaria mondiale che essa comporta. Negli ultimi anni l'esposizione delle banche verso i paesi debitori in difficoltà si è progressivamente ridotta in relazione alla base di capitale, ed un numero crescente di esse ha potuto accantonare considerevoli riserve a fronte del rischio-paese. Purtroppo però il tempo non ha in egual misura lavorato a favore dei paesi debitori. Certo, il loro saldo aggregato di parte corrente è migliorato sensibilmente, e perlomeno alcuni di essi sono riusciti a rafforzare un poco le proprie riserve valutarie. Ma in complesso la loro capacità di assicurare il servizio del debito non è migliorata in misura tale da far sperare che nel prevedibile futuro essi possano riguadagnare un livello di affidabilità creditizia sufficiente a permettere loro di accelerare la formazione di capitale. Purtuttavia, gli anni trascorsi dal 1982 non sono stati vani. Vi è ora una crescente consapevolezza fra i paesi indebitati che le loro difficoltà finanziarie esterne sono parte di più vasti problemi sul piano interno. Molti di essi – i paesi a medio reddito – paiono disposti a riconsiderare il loro specifico approccio allo sviluppo, tenendo conto dell'esperienza acquisita a livello mondiale sul ruolo benefico dei meccanismi di mercato. Questi stessi paesi possono altresì fruire dell'accelerazione avutasi durante gli ultimi dodici mesi nel "processo di apprendimento" dal lato dei creditori, ossia dell'accresciuta disponibilità di questi ultimi a prendere atto della realtà e a riconoscere di fatto le perdite quando ciò pare corrispondere tanto al loro interesse quanto a quello dei debitori.

La dinamica dell'economia nei paesi industriali in quanto gruppo si è rafforzata dalla primavera del 1987, e anche le prospettive di crescita sono oggi migliori rispetto ad un anno fa. Tuttavia la situazione non è priva di inconvenienti. La forte ripresa dell'attività economica in Giappone è stata rimarchevole; la sostenutezza della domanda interna negli Stati Uniti (non tanto in confronto al tasso di crescita della spesa interna nei paesi eccedentari, quanto piuttosto in relazione alla capacità produttiva) non è un fatto del tutto positivo: non soltanto in base a considerazioni di bilancia dei pagamenti, ma anche a causa delle possibili implicazioni inflazionistiche. Finora negli Stati Uniti l'inflazione endogena è rimasta

sorprendentemente moderata, nonostante il diminuito valore esterno del dollaro, le crescenti strozzature di capacità ed il costante calo della disoccupazione. Ma non sarebbe saggia politica fare affidamento sul persistere di questa fortunata circostanza, specie in un contesto di prezzi crescenti delle materie prime, e data la possibilità che non si siano ancora esplicitati appieno gli effetti del deprezzamento del dollaro. Dagli inizi di marzo i mercati obbligazionari USA inviano segnali d'allarme in tal senso. Questa particolare configurazione non si ritrova in Giappone e in Germania, ma entrambi i paesi hanno registrato una fortissima espansione della liquidità interna, in base a pressoché tutti i parametri. Che ciò non abbia impedito il più recente aumento dei tassi di interesse a lungo termine, in particolare in Germania, non è un fatto che possa essere trascurato. Esso potrebbe ricollegarsi ad aspettative di stabilità dei cambi intraeuropei da parte degli investitori tedeschi, ma potrebbe anche significare che gli operatori del mercato – a torto o a ragione – non estrapolano nel futuro l'attuale stabilità dei prezzi.

Tre conclusioni di ordine generale parrebbero emergere da questo sommario degli eventi che hanno creato un contesto nuovo per le decisioni di politica economica concernenti, direttamente o indirettamente, le banche centrali. In primo luogo, il sistema finanziario occidentale nel suo insieme (e all'interno di esso il sistema bancario) ha sopportato le forti turbolenze dello scorso anno meglio di quanto ci si potesse aspettare. Ciò non toglie che si debbano trarre lezioni dalla crisi del mercato azionario. In secondo luogo, sebbene il processo di aggiustamento esterno sia ben avviato in termini reali, è assai probabile che per un certo tempo persistano ampi squilibri nominali nei pagamenti correnti, e quindi si dovranno concepire politiche tali da rendere minimo il pericolo che la percezione di questo fatto scateni reazioni violente, le quali non farebbero che nuocere al sistema finanziario, per quanto robusto questo possa apparire. In terzo luogo, nel forgiare tali politiche si dovrà tenere ben presente che, se la crescita complessiva nel mondo industrializzato è alquanto soddisfacente, non si possono trascurare i rischi di inflazione. Questi tre punti meritano alcune precisazioni.

Taluni insegnamenti sono già stati tratti dalla crisi borsistica di ottobre, la quale, pur non avendo avuto effetti profondamente destabilizzanti, è stata abbastanza grave da suscitare reazioni salutari da parte della comunità finanziaria. Gli operatori del mercato mobiliare non soltanto sono divenuti più consapevoli del fattore costo, ma hanno anche assunto un atteggiamento più critico a riguardo dell'utilità delle nuove tecniche finanziarie, rafforzando i controlli interni e scoprendo, o riscoprendo, le virtù della specializzazione. Le autorità di vigilanza bancaria hanno acquisito una maggiore esperienza diretta delle implicazioni del processo di cartolarizzazione nell'attività bancaria e stanno adeguando corrispondentemente le tecniche di vigilanza. Gli organi preposti al controllo del mercato mobiliare hanno constatato in tutta la sua portata l'interdipendenza esistente fra le varie componenti di tale mercato. Ed ambedue i gruppi di istituzioni di vigilanza sono consapevoli della necessità di cooperare sul piano interno ed internazionale.

Molto resta comunque da fare, al di là di queste prime reazioni salutari. La rapidità fulminea con cui i mercati interagiscono a livello nazionale e internazio-

nale suscita interrogativi sul bilancio costi-benefici di talune innovazioni e della globalizzazione dei mercati. Tali interrogativi richiedono risposte; ma queste non dovranno basarsi su preconcezioni politiche, bensì su un'analisi tecnica approfondita di quanto è accaduto. E per far ciò occorre tempo. Sarebbe veramente un peccato se la convinzione aprioristica che i mercati finanziari funzionano armoniosamente fintanto che sono lasciati a se stessi facesse posto alla convinzione, altrettanto aprioristica, che una spinta normativa verso la "riregolamentazione" scongiurerebbe il pericolo del ripetersi di un'esperienza come quella del 19 ottobre. Se vi è una conclusione che si può già trarre dalle avvincenti analisi contenute nei rapporti pubblicati negli Stati Uniti, è che il grado di sofisticatezza e di complessità raggiunto dal nostro sistema finanziario è tale da non ammettere risposte semplicistiche.

La persistenza di ampi disavanzi correnti USA comporta una corrispondente accumulazione di attività nette verso gli Stati Uniti da parte del resto del mondo. L'interrogativo che si pone è se gli investitori esteri saranno disposti ad adeguare corrispondentemente i loro portafogli e, in caso affermativo, con quali costi in termini di stabilità finanziaria. E' la dimensione enorme, rispetto ai parametri storici, dei disavanzi attesi che rende dubbia la possibilità che questo adeguamento si realizzi senza conseguenze destabilizzanti sui mercati finanziari. Tuttavia, un'altra valutazione quantitativa, basata su un differente criterio, non giustifica tale pessimismo. Se è vero che la quota delle posizioni creditorie private verso gli Stati Uniti sul totale delle attività finanziarie detenute dal settore delle imprese negli altri paesi industriali è cresciuta di molto da quando è sorto il disavanzo corrente USA, essa ammontava soltanto a poco più di un 3,5% alla fine del 1986. E questa valutazione non tiene conto dell'ingente ricchezza finanziaria del settore delle famiglie, né di quella detenuta nei paesi non industriali. La ricchezza finanziaria accumulata al di fuori degli Stati Uniti è assai cospicua, e il persistere di elevati saggi di risparmio ne assicura l'ulteriore crescita. Se a ciò si aggiunge il fatto che il processo di liberalizzazione dei mercati valutari e finanziari è lungi dall'essere compiuto e che un'ampia parte dei portafogli finanziari, anche nei paesi in cui sono del tutto assenti restrizioni ai movimenti di capitali, non è ancora stata esposta alla tentazione di una diversificazione internazionale, allora il problema quantitativo appare assai meno arduo di quanto faccia ritenere il semplice riferimento ad un'impressionante quantità di dollari.

Il rovescio della medaglia è ovviamente costituito dal fatto che un mondo soggetto ad una grande mobilità dei capitali è altresì governato dalle aspettative, che costituiscono il motore primo dei prezzi delle attività finanziarie. Se gli investitori nutriranno dubbi sulla determinazione delle autorità, essi non vorranno accrescere le proprie disponibilità in dollari e potranno anzi essere tentati di venderle. Se invece ai detentori di ricchezza finanziaria si sapranno dare buone ragioni per credere che le autorità continuino ad impegnarsi risolutamente per la stabilizzazione del dollaro, e che sono perseguite politiche convincenti atte a ridurre in modo graduale, ancorché lento, gli squilibri esterni, in tal caso gli investitori saranno ben disposti ad acquisire nei loro portafogli ulteriori crediti nei confronti degli Stati Uniti.

La prima condizione per l'ulteriore diversificazione dei portafogli è che i mercati confidino nella volontà e capacità dei responsabili delle politiche, tanto

negli Stati Uniti quanto nei paesi eccedentari, di contrastare le pressioni al ribasso sul dollaro. Considerevoli progressi sono stati compiuti in questa direzione dalla primavera dello scorso anno (pur con qualche dissonanza nell'ultima parte dell'estate), in termini sia di interventi effettivi sia di politiche monetarie contrapposte, come si può rilevare dai differenziali di interesse nel segmento a breve del mercato e dagli andamenti divergenti degli aggregati monetari.

Vi è tuttavia una seconda condizione che deve essere soddisfatta, cioè convincere i mercati che sono poste in atto politiche tali da assicurare ulteriori progressi nell'aggiustamento esterno. Anche presupponendo che gli operatori del mercato finanziario prendano atto della dimensione dell'aggiustamento reale già conseguito, e che la tendenza alla riduzione degli squilibri nominali trovi conferma nei mesi a venire, per soddisfare questa seconda condizione occorre di più, ossia il risoluto sostegno da parte di politiche di bilancio orientate in senso contrapposto.

Quest'azione dal lato della politica fiscale si rende necessaria anche al fine di evitare una reviviscenza dell'inflazione negli Stati Uniti. La politica espansiva è stata posta in atto con notevole successo in Giappone e, seppure con minore efficacia, in Germania; negli Stati Uniti, invece, il movimento in senso contrario è stato inadeguato. Eppure il ripristino di un migliore rapporto fra disavanzo pubblico e risparmio nazionale ed il contenimento della spesa interna ben entro i limiti della capacità produttiva sono necessari per l'equilibrio sia interno che esterno dell'economia americana. In parte questo compito può, e deve, essere assolto dalla politica monetaria. Ma l'addossarlo interamente alle autorità monetarie può essere pregiudizievole per la stabilità dei mercati finanziari. D'altro canto, una più forte espansione della domanda interna sarebbe utile per l'equilibrio interno ed esterno in Germania. E sebbene anche in questo caso le autorità monetarie possano assumersi parte del compito – com'è peraltro già avvenuto – l'aumento della liquidità derivante da un allentamento delle condizioni monetarie incontra dei limiti in termini sia di efficienza sia di opportunità in una prospettiva di più lungo periodo. Non ci si può aspettare che un solo strumento di politica economica compia il miracolo di realizzare un insieme molteplice di obiettivi: l'equilibrio esterno, l'equilibrio interno nel breve e nel lungo periodo e, per di più, la stabilità finanziaria.

L'arduo compito cui sono chiamate le autorità monetarie di entrambi i paesi (così come quelle di numerosi altri), date le difficoltà politiche che comporta una modifica dell'orientamento fiscale e l'inevitabile tempo di attesa dovuto alle elezioni americane, consiste nell'eseguire un delicato esercizio di equilibrio cercando di intuire fin dove esse possono spingersi senza valicare certi limiti, ossia, usando un'espressione colloquiale francese, "jusqu'ou elles peuvent aller trop loin". Ma questa è una situazione che le banche centrali sono, per tradizione, abituate ad affrontare.

ALEXANDRE LAMFALUSSY
Direttore Generale

Bilancio e Conto Profitti e Perdite

al 31 marzo 1988

Bilancio al 31 marzo 1988

(in franchi oro – si veda la nota 1)

| | | | |
|---|----------------|--|-----------------------|
| Attivo | | | |
| Oro | | | 4 980 714 027 |
| Cassa in contanti e conti a vista presso banche | | | 14 474 885 |
| Buoni del Tesoro | | | 1 951 979 207 |
| Depositi vincolati e anticipazioni | | | |
| In oro | | | |
| Fino a 3 mesi | 79 606 905 | | |
| Ad oltre 3 mesi | 64 923 062 | | |
| In valute | | | |
| Fino a 3 mesi | 23 836 993 704 | | |
| Ad oltre 3 mesi | 3 051 480 839 | | |
| | | | 27 033 004 510 |
| Titoli di Stato e altri titoli | | | |
| Fino a 3 mesi | 2 468 298 103 | | |
| Ad oltre 3 mesi | 1 696 984 863 | | |
| | | | 4 165 282 966 |
| Partite varie | | | 5 124 696 |
| Terreno, immobili ed arredi | | | 1 |
| | | | <u>38 150 580 292</u> |

Nota 1:

Il franco oro equivale a gr. 0,290 322 58... di oro fino – Articolo 4 dello Statuto. La conversione in franchi oro delle attività e passività in dollari USA è stata effettuata sulla base di \$USA 208 per oncia di fino (ossia secondo l'equivalenza 1 franco oro = \$USA 1,941 49...); tutte le altre partite in valuta sono state convertite sulla base dei tassi di mercato rispetto al dollaro USA.

Nota 2:

Al 31 marzo 1988 il saldo in oro da ricevere contro valute per operazioni a termine ammontava a 10 317 182 franchi oro.

Prima della Dopo la
ripartizione dell'utile
netto dell'esercizio

Passivo

Capitale

Autorizzato: 600.000 azioni di 2.500 franchi oro

ciascuna 1 500 000 000

Emesso: 473.125 azioni 1 182 812 500

Liberato per il 25% 295 703 125

Riserve

Fondo di riserva legale 30 070 313

Fondo di riserva generale 550 352 793

Fondo speciale di riserva per i dividendi 25 530 055

Fondo di riserva libero 368 530 236

Depositi (in oro)

Banche centrali

A vista 4 466 156 947

Fino a 3 mesi 7 468 921

Altri depositanti

A vista 399

Depositi (in valute)

Banche centrali

A vista 2 209 723 087

Fino a 3 mesi 26 006 283 420

Ad oltre 3 mesi 1 817 050 103

Altri depositanti

A vista 30 250 965

Fino a 3 mesi 1 118 850 589

Ad oltre 3 mesi 1 891 603

Sistema previdenziale del Personale 115 992 603

Partite varie 1 010 788 081

Conto profitti e perdite 95 937 052

Dividendo pagabile il 1° luglio 1988 30 937 052

38 150 580 292

38 150 580 292

Relazione dei Revisori dei Conti al Consiglio di Amministrazione ed all'Assemblea Generale della Banca dei Regolamenti Internazionali, Basilea

A nostro giudizio, il bilancio e il conto profitti e perdite, ivi comprese le note, rispecchiano, sulla base di quanto indicato alla nota 1, in modo veritiero e imparziale la situazione degli affari della Banca al 31 marzo 1988, nonché degli utili conseguiti nell'esercizio chiuso a questa data. Abbiamo ottenuto tutte le informazioni e tutte le spiegazioni da noi richieste. La Banca ha tenuto i suoi libri in modo corretto; il bilancio e il conto profitti e perdite concordano con i libri e con le informazioni e le spiegazioni che ci sono state fornite.

Zurigo, 29 aprile 1988

PRICE WATERHOUSE & CO.

Conto Profitti e Perdite

per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1988
(in franchi oro)

Interessi netti e altri proventi di gestione 147 722 918

meno: Spese di amministrazione

| | | |
|--|------------------|-------------------|
| Consiglio di amministrazione | 346 356 | |
| Direzione e personale | 20 950 961 | |
| Funzionamento degli uffici e altre spese | <u>7 524 208</u> | <u>28 821 525</u> |

Risultato netto di gestione 118 901 393

meno: Importi devoluti all'

| | | |
|---|-------------------|-------------------|
| Accantonamento per spese straordinarie di amministrazione | 964 341 | |
| Accantonamento per la modernizzazione degli stabili ed il rinnovamento delle attrezzature .. | <u>22 000 000</u> | <u>22 964 341</u> |

Utile netto per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1988 .. 95 937 052

Il Consiglio di amministrazione raccomanda all'Assemblea generale
ordinaria di ripartire l'utile netto, in base all'articolo 51 dello Statuto,
nel modo seguente:

| | |
|--|-------------------|
| Dividendo: 175 franchi svizzeri per azione su 473 125 azioni ... | <u>30 937 052</u> |
| | 65 000 000 |

| | |
|--|-------------------|
| Trasferimento al Fondo di riserva generale | <u>26 000 000</u> |
| | 39 000 000 |

| | |
|--|------------------|
| Trasferimento al Fondo speciale di riserva per i dividendi | <u>6 000 000</u> |
| | 33 000 000 |

| | |
|--|-------------------|
| Trasferimento al Fondo di riserva libero | <u>33 000 000</u> |
| | <u> </u> |

Variazioni delle riserve della Banca

nel corso dell'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1988
(in franchi oro)

I. Evoluzione dei Fondi di riserva in seguito agli accantonamenti relativi all'esercizio finanziario 1987-88

| | Fondo di riserva legale | Fondo di riserva generale | Fondo speciale di riserva per i dividendi | Fondo di riserva libero |
|---|----------------------------|------------------------------|---|----------------------------|
| Consistenza al 1° aprile 1987, dopo la ripartizione dell'utile netto relativo all'esercizio finanziario 1986-87 | 30 070 313 | 550 352 793 | 25 530 055 | 368 530 236 |
| più: accantonamenti relativi all'esercizio finanziario 1987-88 | — | 26 000 000 | 6 000 000 | 33 000 000 |
| Consistenza al 31 marzo 1988, come da Bilancio | 30 070 313 | 576 352 793 | 31 530 055 | 401 530 236 |

II. Il Capitale versato ed i Fondi di riserva al 31 marzo 1988 (dopo gli accantonamenti) erano rappresentati da:

| | Capitale versato | Riserve | Totale |
|-------------------|---------------------|---------------|---------------|
| Attività nette in | | | |
| Oro | 295 703 125 | 366 231 784 | 661 934 909 |
| Valute | — | 673 251 613 | 673 251 613 |
| | 295 703 125 | 1 039 483 397 | 1 335 186 522 |

Consiglio di Amministrazione

Dott. W.F. Duisenberg, Amsterdam
Presidente del Consiglio di Amministrazione,
Presidente della Banca

The Rt. Hon. Lord Richardson of Duntisbourne, Londra
Vice Presidente del Consiglio di Amministrazione

Prof. Paolo Baffi, Roma
Dott. Carlo Azeglio Ciampi, Roma
Bernard Clappier, Parigi
Bengt Dennis, Stoccolma
Jean Godeaux, Bruxelles
Jacques de Larosière, Parigi
The Rt. Hon. Robert Leigh-Pemberton, Londra
Dott. Markus Lusser, Zurigo
Karl Otto Pöhl, Francoforte
Dott. Johann Schöllhorn, Kiel
Barone de Strycker, Bruxelles

Sostituti

Dott. Lamberto Dini, Roma, oppure
Dott. Rainer Masera, Roma
Prof. Dott. Leonhard Gleske, Francoforte
Georges Janson, Bruxelles
A.D. Loehnis, Londra, oppure
L.D.D. Price, Londra
Jacques Waitzenegger, Parigi, oppure
Francis Cappanera, Parigi

Direzione

| | |
|---------------------------|--|
| Alexandre Lamfalussy | Direttore Generale |
| R.T.P. Hall | Condirettore Generale |
| Dott. Giampietro Morelli | Segretario Generale, Capo di Dipartimento |
| Rémi Gros | Capo del Dipartimento Bancario |
| Dott. Horst Bockelmann | Consigliere Economico, Capo del Dipartimento Monetario ed Economico |
| M.G. Dealtry | Vice Capo del Dipartimento Monetario ed Economico, Direttore |
| Marten de Boer | Direttore, Dipartimento Bancario |
| | |
| Jean Vallet | Vice Segretario Generale |
| André Bascoul | Direttore Supplente, Segretariato dei Governatori CEE |
| Joachim Mix | Direttore Supplente, Dipartimento Bancario |
| Dott. H.W. Mayer | Direttore Supplente, Dipartimento Monetario ed Economico |
| Dott. Kurt Spinnler | Direttore Supplente, Dipartimento Bancario |
| Kevin J. Kearney | Condirettore, Segretariato Generale |
| Dott. Joseph R. Bisignano | Condirettore, Dipartimento Monetario ed Economico |
| Dott. Gunter Baer | Condirettore, Dipartimento Monetario ed Economico |
| Prof. Mario Giovanoli | Capo del Servizio Giuridico |
| Jean-Claude Dagassan | Condirettore, Agente del FECoM |
| P.C. Bridge | Condirettore, Dipartimento Bancario |
| Tullio Pollonio | Condirettore, Segretariato Generale |

